

Rapport 2006

Tome 1 Évolution économique et financière



© Banque nationale de Belgique

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

Avant-propos

par Guy Quaden, Gouverneur



Depuis plusieurs années, l'économie mondiale croît à un rythme très soutenu (de l'ordre de 5 p.c. par an), tirée principalement par la Chine et d'autres pays émergents. Du côté des pays avancés, l'expansion a généralement été plus forte aux États-Unis qu'en Europe, restée tout un temps à la traîne. En 2006, la croissance s'est cependant rééquilibrée dans ces économies avec un certain essoufflement dans le courant de l'année aux États-Unis alors que, dans la zone euro, après une série de redémarrages avortés, la reprise s'est enfin matérialisée.

La croissance économique dans la zone euro serait passée en moyenne de 1,5 p.c. en 2005 à 2,6 p.c. en 2006, le chiffre le plus élevé depuis le début de ce siècle. L'environnement extérieur est resté favorable et l'investissement des entreprises a enfin réagi à la vigueur des exportations, à l'augmentation des profits et aux conditions de financement très avantageuses. Les entreprises ont par ailleurs accru leur rythme d'embauche, ce qui a soutenu la consommation des ménages.

La moyenne de la zone recouvre comme toujours des performances quelque peu disparates d'un pays à l'autre. Elle a été favorablement influencée par l'accélération de l'activité dans le plus grand pays de la zone, l'Allemagne, après plusieurs années d'atonie.

La forte croissance économique et les pressions qu'elle a contribué à exercer sur le prix des matières premières – en particulier le pétrole – ainsi que sur le degré d'utilisation des facteurs de production disponibles ont renforcé les risques inflationnistes. Par conséquent, la plupart des banques centrales ont augmenté leurs taux d'intérêt.

Dans la zone euro, le Conseil des gouverneurs de la Banque centrale européenne a, conformément à son mandat, cherché à maîtriser les anticipations inflationnistes, sans pour autant mettre en péril la croissance. Il a poursuivi le relèvement entamé en décembre 2005, portant graduellement le taux principal de l'Eurosystème de 2,25 à 3,50 p.c. Fin 2006, tous les taux d'intérêt, courts et longs, nominaux et réels, n'en demeuraient pas moins toujours historiquement bas et favorables à l'investissement des entreprises et des ménages. Les charges de la dette publique s'en trouvent aussi allégées.

De son côté, le cours de change de la monnaie européenne, sans atteindre une hauteur inédite par rapport au dollar américain, s'est renforcé, principalement sous l'effet des évolutions conjoncturelles (avec, comme déjà mentionné, un ralentissement de l'activité aux États-Unis et une accélération dans la zone euro) et du rétrécissement de l'écart entre les taux d'intérêt à court terme qui leur a été associé.

En Belgique, le taux de croissance a doublé entre 2005 et 2006, passant de 1,5 à 3 p.c. Dans ce cas aussi, il s'agit du taux le plus élevé depuis celui enregistré en 2000, par ailleurs supérieur à la moyenne de la zone euro. Non seulement l'expansion s'est renforcée mais elle s'est avérée aussi bien équilibrée, nourrie tout à la fois par la demande de consommation, d'investissement et d'exportation.

Les principaux autres résultats provisoires indiquent que le revenu disponible réel des ménages (c'est-à-dire le revenu moyen après impôts et hors inflation) aurait progressé de 2,7 p.c., que l'emploi se serait accru de 46.000 unités (un peu plus de 1 p.c.), et que l'inflation (mesurée par l'indice des prix à la consommation harmonisé) s'est quelque peu ralentie à 2,3 p.c. Les finances publiques se seraient clôturées avec un petit excédent de 0,1 p.c. du PIB, entraînant une nouvelle réduction du ratio de la dette publique, revenu en dessous de 90 p.c. du PIB, et le solde de la balance courante se serait stabilisé à 2,5 p.c. du PIB.

Ces résultats sont globalement positifs. Il faut s'en réjouir mais non s'en satisfaire.

Nos exportations augmentent d'année en année, mais beaucoup moins vite que le volume du commerce international et de nos débouchés potentiels. Nos entreprises perdent donc des parts de marché, un phénomène qui touche beaucoup d'autres pays avancés mais que l'Allemagne notamment est parvenue à contrecarrer en rétablissant sa compétitivité.

L'emploi net progresse, malgré les restructurations de certaines entreprises, et le taux de chômage a commencé à reculer significativement dans la deuxième moitié de 2006. Néanmoins le chômage reste trop élevé, surtout dans certaines parties du pays, alors que sur certains segments du marché du travail, on constate des pénuries croissantes de main d'œuvre.

Les finances publiques de la Belgique sont équilibrées, ce qui n'est toujours pas le cas dans beaucoup d'autres pays. Mais cet équilibre a été de nouveau facilité par des opérations non récurrentes et a évidemment bénéficié en 2006 du fort regain conjoncturel, qui a porté la croissance économique au-delà de son potentiel de moyen terme. Au total, un certain déficit structurel est réapparu.

Pour maintenir et, si possible, renforcer la prospérité économique, ainsi que pour garantir une protection sociale durable, dans le cadre de la mondialisation des échanges et dans la perspective du vieillissement de la population, la Belgique a besoin de politiques axées sur une vision de moyen et long termes.

Les grands traits de ce programme font heureusement l'objet d'un assez large consensus : stimuler l'esprit d'entreprise et d'innovation, veiller à la compétitivité par les coûts, relever les taux d'emploi et de participation au marché du travail, accélérer la réduction de la dette publique.

L'embellie conjoncturelle ne peut distraire les responsables de la poursuite des indispensables réformes. Elle doit, au contraire, être considérée comme l'occasion de les intensifier.

AVANT-PROPOS	5
RAPPORT PRÉSENTÉ PAR LE GOUVERNEUR AU NOM DU CONSEIL DE RÉGENCE	12
CHAPITRE 1: ENVIRONNEMENT INTERNATIONAL	2
Vue d'ensemble	3
États-Unis	9
Japon	12
Chine	14
Union européenne	15
CHAPITRE 2: LA POLITIQUE MONÉTAIRE DE L'EUROSYSTÈME	32
Aspects stratégiques	33
Aspects opérationnels	44
CHAPITRE 3: PRODUCTION, DÉPENSES ET OPÉRATIONS COURANTES EN BELGIQUE	50
Vue d'ensemble	51
Activité	52
Évolutions réelles dans les principaux secteurs	53
Développements structurels	66
CHAPITRE 4: MARCHÉ DU TRAVAIL ET COÛTS SALARIAUX	72
Marché du travail	73
Coûts salariaux dans le secteur privé	85
CHAPITRE 5: PRIX	96
Vue d'ensemble	97
Composantes volatiles de l'IPCH	98
La tendance sous-jacente de l'inflation	102

CHAPITRE 6: FINANCES PUBLIQUES	108
Recettes, dépenses et solde de financement	109
Soldes structurels et endettement	123
CHAPITRE 7: COMPTES ET MARCHÉS FINANCIERS	130
Structure des financements et des placements dans l'économie belge	131
Particuliers	132
Sociétés non financières	139
Administrations publiques	148
CHAPITRE 8: STABILITÉ FINANCIÈRE	152
Marchés financiers internationaux	153
Établissements de crédit belges	157
Compagnies d'assurances belges	166
ANNEXES	
Annexes statistiques	173
Notice méthodologique	197
Signes conventionnels	201
Liste des abréviations	203
Liste des encadrés, tableaux et graphiques	207

Environnement international

Économie mondiale: une croissance vigoureuse et mieux répartie, des risques persistants

1. Malgré un léger ralentissement en cours d'année, la croissance de l'économie mondiale est demeurée très robuste en 2006: elle est estimée à plus de 5 p.c. Comme les années précédentes, ce sont les pays d'Asie engagés dans un processus de rattrapage, en particulier la Chine, qui ont le plus contribué à cette expansion. Parmi les économies avancées, la progression de l'activité a été moins divergente, grâce à l'accélération observée dans l'UE et en raison du ralentissement survenu aux États-Unis après le premier trimestre de 2006.
2. En dépit de cette forte croissance et de la pression que celle-ci a continué à exercer sur les prix des matières premières pendant la majeure partie de l'année – les cours du pétrole, en particulier, ont atteint un sommet au mois d'août –, l'inflation est restée globalement assez contenue. La crédibilité des politiques monétaires, l'offre abondante de biens et services à forte intensité de main-d'œuvre émanant des économies émergentes et l'intensification de la concurrence internationale y ont contribué. Toutefois, le risque d'inflation s'est accru, en raison des répercussions possibles du coût élevé de l'énergie sur l'ensemble des prix et d'une plus forte utilisation des facteurs de production. Par conséquent, les banques centrales ont presque partout augmenté leurs taux d'intérêt.
3. Aux États-Unis, où la hausse des taux d'intérêt avait commencé dès la mi-2004, la Réserve fédérale a maintenu l'objectif pour le taux des fonds fédéraux à 5,25 p.c. à partir de juin 2006, attendant de voir si l'effet du resserrement déjà réalisé de la politique monétaire suffirait à juguler les tensions inflationnistes. Le ralentissement de l'activité y a surtout résulté d'une contraction des investissements en logements. Il n'a guère eu de répercussions sur le reste du monde, dont la demande intérieure s'est montrée robuste. Ainsi, au Japon, la croissance des dépenses intérieures est demeurée assez vigoureuse et, jugeant que la déflation avait pris fin, la banque centrale a mis un terme en juillet à sa politique de taux d'intérêt zéro. Les entreprises japonaises ont en outre continué à bénéficier de l'expansion des débouchés asiatiques, par exemple de la vive progression des investissements en Chine.
4. L'aggravation des déséquilibres des balances courantes s'est poursuivie en 2006. Cependant, comme les économies émergentes d'Asie et les pays exportateurs de pétrole ont continué à faire preuve d'une forte propension à épargner et comme les perspectives démographiques ont aussi soutenu la demande d'actifs financiers au Japon et en Europe, le financement des ménages et des pouvoirs publics américains s'est encore opéré sans heurt et à des taux d'intérêt à long terme qui sont restés bas. L'endettement extérieur des États-Unis ne peut toutefois croître indéfiniment. Le ralentissement de la demande intérieure dans ce pays et son accélération en Europe, la légère appréciation du renminbi et la volonté affichée par la Chine de développer les régions rurales,

le repli des prix du pétrole sont autant de signes encourageants dans la voie d'une atténuation de la menace d'une correction brutale. Des efforts concertés restent nécessaires, visant à relever l'épargne aux États-Unis, notamment à travers un redressement des finances publiques, à asseoir la demande intérieure sur des perspectives de croissance potentielle plus vigoureuse grâce à des réformes structurelles en Europe et au Japon, à assouplir le régime de change en Chine et à stimuler la demande intérieure dans les économies émergentes ou exportatrices de pétrole. Le FMI a engagé des consultations multilatérales à cet effet.

Zone euro : la reprise de la demande intérieure doit être consolidée

5. La croissance du PIB de la zone euro en 2006 est estimée à 2,6 p.c., soit le plus haut niveau des six dernières années, dépassant cette fois les prévisions. Elle a été particulièrement vive au premier semestre, revenant ensuite à un rythme proche de 2 p.c. l'an. Si l'environnement extérieur lui est resté favorable, elle a aussi reposé sur une accélération de la demande intérieure. La formation de capital fixe des entreprises a été particulièrement dynamique. Elle a enfin réagi à la vigueur des exportations des trois dernières années, qui a contracté les marges inutilisées de capacités de production, à l'augmentation des profits et aux conditions de financement très avantageuses. Les investissements en logements se sont aussi intensifiés, en raison du bas niveau des taux d'intérêt et des hausses de prix sur le marché secondaire qui y sont liées; après des années de marasme, l'activité a repris dans la construction en Allemagne. Enfin, les entreprises ont accru l'embauche, et le recul du chômage a amélioré la confiance des consommateurs et stimulé leurs dépenses. Les écarts de croissance entre pays membres de la zone euro se sont réduits, grâce à une nette reprise en Allemagne et en Italie. Ce dernier pays continue cependant à pâtir d'une détérioration de sa compétitivité.
6. Dans cette conjoncture favorable, le déficit des administrations publiques de la zone euro est revenu de 2,4 p.c. du PIB en 2005 à 2 p.c. en 2006. Parmi les cinq États membres de la zone euro qui se sont engagés à mettre fin à un déficit excessif selon les règles européennes, l'Allemagne, la France et la Grèce ont, selon les estimations, ramené leur déficit sous le seuil de 3 p.c. du PIB en 2006, alors que l'Italie et le Portugal ont encore affiché un déficit de plus de 4,5 p.c. D'importantes mesures correctives sont prévues pour 2007 ou déjà en vigueur en Allemagne, en Italie et au Portugal. Si elles sont susceptibles de freiner temporairement la demande, elles n'en sont pas moins indispensables pour renforcer la confiance.
7. Tous les États en déficit sont d'ailleurs appelés à mettre à profit l'embellie conjoncturelle pour accélérer la consolidation des finances publiques, plutôt que de se laisser tenter, comme par le passé en pareilles circonstances, par un relâchement de la discipline. Ils doivent redresser leur solde structurel, en respectant à cet égard la référence, introduite lors de la révision du pacte de stabilité et de croissance, d'une amélioration de 0,5 p.c. du PIB par an. Une plus grande attention doit en outre être portée à la soutenabilité de la politique budgétaire dans la perspective du vieillissement de la population, qui requiert la constitution de surplus dans la plupart des pays.
8. L'amélioration conjoncturelle devrait aussi inciter à la poursuite des réformes structurelles dans la voie tracée par la stratégie de Lisbonne. Les progrès déjà réalisés commencent sans doute à porter leurs fruits, comme en témoigne la reprise de l'emploi. Beaucoup reste cependant à faire pour renforcer la capacité de résistance de l'économie européenne à un éventuel ralentissement de la demande extérieure, pour accroître durablement le taux d'emploi et la productivité et pour relever les défis posés par la mondialisation, l'évolution technologique et les perspectives démographiques. Une mise en œuvre résolue des programmes nationaux de réforme s'impose donc, tandis que l'approfondissement de l'intégration européenne devrait stimuler la concurrence sur les marchés des biens et des services et la mobilité des facteurs de production.

Politique monétaire et stabilité financière

Politique monétaire : une orientation progressivement moins expansionniste

9. La politique monétaire de l'Eurosystème est conduite de manière à assurer la stabilité des prix. La primauté donnée par le traité de Maastricht à cet objectif vient de ce qu'une politique assurant un environnement de stabilité et de confiance dans la solidité de la monnaie contribue le mieux à la croissance et à l'emploi, notamment en réduisant les primes de risque incluses dans les taux d'intérêt à long terme. Elle n'empêche ni une action anticyclique, dans la mesure où les pressions sur les prix sont largement tributaires de la conjoncture, ni une réaction graduelle à certains chocs affectant les prix. La stabilité des prix a été définie par le Conseil des gouverneurs de la BCE comme une hausse de l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) dans la zone euro inférieure à 2 p.c. l'an à moyen terme, mais proche de ce rythme.
10. La progression de l'IPCH s'est établie à 2,2 p.c. en 2006, en raison du nouveau renchérissement des produits énergétiques. Une succession de brusques hausses des prix à la consommation les plus volatils, ceux de l'énergie et des produits alimentaires, s'est traduite par de légers dépassements du seuil de 2 p.c. au cours des dernières années. La perspective de moyen terme adoptée par le Conseil des gouverneurs de la BCE autorise que des chocs importants affectant certains prix relatifs ou les impôts indirects, quelle que soit leur direction, soient absorbés par des déviations par rapport à l'objectif, pour autant que celles-ci ne donnent pas lieu à une dérive persistante.
11. Pour éviter une telle dérive, il est essentiel que les anticipations d'évolution des prix soient fermement ancrées. L'indépendance octroyée à l'Eurosystème et sa stratégie de politique monétaire, en particulier la définition de la stabilité des prix, y concourent substantiellement. Il convient cependant aussi d'agir à temps, avant que les chocs ne se propagent à l'ensemble des prix et des revenus ou que d'autres tensions n'affectent les prix.
12. En 2006, le Conseil des gouverneurs a jugé que le maintien des taux d'intérêt à court terme au niveau extrêmement bas qui avait prévalu au cours des trois années précédentes aurait comporté des risques pour la stabilité des prix à moyen terme. Il a donc décidé de poursuivre graduellement le relèvement du taux minimal de soumission des opérations principales de refinancement amorcé en décembre 2005, le portant en cinq étapes de 2,25 à 3,50 p.c.
13. Certes, les effets dérivés du renchérissement de l'énergie étaient restés remarquablement contenus du fait de la sous-utilisation des capacités productives de l'économie, dont témoignait en particulier un chômage encore élevé, de la pression concurrentielle due à la mondialisation et de la crédibilité de l'Eurosystème. La consolidation de la reprise conjoncturelle, qui s'est confirmée au cours de l'année, était toutefois de nature à atténuer le premier de ces facteurs et requerrait que la politique monétaire prenne un tour moins expansionniste.
14. Les taux d'intérêt historiquement bas ont aussi contribué à une vive expansion du crédit et de l'agrégat monétaire M3 et à une hausse des prix de l'immobilier, particulièrement forte dans certains pays. Le lien observé par le passé entre l'évolution de M3 et celle des prix semble s'être distendu, en raison de l'importance croissante des considérations de portefeuille comme motif de détention d'actifs monétaires, voire d'une modification des comportements due au nouvel environnement de stabilité des prix et de taux d'intérêt bas. Néanmoins, une accumulation rapide de l'endettement et des liquidités jointe à une vive progression des prix des actifs, tels ceux de l'immobilier, peut encore signaler le risque d'une formation de « bulles financières » dont l'éclatement ultérieur serait dommageable.

15. Le Conseil des gouverneurs de la BCE a modulé le rythme du relèvement des taux d'intérêt en fonction de son évaluation des menaces pour la stabilité des prix, à mesure de l'arrivée de nouvelles données. Il a commencé à communiquer des indications sur l'orientation future des taux, sous la condition de la réalisation d'un scénario macroéconomique de base et sans s'engager sur la fréquence ou l'ampleur des hausses à venir. Il améliorerait de la sorte la transparence et la prévisibilité de ses décisions, tout en gardant la latitude indispensable pour réagir aux informations nouvelles.
16. En dépit du redressement progressif des taux, la politique monétaire a continué à apporter son soutien à l'expansion conjoncturelle, si l'on en juge par exemple par le niveau encore bas des taux d'intérêt réels à court terme dans une perspective historique. Sans pour autant atteindre une hauteur exceptionnelle, le cours de change effectif de l'euro s'est redressé, principalement sous l'effet du décalage conjoncturel apparu entre les États-Unis et la zone euro et du rétrécissement de l'écart de taux d'intérêt à court terme qui lui est associé. Les taux d'intérêt à long terme sont restés très bas et, par conséquent, favorables à l'investissement. D'une part, la réaction de la politique monétaire aux risques pesant sur la stabilité des prix a certainement contribué à ce que la prime de risque d'inflation incluse dans ces taux, qui a augmenté quelque peu jusqu'en mai 2006, se réduise ensuite. D'autre part, les taux réels à long terme n'ont que légèrement haussé, comme d'ailleurs aux États-Unis, l'abondance relative de l'épargne mondiale et la perception d'une plus grande stabilité macroéconomique les ayant maintenus à de faibles niveaux.

Surveillance financière : prévention et simulation de crises

17. Le système financier international a continué à faire preuve d'une bonne stabilité en 2006. Cela s'explique d'abord par un environnement macroéconomique toujours très favorable car la poursuite de la croissance et la santé financière des entreprises ont été propices à l'exercice des activités bancaires. Le resserrement progressif des politiques monétaires, la correction récente des prix sur certains marchés immobiliers ou encore l'accroissement de l'endettement d'un certain nombre de sociétés impliquées dans des fusions et acquisitions pourraient être les premiers signes d'un changement des conditions de marché. Jusqu'à présent, toutefois, les intermédiaires financiers ont d'autant mieux absorbé ces évolutions qu'ils pouvaient s'appuyer sur des facteurs de solidité intrinsèques. Ils sont parvenus à maintenir leur rentabilité et leur solvabilité à des niveaux élevés et ont continué à perfectionner et à diversifier leurs techniques de gestion des risques, notamment grâce à l'utilisation d'instruments dérivés permettant de se protéger contre les pertes de crédits. Ces nouveaux produits ont déjà manifesté leur utilité lors d'accidents isolés. Il reste que c'est surtout à l'épreuve de chocs importants que les marchés de ces instruments auront à démontrer leur liquidité et leur capacité de protection effective contre les risques de crédit.
18. Aux efforts entrepris par les intermédiaires financiers pour mieux maîtriser les risques se joignent de nombreuses initiatives prises par les autorités de surveillance pour améliorer le fonctionnement de l'ensemble du système financier. Cela se traduit, en particulier, par l'introduction quasi simultanée de plusieurs réglementations appelées à influencer sensiblement les conditions d'exercice de l'activité financière au sein de l'UE. À l'entrée en vigueur récente des nouvelles normes comptables harmonisées IAS/IFRS succédera la mise en application de nouvelles règles en matière de fonds propres tant pour les banques (Bâle II) que pour les compagnies d'assurances (Solvency II). En outre, la directive européenne sur les marchés d'instruments financiers (MiFID) modifiera profondément le mode d'exécution des opérations sur titres. Ces changements successifs imposent des efforts considérables et peuvent conditionner certains choix stratégiques des intermédiaires financiers.

19. La complexité des règles fait en partie écho à celle des institutions financières, qui tendent à se regrouper au sein de vastes entités multinationales et à diversifier leurs opérations. Ces restructurations concernent en particulier la Belgique, où les quatre principaux groupes financiers, qui couvrent la majeure partie du marché domestique des banques et des assurances, ont tous fortement élargi leurs activités, en adoptant souvent des modes d'organisation par fonction qui ne correspondent pas toujours aux structures juridiques. À l'instar de leurs concurrents étrangers, ces établissements ont dégagé des profits en hausse en 2006, bénéficiant tant d'une conjoncture favorable que de la solidité de leur structure financière. Toutefois, les profils de risque ont aussi continué à se modifier par le biais de la diversification dans de nouveaux marchés et de nouvelles activités, tel le négoce en instruments de transfert de risques. Ces grands groupes ont perfectionné leurs procédures de gestion des risques, ce qui devrait aider à prévenir les problèmes systémiques. L'évolution de leur structure tend cependant à modifier les canaux de transmission d'éventuels chocs financiers. Les autorités de surveillance belges se doivent d'anticiper en renforçant, en bonne collaboration avec les autorités étrangères, leur capacité d'évaluation et de gestion d'accidents qui affecteraient de grandes institutions financières. À cet effet, elles ont notamment participé à des exercices de simulation de crises transfrontières, qui ont permis de tester les processus de communication et de décision au sein de la zone euro et de l'UE. Au niveau national, ces efforts doivent être relayés par un approfondissement de la coopération entre la Banque et la CBFA et une évaluation du fonctionnement effectif des arrangements institutionnels mis en place par la loi du 2 août 2002.

Économie belge

Une progression générale de l'activité, soutenue par toutes les grandes composantes de la demande

20. En Belgique, alors que la conjoncture avait été hésitante de 2001 à 2005, elle a été soutenue en 2006: après un vif rattrapage au début de l'année, l'expansion est revenue à un rythme plus modéré mais encore robuste. En moyenne annuelle, la hausse réelle du PIB est passée de 1,5 p.c. en 2005 à 3 p.c. en 2006, soit un taux légèrement supérieur à celui de la zone euro et le plus élevé des six dernières années. Toutes les branches d'activité, y compris l'industrie, ont contribué à cette croissance, la construction enregistrant une progression particulièrement forte, de quelque 8 p.c. L'économie belge a bénéficié de la vigueur de la demande étrangère, puissamment relayée par une consolidation de la demande intérieure.
21. En dépit de nouvelles pertes de parts de marché, les exportations de biens et services se sont accélérées en cours d'année et auraient progressé en moyenne de 3,4 p.c. en volume. L'augmentation des importations aurait été légèrement supérieure. En raison d'une amélioration des termes de l'échange, le prêt net au reste du monde s'est toutefois stabilisé à 2,3 p.c. du PIB.
22. Les entreprises ont poursuivi le renforcement de leurs capacités de production et accru de 4,4 p.c. leur formation brute de capital fixe. Alors que la reprise des investissements au cours des deux années précédentes avait concerné le secteur des services, en particulier le transport maritime et les services logistiques, elle s'est étendue en 2006 à l'industrie manufacturière, dont le taux d'utilisation des équipements a sensiblement augmenté. Outre les perspectives de la demande, la nouvelle progression de la rentabilité des sociétés, la diminution de leur taux d'endettement depuis le sommet de 2001 et l'amélioration de leur liquidité ont soutenu l'investissement. Celui-ci a aussi bénéficié de la persistance de conditions de financement

avantageuses : taux d'intérêt historiquement bas, malgré une légère remontée, cours de bourse en nette hausse, hormis un bref recul en milieu d'année, et dispositions fiscales favorables au financement par fonds propres.

23. Les entreprises ont continué à procéder à des recrutements nets et l'emploi total s'est accru de 1,1 p.c., ou 46.000 unités, soit une progression légèrement supérieure à celle de l'année précédente. À cause d'un accroissement encore assez important de la population active, le taux de chômage harmonisé n'a que peu diminué en moyenne annuelle, de 8,5 à 8,3 p.c., mais il a amorcé un net recul au second semestre.
24. Le revenu disponible réel des particuliers a augmenté de quelque 2,7 p.c., sous l'effet notamment de la croissance de l'emploi, de l'incidence positive de l'expansion conjoncturelle sur les revenus des indépendants, de l'accroissement des revenus d'intérêts et de dividendes et de la dernière phase de mise en œuvre de la réforme fiscale. Cette progression contraste avec les faibles variations des quatre années précédentes. La consommation privée s'est accrue de 2,4 p.c. Le taux d'épargne des particuliers n'a donc que légèrement augmenté, poussé à la hausse par le net accroissement des revenus, mais modéré par l'amélioration de la confiance dans les perspectives de l'économie et du marché du travail.
25. Une large part de cette épargne a encore été affectée à la construction et à la rénovation de logements : les investissements à ce titre ont augmenté de 4,8 p.c., réagissant d'ailleurs de manière plus marquée aux évolutions des prix de l'immobilier que dans d'autres pays de la zone euro. La remontée des taux d'intérêt hypothécaires, de leur point bas de 3,6 p.c. en moyenne en septembre 2005 à 4,4 p.c. en novembre 2006, a cependant déjà ralenti la demande de crédits et la hausse des prix sur le marché immobilier.
26. Les prix à la consommation ont été relativement stables : après être passée de 1,5 p.c. en 2003 à 2,5 p.c. en 2005, la hausse de l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) s'est établie à 2,3 p.c. en 2006 ; elle est revenue de 2,6 p.c. au premier trimestre à 1,9 p.c. au quatrième trimestre. Ce profil chronologique reflète essentiellement l'effet direct des fluctuations des cours du pétrole sur les prix à la consommation de produits énergétiques. La sensibilité plus grande de l'IPCH belge à ces variations, due au poids des produits pétroliers dans la consommation et à la faiblesse relative des accises (une taxe non proportionnelle) sur ces produits, explique aussi que la hausse de l'indice ait légèrement dépassé celle observée dans la zone euro au cours des deux dernières années. Hors énergie, produits alimentaires non transformés et variations de prix de nature administrative, l'inflation dite sous-jacente s'est quelque peu accélérée, passant de 1,3 p.c. en 2005 à 1,6 p.c., sans doute surtout sous l'effet de la répercussion du coût plus élevé des matières premières dans les prix de certains produits industriels. En revanche, les importations de biens manufacturés en provenance de pays à faibles coûts ont continué à exercer une incidence à la baisse sur les prix, et les pressions inflationnistes d'origine interne sont demeurées très contenues.
27. La progression des coûts salariaux horaires dans le secteur privé, en particulier, est restée limitée à 2,4 p.c., soit un rythme similaire à celui des deux années précédentes, malgré un net ralentissement des réductions de cotisations patronales à la sécurité sociale. L'effet des indexations a été tempéré par une réforme du calcul de l'indice-santé, dont la hausse n'a été que de 1,8 p.c. en 2006, contre 2,2 p.c. en 2005. Hors indexation, les augmentations conventionnelles sont restées modestes, conformément aux orientations de l'accord interprofessionnel, et la concurrence internationale croissante a continué à brider l'évolution des salaires. Le rebond cyclique de la productivité a réduit la hausse des coûts salariaux par unité produite à 0,7 p.c. Toutefois, en raison de la persistance d'une modération salariale plus stricte en Allemagne, l'accroissement du coût horaire du travail a dépassé celui enregistré dans les trois principaux pays voisins pour la troisième année consécutive, ce qui a accentué la détérioration de la position concurrentielle des entreprises belges par rapport à ces économies de référence.

Mutations structurelles et politiques économiques

28. L'évolution de l'économie belge en 2006 a été relativement satisfaisante et les prévisions de la Banque, comme celles des institutions internationales, tablent sur une croissance d'un peu plus de 2 p.c. en 2007. Ni en Belgique, ni dans les autres pays de la zone euro, l'embellie conjoncturelle ne peut toutefois inciter à la complaisance. Elle doit, au contraire, être mise à profit pour renforcer la capacité d'adaptation de l'économie aux mutations structurelles en cours et l'engager dans la voie d'un développement durable. Ainsi, l'émergence de nouveaux acteurs de l'économie mondiale, comme la Chine, l'Inde ou les nouveaux États membres de l'UE, contribuera davantage à la prospérité de la Belgique si celle-ci peut non seulement bénéficier des importations à moindre coût en provenance de ces pays, mais aussi mieux satisfaire leur demande croissante de biens et services et, plus généralement, poursuivre la transformation de sa structure productive et développer des spécialisations à haute valorisation. En outre, la progression du niveau de vie et le maintien de la protection sociale ne pourront être réalisés, malgré le vieillissement de la population, que par un relèvement du taux d'emploi, une accélération de la productivité et une trajectoire budgétaire suffisamment prévoyante.
29. Des progrès ont déjà été accomplis : ainsi, la prise de conscience de la question démographique s'est renforcée depuis le pacte de solidarité entre les générations ; dans les négociations sociales, mise à part la maîtrise des coûts salariaux, une grande attention a été accordée à la promotion de l'emploi et à la formation ; les services publics de l'emploi organisent un accompagnement plus efficace des chômeurs ; l'ouverture de différents secteurs à la concurrence s'est poursuivie ; une politique de l'innovation se met peu à peu en place. Cependant, l'ampleur des défis à relever requiert une poursuite résolue des efforts.
30. Une stratégie cohérente est nécessaire, axée sur des objectifs de moyen et long termes, dans laquelle les autorités publiques, aux divers niveaux de pouvoir, les partenaires sociaux et tous les acteurs de la vie économique ont un rôle à tenir. Le programme national de réforme, défini pour la première fois pour la période 2005-2008 dans le cadre de la stratégie de Lisbonne renouvelée, doit donc être approfondi et mis en œuvre. Dans les domaines des finances publiques, du marché du travail et des politiques structurelles, des mesures à effet durable doivent être prises au plus vite.

Politique budgétaire : dégager un surplus structurel et renforcer l'efficacité des dépenses publiques

31. Les comptes de l'ensemble des administrations publiques belges se sont clôturés en léger excédent en 2006, dépassant quelque peu l'objectif du programme de stabilité. Le solde budgétaire affiché par la Belgique contraste favorablement avec le déficit moyen enregistré dans la zone euro, où seuls la Finlande, l'Espagne, l'Irlande et les Pays-Bas ont aussi atteint l'équilibre ou dégagé un surplus. Il a permis une nouvelle réduction du taux d'endettement public, qui est passé sous le niveau de 90 p.c. du PIB, soit un tiers au-dessous du sommet de 1993, mais qui est encore le troisième en importance dans la zone euro.
32. Le recours à des mesures non récurrentes à concurrence de 0,7 p.c. du PIB, dont certaines sont de nature à obérer les budgets futurs, a toutefois contribué aux bons résultats de 2006, de même que le regain de la croissance et un nouvel allègement des charges d'intérêts, quoique moindre que par le passé. Aussi l'évolution du solde de financement structurel, qui fait abstraction des facteurs non récurrents et conjoncturels, a-t-elle été moins favorable : devenu excédentaire en 2005 (0,3 p.c. du PIB), ce solde est redevenu déficitaire (-0,4 p.c.) en 2006. Le surplus primaire structurel, calculé en excluant en outre les paiements d'intérêts, a été réduit à 3,7 p.c. du PIB, contre 4,6 p.c. en 2005 et un sommet de quelque 7 p.c. en 1998. L'érosion de ce surplus en 2006 a principalement résulté de l'évolution des recettes, en particulier à la suite

de l'application de la réforme de l'impôt des personnes physiques, tandis que l'amenuisement des années précédentes était surtout dû à la hausse des dépenses. Après avoir été très vive en 2003-2004, la croissance des dépenses de soins de santé a été mieux contenue ces deux dernières années.

33. Le respect de l'objectif de surplus budgétaires structurels croissants à partir de 2007, inscrit dans le programme de stabilité de la Belgique de décembre 2006 ainsi que dans la loi, imposera encore plus de discipline qu'au cours des dernières années: il requiert en effet de faire remonter le surplus primaire, puisque le taux d'intérêt implicite sur la dette publique risque de hausser; en outre, les opérations non récurrentes devront être remplacées par des mesures durables.
34. Or, la trajectoire figurant dans le programme de stabilité doit être considérée comme un minimum. En effet, c'est en accélérant sans tarder la réduction du taux d'endettement public que se dégageront des marges permettant de supporter le surcroît prévisible des dépenses de pensions et de soins de santé, et que l'effort budgétaire sera mieux étalé dans le temps et plus équitablement réparti entre les générations. Pour conforter l'assise économique de la protection sociale, les autorités devront faire plus encore: aider au relèvement du taux d'emploi, à l'augmentation de la productivité et à l'établissement d'un modèle de développement durable, notamment par une gestion judicieuse des recettes et des dépenses.
35. Du côté des recettes, les charges fiscales et parafiscales qui pèsent sur le travail ont été ramenées de plus de 44 p.c. de la masse salariale en 1998 à moins de 42 p.c. en 2006, mais elles restent parmi les plus élevées d'Europe. De nouvelles réductions de ces charges, le cas échéant, devraient être ciblées et leur effet sur les budgets publics devrait être compensé. Il est possible d'accroître d'autres prélèvements, par exemple les impôts qui frappent la consommation de produits nocifs pour la santé ou l'environnement, ou de lever certaines exemptions fiscales, mais en tenant compte du degré d'ouverture de l'économie belge. Il faut aussi poursuivre les efforts déployés en vue d'une perception correcte de l'impôt.
36. Les possibilités de nouvelles recettes étant cependant limitées, c'est surtout dans le domaine des dépenses qu'il s'agit d'être sélectif. Dans l'hypothèse où les recettes futures ne sont affectées que par les mesures déjà prises, le respect des objectifs budgétaires requiert que la croissance des dépenses primaires soit inférieure de plus d'un demi-point de pourcentage à celle du PIB au cours de la période 2007-2010, alors qu'elle lui a été supérieure pendant la décennie écoulée. Le contrôle des dépenses publiques doit être strict et chacune d'entre elles doit être évaluée au regard des objectifs poursuivis et de son effet sur la croissance économique à moyen et long termes. Ainsi, il doit être possible d'augmenter l'efficacité des ressources consacrées à la santé et à l'enseignement et surtout celle des administrations publiques, où l'emploi a sensiblement progressé au cours de la décennie écoulée. Les dépenses dont l'effet redistributif n'est pas conforme aux intentions doivent être repensées, et il faut privilégier les mesures qui incitent à une plus grande participation au marché du travail, ainsi que les investissements, en capital physique et humain, susceptibles d'améliorer la productivité de l'économie et de promouvoir un développement durable.
37. Tous les niveaux de pouvoir partagent la responsabilité du maintien de finances publiques saines. Comme l'a souligné le récent rapport du FMI sur la Belgique, quel que soit le degré de décentralisation du système fédéral belge, il a besoin d'une responsabilisation renforcée de ses composantes et d'une meilleure coordination. Il faut en particulier éviter qu'une incohérence entre la répartition des compétences et celle des ressources confronte certains niveaux de pouvoir – selon les dispositions actuelles, l'entité constituée par l'État fédéral et la sécurité sociale – à une pression nettement plus forte que d'autres. Toute redéfinition éventuelle des compétences et/ou des modes de financement devrait tendre à un meilleur équilibre.

Politique de l'emploi : sauvegarder la compétitivité et développer l'offre de travail

38. Face à la mondialisation, aux progrès rapides des techniques et aux perspectives démographiques, il est essentiel à la fois de soutenir la demande de travail, en particulier par une évolution responsable des coûts salariaux, et de développer l'offre, quantitativement et qualitativement, afin de relever le taux d'emploi – qui s'est établi en 2006 à 60,9 p.c. de la population âgée de 15 à 64 ans, soit toujours nettement au-dessous de la moyenne européenne.
39. Chercher à accroître l'offre de travail alors que persiste un chômage important n'est paradoxal qu'en apparence. D'une part, des pénuries apparaissent déjà dans certaines fonctions, en partie seulement comblées par le recours à une main-d'œuvre étrangère, en provenance notamment des nouveaux États membres de l'UE. Le chômage, dont la résorption est bien sûr une priorité, est largement révélateur d'inadéquations diverses entre l'offre et la demande de travail. D'autre part, si la population en âge de travailler s'accroît encore, elle déclinera bientôt, et il faut tenir compte du délai de mise en œuvre des mesures : c'est ainsi que la Belgique bénéficie actuellement de l'allongement de la carrière normale des femmes, décidé il y a plusieurs années. Cette mesure devrait lui permettre d'atteindre l'objectif, fixé à Lisbonne pour l'UE, d'un taux d'emploi féminin de 60 p.c. en 2010, alors que celui d'un taux d'emploi total de 70 p.c. est hors de portée à cet horizon.
40. Le taux d'emploi reste cependant particulièrement bas, et le chômage élevé, pour les femmes, et surtout pour les jeunes, les personnes âgées de 55 à 64 ans, les personnes de faible qualification et les personnes d'origine étrangère. Une attention spéciale doit être portée à la stimulation de la demande de travail adressée à ces groupes, notamment par une lutte contre les discriminations et par des réductions de charges sociales ciblées sur les bas salaires ou sur certaines catégories d'âge. Il y a aussi lieu de développer les incitations à travailler et les aptitudes professionnelles, entre autres en assurant un écart suffisant entre le revenu net du travail et les allocations de chômage, en élevant l'âge effectif de départ du marché du travail – ce qui sera crucial pour la soutenabilité du système public des pensions –, en accompagnant les chômeurs, en prévoyant des structures d'accueil en plus grand nombre, notamment pour les jeunes enfants, en encourageant la mobilité géographique et en organisant des formations appropriées. Une série de progrès ont déjà été accomplis à cet égard, comme les mesures du pacte de solidarité entre les générations, la diminution de la pression fiscale et parafiscale sur les bas revenus et le programme d'activation du comportement de recherche d'emploi. Il faut poursuivre dans cette voie. En particulier, le taux d'emploi des personnes âgées de 55 à 64 ans est passé de 26 p.c. en 2000 à 32 p.c. en 2005 et le pacte de solidarité entre les générations l'augmentera encore, mais l'objectif de 50 p.c. convenu à Lisbonne pour l'UE en 2010 reste lointain.
41. Les disparités de taux d'emploi et de chômage sont aussi géographiques. Il est heureux que les services régionaux de l'emploi intensifient leur collaboration en vue d'une rencontre plus efficace entre l'offre et la demande de travail. En outre, les efforts de formation et de suivi des demandeurs d'emploi doivent être poursuivis et renforcés.
42. La modulation des cotisations sociales mentionnée ci-dessus peut être considérée comme un mécanisme redistributif au bénéfice des groupes plus vulnérables sur le marché du travail. Des réductions de charges sont aussi justifiées dans le cas des professions clés pour le développement de l'économie de la connaissance ; de telles mesures s'appliquent déjà aux traitements des chercheurs, afin d'encourager les activités de R&D. Mais l'essentiel du coût salarial est négocié entre les interlocuteurs sociaux, et il est crucial que son évolution permette la sauvegarde de la position concurrentielle des entreprises belges et les incite à accroître l'emploi. Ainsi, la norme salariale indicative convenue pour les années 2007 et 2008 – une augmentation de 5 p.c. en deux ans, la hausse des coûts étant ramenée à 4,85 p.c. par le biais d'une réduction du précompte professionnel à verser par l'employeur – comprend

une correction partielle pour tenir compte de ce que la croissance des coûts salariaux horaires avait été plus rapide que dans les trois principaux pays voisins depuis 1996, écart que le Conseil central de l'économie avait chiffré à 1,5 p.c. ; en effet, la hausse actuellement prévue dans ces pays pour la période 2007-2008 est de 5,5 p.c. En outre, l'accord interprofessionnel recommande l'adoption, par les négociateurs sectoriels, de mécanismes de correction adaptant les augmentations réelles en fonction de l'écart entre indexations prévues et effectives. Outre la référence à l'indice-santé (qui exclut les prix des carburants, des boissons alcoolisées et du tabac), ce type de convention réduit le risque que l'indexation automatique des salaires, qui caractérise la Belgique, puisse enclencher une dynamique salariale nuisible à la compétitivité et à l'emploi. Il importe aussi que la norme interprofessionnelle permette une différenciation suffisante des évolutions de coûts salariaux par secteur et/ou par entreprise, afin d'assurer un meilleur ajustement entre l'offre et la demande de travail.

43. Indispensable dans une petite économie ouverte comme la Belgique, le maintien de la compétitivité par les coûts salariaux est toutefois une action de type défensif, qui doit être complétée par la recherche de nouveaux produits et de gains de productivité. Dans cette perspective, il est nécessaire d'améliorer de façon continue les qualifications des personnes actives et, plus largement, de toutes celles qui sont en âge de travailler, pour accroître leur efficacité et leurs chances d'être employées, et de développer leur aptitude au changement et leur créativité. C'est pourquoi la formation professionnelle est devenue un enjeu majeur des négociations sociales. Selon les bilans sociaux, les ressources consacrées par les sociétés aux formations formelles sont revenues de 1,4 p.c. de la masse salariale en 2000 à 1 p.c. environ en 2005, alors que l'objectif, repris par le pacte de solidarité entre les générations, était d'atteindre 1,9 p.c. en 2006. Les heures de travail consacrées à ces formations ont aussi régressé. En revanche, la participation des travailleurs à de telles formations a légèrement augmenté dans le même temps, pour atteindre 36 p.c., tout en restant bien en deçà de l'objectif de 50 p.c. fixé pour 2010. Même si ces données sont imparfaites et ne couvrent pas les formations informelles, plus fréquentes dans les petites entreprises, elles témoignent de la nécessité, reconnue par l'accord interprofessionnel, d'intensifier les efforts dans ce domaine.

Politiques structurelles : stimuler l'esprit d'entreprise et l'innovation

44. Sous la pression du progrès technique, de la mondialisation et de la modification des habitudes de consommation liée à une prospérité croissante, la structure productive de l'économie belge, comme celle des autres économies avancées, subit de profondes transformations, dont la plus marquante est une désindustrialisation relative. Qu'on ne s'y trompe pas : loin de disparaître, la production industrielle continue à croître en volume, presque autant que les services. En outre, les produits industriels demeurent décisifs pour les exportations, dont ils représentent les trois quarts, et pour la R&D, qui se concentre à raison de plus de 80 p.c. dans l'industrie. Enfin, l'activité industrielle exerce des effets d'entraînement importants sur le reste de l'économie. Mais les gains de productivité dans l'industrie sont tels que l'emploi y décline tendanciellement, de même que les prix relatifs des produits industriels, de sorte que la part de ce secteur dans la valeur ajoutée et l'emploi est revenue de quelque 30 p.c. en 1970 aux alentours de 15 p.c. aujourd'hui. Au sein même de l'industrie se sont opérés des déplacements, comme une progression de la chimie – en particulier du secteur pharmaceutique – et un déclin relatif de la métallurgie et du textile.
45. Face à la pression concurrentielle croissante exercée par la mondialisation, revers de sa contribution au bien-être dans les pays qui, comme la Belgique, profitent d'importations à faibles coûts, il serait illusoire de vouloir freiner ces changements. Il est beaucoup plus bénéfique de les anticiper, de développer des produits nouveaux pour lesquels la demande progresse et la concurrence par les prix est moins intense, d'accroître l'efficacité des processus de production et de tirer parti de l'ouverture de nouveaux marchés. Alors que la croissance a largement résulté

dans le passé de l'accumulation de capital et du recours à des technologies bien établies, elle doit désormais, dans les pays avancés, reposer plus que jamais sur l'innovation. Celle-ci ne se limitera d'ailleurs pas à la sphère industrielle mais provoquera également des changements d'organisation dans les entreprises de services et les administrations. Les atouts de la Belgique doivent en outre être mis à profit pour attirer des activités de services exportables, par exemple dans les domaines financier, logistique et médical. Les succès observés dans des cas spécifiques, comme certaines productions pharmaceutiques, aéronautiques et électroniques, et plus généralement la progression continue du niveau de vie moyen, montrent que la Belgique a la capacité de s'adapter à un environnement en transformation rapide. Il faut cependant encore renforcer le développement d'activités nouvelles et les gains de productivité.

46. Le bon fonctionnement de marchés concurrentiels est une condition primordiale de tels progrès. En effet, l'aiguillon de la concurrence et, plus particulièrement, l'entrée sur le marché de nouvelles firmes innovantes sont essentiels pour augmenter la productivité globale. Ainsi, l'intensification de la concurrence, entre autres par le renforcement du Conseil de la concurrence, et la réduction des charges administratives imposées aux entreprises, en particulier lors de leur création, contribueront non seulement à réduire les rentes de monopole, mais également à accroître l'efficacité dynamique de l'économie. Il reste aussi à assouplir diverses réglementations qui freinent encore l'éclosion de nouvelles entreprises ou l'extension de certaines activités, en particulier dans le secteur des services.
47. Les autorités ont en outre un rôle plus actif à jouer dans le développement de l'innovation. Elles disposent en effet de nombreux moyens de stimuler les progrès vers une économie de la connaissance: enseignement et formation continue, investissements en R&D, cadre fiscal de l'innovation, organisation de partenariats et de pôles technologiques, politique en matière de propriété intellectuelle et de normalisation, usage des techniques nouvelles par les administrations, etc. Il est important d'utiliser efficacement tous ces leviers et de rendre plus étroite la collaboration entre pouvoirs publics, institutions d'enseignement et de recherche et partenaires sociaux en vue de promouvoir l'innovation à tous les niveaux.
48. Les activités de R&D sont évidemment essentielles et il faut augmenter les ressources publiques et privées qui leur sont consacrées, en particulier dans les branches où elles sont trop peu présentes, et améliorer l'attrait des carrières de recherche. Ces activités ne constituent cependant qu'une partie du processus d'innovation. Leurs retombées doivent être maximisées par l'organisation d'interactions entre centres de recherche et entreprises, par une meilleure diffusion des connaissances, par l'encouragement de l'esprit d'entreprise et du goût du risque, de sorte que se développent des applications concrètes, susceptibles de répondre également à des besoins sociaux et environnementaux.
49. C'est dans toutes les branches, même traditionnelles, qu'un esprit d'innovation doit souffler. L'environnement lui sera d'autant plus favorable que les politiques d'enseignement, de formation continue et de mobilité professionnelle auront préparé tous les acteurs de la vie économique. Dans ce contexte, les partenaires sociaux se sont récemment engagés à développer une culture d'innovation dans les entreprises.

Conclusion

50. Cinquante ans après la signature du traité de Rome et cinq ans après l'introduction des billets et des pièces en euro, on ne saurait trop souligner tout ce que l'intégration européenne a apporté à la population de l'ensemble des pays participants. Ainsi, la création d'un vaste espace monétaire de stabilité a contribué à la croissance et à l'emploi en réduisant les coûts de transaction, l'incertitude et les taux d'intérêt, en améliorant l'allocation des ressources et en stimulant la concurrence, même si ces bénéfices ont été partiellement masqués par la concomitance de chocs pétroliers et par des rigidités structurelles. Le projet d'intégration européenne mérite aujourd'hui un nouvel élan.

51. En Belgique, en particulier, pour assurer une prospérité croissante et une protection sociale durable face à la mondialisation et au vieillissement de la population, l'économie a besoin de réformes et de politiques axées sur une vision de long terme, dont les grands traits font heureusement l'objet d'un large consensus: stimuler l'innovation, veiller à la compétitivité par les coûts, relever le taux d'emploi, accélérer la réduction de la dette publique. Il s'agit de concrétiser ces bonnes intentions de manière résolue. L'embellie conjoncturelle ne peut conduire les responsables à différer la mise en œuvre d'un tel programme; elle fournit, au contraire, l'occasion de l'activer.

Bruxelles, le 31 janvier 2007

1.

1.1 Vue d'ensemble

L'économie mondiale a poursuivi sa vive expansion en 2006, dans un contexte de forte progression du commerce international. En dépit d'un nouvel accroissement des cours des matières premières, son rythme de croissance s'est accéléré pour atteindre 5,1 p.c., se rapprochant ainsi du niveau exceptionnel qui avait été enregistré en 2004. La croissance mondiale a continué à être largement portée par les économies émergentes, spécialement celles d'Asie. Si la Chine, où les investissements et les exportations ont à nouveau progressé à vive allure, a encore

renforcé son rôle de moteur de l'activité économique dans le monde, on a assisté à un rééquilibrage de la croissance entre les pays avancés, avec un certain essoufflement dans le courant de l'année aux États-Unis et une embellie en Europe, en particulier dans la zone euro. L'inflexion outre-Atlantique a été provoquée, pour l'essentiel, par un effritement du marché du logement. Dans la zone euro, après une série de redémarrages avortés, la reprise s'est enfin matérialisée, en grande partie grâce au regain de vigueur de la demande intérieure, en particulier des investissements. Le redressement de l'économie japonaise s'est quant à lui confirmé, même si, de manière épisodique,

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

	2004	2005	2006	<i>p.m.</i> <i>Part</i> <i>dans l'économie</i> <i>mondiale⁽¹⁾</i>
États-Unis	3,9	3,2	3,3	20,6
Japon	2,3	2,7	2,8	6,5
Zone euro	1,7	1,5	2,6	15,1
Autres pays de l'UE15	3,2	2,1	2,9	4,4
Nouveaux pays membres de l'UE25 ⁽²⁾	5,1	4,7	5,6	1,1
Chine	10,1	10,2	10,6	16,1
Inde	8,5	8,5	8,0	6,1
Autres pays émergents d'Asie ⁽³⁾	6,1	4,7	4,9	5,4
Amérique latine ⁽⁴⁾	5,0	4,1	4,7	7,2
OPEP	6,2	6,2	5,5	4,5
Autres pays de l'OCDE ⁽⁵⁾	4,5	3,8	3,4	4,9
Reste du monde	6,9	6,5	5,5	8,1
Monde	5,3	4,9	5,1	100,0
<i>p.m. Commerce mondial⁽⁶⁾</i>	10,8	7,7	9,6	

Sources : CE, FMI, OCDE.

(1) Pourcentages du PIB mondial de 2005, sur la base des parités de pouvoir d'achat, c'est-à-dire compte tenu de la différence de niveau absolu des prix entre les pays.

(2) Chypre, Estonie, Hongrie, Lettonie, Lituanie, Malte, Pologne, Slovaquie, Slovénie et République tchèque.

(3) Corée du Sud, Hong Kong, Malaisie, Philippines, Singapour, Taiwan et Thaïlande.

(4) À l'exclusion du Venezuela.

(5) Australie, Canada, Islande, Norvège, Nouvelle-Zélande, Suisse et Turquie.

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

la consommation des ménages a encore donné quelques signes de fragilité. Enfin, dans les pays exportateurs de pétrole, notamment la Russie, l'activité a de nouveau été soutenue.

En moyenne annuelle, les prix des matières premières énergétiques exprimés en dollar des États-Unis ont progressé de 19,1 p.c., essentiellement sous l'influence de l'évolution des cours du pétrole, et ceux des matières premières industrielles, tirés par le renchérissement des métaux, principalement l'aluminium et le cuivre, ont augmenté de 32,6 p.c. Ces hausses ont été principalement la conséquence de la vigueur de la demande des pays émergents, surtout de la Chine. Les prix des matières premières alimentaires ont, quant à eux, crû de 10,9 p.c., en réaction notamment à des baisses de la production. En tout, l'indice global des prix des produits de base a progressé de 21,1 p.c. en 2006.

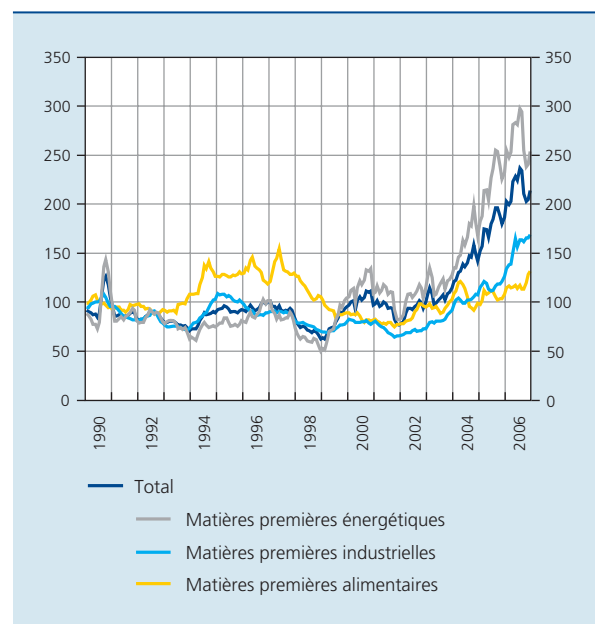
Les cours du pétrole brut ont encore affiché une forte volatilité au cours de l'année sous revue. Après avoir atteint un pic historique de plus de 78 dollars au début du mois d'août, le cours du Brent a fortement baissé dans les mois qui ont suivi et est brièvement repassé sous la barre des 60 dollars au mois de novembre, pour rebondir à 63 dollars en moyenne en décembre. En moyenne annuelle, le cours du Brent, libellé en dollar des États-Unis, a augmenté de 20,3 p.c. par rapport à 2005. À la différence de la hausse des cours du pétrole observée en 2004, suscitée principalement par une demande de pétrole plus forte qu'escompté et par l'érosion consécutive des capacités inutilisées tout au long de la chaîne d'approvisionnement, l'envolée des cours en 2005 et pendant les huit premiers mois de 2006 a été de plus en plus influencée par des inquiétudes relatives à l'offre, à un moment où le marché du pétrole était déjà tendu. La production de pétrole a, en effet, été perturbée dans plusieurs régions, notamment au Nigéria, en Iraq et en Alaska, avec la fermeture d'un champ pétrolier. L'environnement géopolitique et les inquiétudes qu'il a suscitées en ce qui concerne la sécurité des approvisionnements a constitué un facteur supplémentaire d'aggravation des tensions sur les prix. La baisse des prix du pétrole, à partir du mois de septembre, a été influencée principalement par la relative accalmie des tensions au Moyen-Orient, l'activité cyclonique assez faible dans le Golfe du Mexique, l'absence de retombées sur la production de l'Iran à la suite de l'impasse des négociations sur le contentieux nucléaire de ce pays, des stocks plus amples que prévu dans les économies avancées, ainsi que des révisions régulières à la baisse des prévisions de l'AIE relatives à la demande de pétrole.

La progression des prix des matières premières industrielles a contribué dans une plus large mesure qu'en 2005 à l'accroissement de l'indice des prix des produits de base. Elle a, en effet, dépassé celle des prix de l'énergie, une situation plutôt exceptionnelle sur ces dix dernières années. En particulier, les prix des métaux ont augmenté de 60 p.c., soit trois fois plus vite que ceux du pétrole. Cependant, le poids des matières premières industrielles dans les importations – en valeur – des pays avancés demeure largement inférieur à celui des matières premières énergétiques, à environ 5 p.c. contre 14 p.c. Les épisodes de forte montée des prix des matières premières industrielles sont généralement associés à une croissance globale vigoureuse. Dans le cas des métaux, d'autres facteurs se sont ajoutés pour expliquer leur renchérissement en 2006. Une part substantielle peut en être attribuée à la faiblesse de l'investissement dans la filière métallurgique à la fin des années 1990 et au début des années 2000, à la suite d'une période de déclin des prix. En outre, le poids croissant de la Chine dans l'économie mondiale et, en particulier, la croissance rapide de sa production industrielle ont constitué un facteur majeur de soutien des prix des métaux.

En dépit de la vigueur de la croissance mondiale et de la nouvelle hausse des prix des matières premières en moyenne sur l'année, l'inflation est généralement restée modérée dans la plupart des grandes économies avancées. Ainsi, aux États-Unis et dans la zone euro,

GRAPHIQUE 1 PRIX DES PRODUITS DE BASE

(données mensuelles, dollar des États-Unis, indices 1990 = 100)



Source : HWWA.

elle s'est globalement maintenue au même niveau environ que l'année précédente. Les pressions inflationnistes ont néanmoins été plus aiguës outre-Atlantique, où la tendance sous-jacente de l'inflation s'est sensiblement accélérée jusqu'en septembre, notamment en raison des effets de contagion de l'accroissement des cours pétroliers et de l'accélération de la hausse des loyers. Au Japon, l'augmentation des prix à la consommation est demeurée insignifiante et a été essentiellement causée par un facteur d'origine extérieure, le renchérissement du pétrole.

Les conditions sur le marché du travail se sont généralement à nouveau améliorées dans les pays avancés. Le chômage a dans l'ensemble encore régressé. L'emploi a continué de croître à un rythme soutenu aux États-Unis, tandis que son redressement a persisté au Japon et, surtout, que sa progression s'est vivement accélérée dans la zone euro, y contribuant ainsi au regain de vitalité des dépenses des ménages.

D'une manière générale, les autorités des principales économies ont donné une orientation plus restrictive à leurs politiques macroéconomiques. Le resserrement de la politique monétaire s'est poursuivi et s'est étendu dans les principaux pays avancés, où il s'est opéré à un rythme variable en fonction des positions relatives des économies dans le cycle conjoncturel. Ainsi, aux États-Unis, le taux cible des fonds fédéraux a de nouveau été relevé au premier semestre de 2006, de 4,25 à 5,25 p.c., mais il n'a plus été modifié par la suite, vu le ralentissement de la croissance économique et la détente attendue des pressions inflationnistes. Compte tenu de l'observation de chiffres positifs pour l'inflation et du risque jugé faible d'un retour à une situation déflationniste, la Banque du Japon a officiellement mis un terme en mars à sa politique d'octroi de liquidités abondantes à taux zéro et a relevé son taux d'intérêt directeur à 0,25 p.c. en juillet. Dans la zone euro, les risques décelés pour la stabilité des prix à moyen terme ont conduit la BCE à remonter graduellement son taux directeur principal de 1,25 point de pourcentage sur l'ensemble de 2006, pour le fixer à 3,50 p.c. en décembre. Quant à la *Bank of England*, face au constat que l'inflation risquait de se maintenir plus longtemps au-dessus de l'objectif, elle a porté son taux directeur à 5 p.c., son niveau le plus élevé depuis septembre 2001. En Chine, aussi, les craintes de surchauffe ont conduit la banque centrale à resserrer les conditions monétaires.

Même si les taux d'intérêt à court terme se sont inscrits en hausse en 2006 dans l'ensemble des principaux pays avancés, les conditions financières sont demeurées globalement favorables. Pendant la première moitié de l'année sous revue, les taux d'intérêt à long terme ont continué le

mouvement à la hausse qu'ils avaient entamé à la fin de 2005. Mais ce mouvement s'est ensuite inversé, de telle sorte que les taux d'intérêt à long terme se sont, dans l'ensemble, maintenus à un faible niveau. Après avoir progressé de manière quasiment ininterrompue depuis le début de 2003, les cours boursiers ont nettement reculé en mai et juin 2006, mais leur tendance à la hausse a repris pendant les mois d'été, pour se poursuivre ensuite.

En 2006, une amélioration des finances publiques a été enregistrée dans les principales économies. Si, pour partie, elle est le reflet du jeu des stabilisateurs automatiques, elle a revêtu plus largement un caractère structurel. Dans de nombreuses économies toutefois, en particulier les États-Unis et la zone euro, la réduction du déficit structurel a bénéficié d'effets de composition favorables dans l'évolution des bases taxables, dont il n'est pas assuré qu'ils soient durables. Le déficit public américain, corrigé de l'influence du cycle économique, est revenu de 3,6 à 2,4 p.c. du PIB. L'impasse budgétaire japonaise a elle aussi reculé structurellement, de quelque 1,5 point de pourcentage du PIB, même si elle est restée élevée par rapport aux normes internationales, s'établissant, correction faite de l'influence du cycle économique, à 4,6 p.c. Dans la zone euro, presque tous les États membres ont enregistré un redressement de leurs finances publiques et le nombre de pays présentant un déficit public excessif a pu être sensiblement réduit. Le besoin structurel de financement des administrations publiques est ainsi revenu dans l'ensemble de la zone de 2 à 1,7 p.c. du PIB.

Le déficit de la balance courante des États-Unis s'est encore fortement détérioré en 2006, en s'élevant à quelque 878 milliards de dollars, soit 6,6 p.c. du PIB. Le renchérissement de la facture pétrolière, conjugué à l'évolution défavorable de la rubrique des revenus, a contribué à cette aggravation. À ce déficit s'opposent d'importants surplus dans d'autres régions du monde, en particulier en Asie et dans les pays exportateurs de pétrole. L'excédent courant des principaux pays exportateurs de pétrole, alimenté par la hausse rapide des prix du pétrole depuis 2003, a rattrapé celui de l'Asie en 2006, en s'établissant à environ 540 milliards de dollars. Ainsi qu'on le montre dans l'encadré 1, cette évolution traduit également une propension plus lente que par le passé de ces pays à recycler leurs recettes pétrolières plus importantes en accroissant leurs importations de biens et services. Quant au boni courant de la Chine, toujours soutenu par le dynamisme de ses exportations dans le contexte d'une politique de change quasiment inchangée, il s'est encore accru et a excédé 200 milliards de dollars. En revanche, celui du Japon n'a guère varié, tandis que la zone euro enregistrait un léger déficit, après avoir affiché un compte courant proche de l'équilibre en 2005.

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

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

	2004	2005	2006	<i>p.m. 2006, pourcentages du PIB</i>
États-Unis	-665,3	-791,5	-877,6	-6,6
Japon	171,6	168,3	164,9	3,8
Zone euro	80,7	2,0	-31,3	-0,3
Chine	68,7	160,8	211,3	8,3
Autres pays émergents d'Asie ⁽²⁾	108,2	95,1	87,7	2,7
Pays exportateurs de pétrole ⁽³⁾	217,6	371,5	540,5	20,1
Autres pays	-55,6	-69,4	-131,3	<i>n.</i>

Sources: FMI, OCDE.

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

(2) Corée du Sud, Hong Kong, Inde, Indonésie, Malaisie, Philippines, Singapour, Taiwan et Thaïlande.

(3) Il s'agit des principaux pays exportateurs de pétrole, à savoir ceux qui ont affiché un surplus de la balance courante supérieur à dix milliards de dollars des États-Unis en moyenne sur la période 2004-2006. Ces pays sont les suivants: Algérie, Arabie saoudite, Émirats arabes unis, République islamique d'Iran, Koweït, Libye, Nigéria, Norvège, Qatar, Russie et Venezuela.

Encadré 1 – Le rôle des pays exportateurs de pétrole dans les déséquilibres des comptes courants des balances de paiements

La hausse des cours du pétrole, depuis 2002, a représenté un transfert massif de revenus des pays importateurs vers les principaux pays exportateurs de pétrole⁽¹⁾. Ainsi, les recettes pétrolières ont plus que doublé en trois ans et ont atteint 625 milliards de dollars en 2005. Le renchérissement de la facture pétrolière a, de la sorte, exacerbé certains déséquilibres existants, notamment le déficit de la balance courante des paiements des États-Unis qui s'est en conséquence accru de plus de 1 p.c. du PIB. Une telle évolution pose inévitablement la question de l'utilisation des revenus du pétrole dans un contexte où la communauté internationale appelle les régions en surplus à contribuer à l'ajustement des déséquilibres mondiaux.

La rente pétrolière peut être recyclée dans l'économie mondiale à travers des investissements à l'étranger (le canal du marché des capitaux) ou des importations (le canal des échanges commerciaux). L'accroissement substantiel du surplus du compte courant des pays exportateurs de pétrole indique que leurs importations ont augmenté à un rythme inférieur à celui de leurs exportations. Les décisions afférentes à l'utilisation des revenus du pétrole reviennent souvent aux pouvoirs publics eu égard à leur poids élevé au sein du secteur pétrolier dans la plupart des pays producteurs de pétrole. Ainsi, le fort accroissement de l'excédent budgétaire dans ces pays indique que ceux-ci ont adopté un comportement plus prudent que lors des chocs pétroliers précédents. Cette tendance s'est aussi reflétée dans la mise en place par plusieurs pays de fonds de stabilisation des recettes pétrolières ou dans l'utilisation des revenus du pétrole pour rembourser la dette extérieure, comme l'a fait la Russie. Les autorités des pays exportateurs de pétrole semblent avoir tiré les leçons du passé, une attitude déterminée par les incertitudes relatives à la durée de la hausse des cours du pétrole et par la capacité d'absorption de chaque pays. Il est possible que les pays dont la capacité d'absorption est faible, de par les caractéristiques structurelles et institutionnelles de leur économie, aient dans un premier temps trouvé plus opportun de placer leurs « pétrodollars » sous la forme d'actifs financiers à l'étranger.

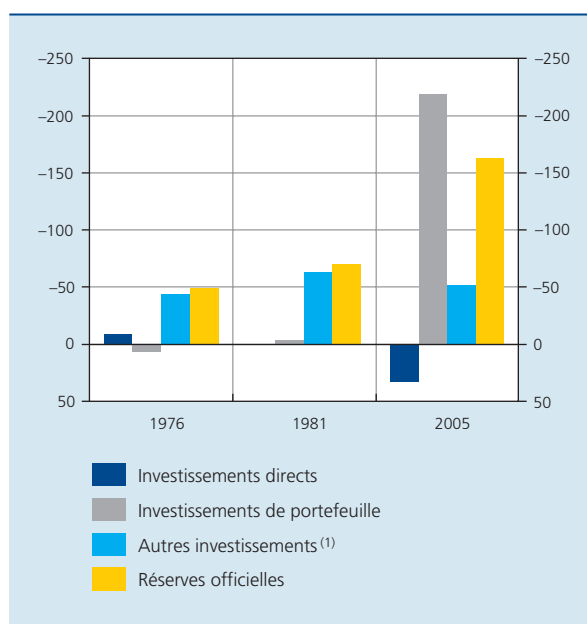
(1) Algérie, Arabie saoudite, Émirats arabes unis, République islamique d'Iran, Koweït, Libye, Nigéria, Norvège, Qatar, Russie et Venezuela.



Les caractéristiques du recyclage des recettes pétrolières sur les marchés financiers ont changé par rapport aux années 1970 et au début des années 1980. À l'époque, la majeure partie du surcroît d'épargne des pays exportateurs de pétrole était allouée aux réserves officielles et à des dépôts bancaires internationaux. Ceux-ci ont fait place ces dernières années à des investissements de portefeuille et l'accumulation récente de réserves a été largement le fait de la Russie. En raison de limitations dans les données disponibles et de la complexité des transactions financières internationales, il n'est pas possible d'identifier clairement la destination et la nature des investissements de portefeuille effectués. Il est toutefois probable que ces derniers aient été surtout d'origine publique et que les titres américains en aient représenté une partie importante, étant donné que plusieurs pays exportateurs de pétrole ont rattaché leur cours de change au dollar des États-Unis et que les prix du pétrole sont libellés dans cette devise. D'autre part, les pays pétroliers sont susceptibles d'avoir diversifié davantage qu'auparavant leurs investissements, géographiquement et entre les catégories d'actifs. Ainsi, les marchés d'actions et d'obligations régionaux, par exemple au Moyen-Orient, pourraient avoir représenté un débouché plus important pour les revenus du pétrole. En dépit de cette diversification accrue, l'augmentation du volume des placements des producteurs de pétrole peut avoir soutenu le dollar et joué un rôle dans la faiblesse du niveau des taux d'intérêt à long terme américains. Une autre différence majeure avec les chocs pétroliers précédents, en particulier avec le premier, est que les pays exportateurs de pétrole ont bénéficié d'entrées nettes d'investissements directs étrangers en 2005. Les destinataires les plus importants en ont été la Russie, les Émirats arabes unis, l'Arabie saoudite et le Nigéria.

SORTIES NETTES DE CAPITAUX DES PAYS EXPORTATEURS DE PÉTROLE

(milliards de dollars des États-Unis de 2005)



Source : FMI.

(1) Y compris les dépôts bancaires.

Les importations de marchandises des principaux pays exportateurs de pétrole se sont fortement accrues ces dernières années, doublant en valeur de 2002 à 2005. La zone euro est un partenaire commercial majeur de ce groupe de pays et sa part dans leurs importations est demeurée relativement stable depuis 1995, aux alentours

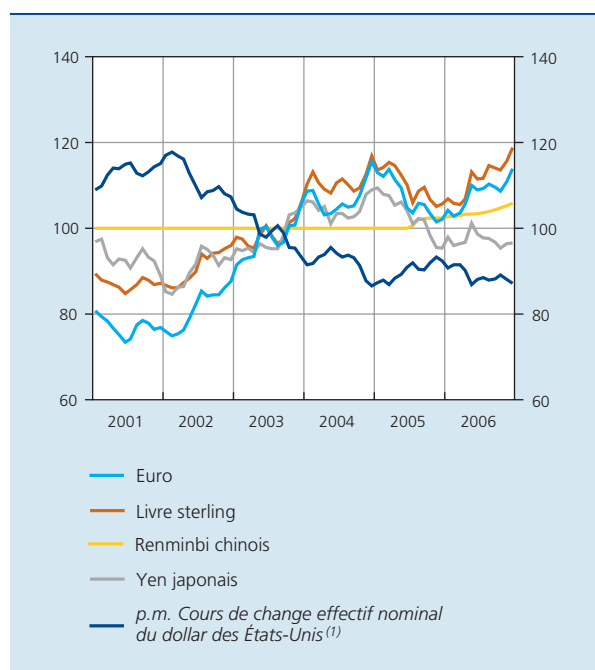
de 30 p.c. La proportion des importations en provenance du Japon et des États-Unis est beaucoup plus faible et équivalait à, respectivement, 5 et 9 p.c. en 2005. Dans le cas du Japon, cette part n'a guère varié en dix ans, tandis qu'elle a chuté de quelque 3 points de pourcentage pour les États-Unis. Ce sont les importations en provenance de Chine qui ont le plus augmenté ces dernières années, avec une croissance annuelle moyenne de 47 p.c. en valeur sur la période 2003-2005. Ainsi, la part de la Chine dans les importations des pays pétroliers a triplé de 1995 à 2005, pour s'élever à plus de 7 p.c. Bien que les pays exportateurs de pétrole dépensent plus prudemment leurs gains additionnels, il ressort d'études menées par la CE que le recyclage de la rente pétrolière par le canal des importations est devenu plus avantageux pour la zone euro que lors des années 1970. Ainsi, pour chaque dollar de revenu additionnel des exportations reçu de cette zone, les exportateurs de pétrole ont dépensé en moyenne 74 cents en importations de marchandises en provenance de celle-ci de 2000 à 2005, par rapport à 59 cents sur la période 1973-1981. Pour les États-Unis, par contre, l'effet direct sur le déficit courant d'un accroissement des dépenses des pays pétroliers semble avoir été assez limité, reflétant une relative inadéquation de l'offre de produits exportables par rapport à la demande en provenance de ces pays, comme d'ailleurs par rapport à celle émanant des autres régions.

L'attention que les marchés financiers ont de nouveau portée au déficit persistant et élevé du compte courant des États-Unis et les risques qui en découlent pour le cours du dollar ont été un important facteur sous-jacent à

l'affaiblissement de cette devise jusqu'en mai de l'année sous revue. Dans un contexte de turbulences temporaires sur les marchés financiers, le dollar a enregistré une baisse généralisée et prononcée en avril et en mai. L'euro a, pour sa part, été soutenu par de meilleures perspectives de croissance pour la zone euro. De juin à octobre, le dollar est resté plus ou moins stable par rapport à celui-ci, en dépit de la diminution du différentiel d'intérêt entre les États-Unis et la zone euro, mais avec l'anticipation d'une incidence positive sur l'économie américaine de la baisse des cours pétroliers. Le cours de change de la livre sterling vis-à-vis du dollar a été soutenu au second semestre par l'amélioration des perspectives économiques au Royaume-Uni. Malgré le resserrement de la politique monétaire opérée par la Banque du Japon, le yen s'est affaibli de manière assez prononcée par rapport au dollar de juin à octobre, ce qui peut être relié aux incertitudes qui se sont fait jour quant à la réalité du processus de sortie de la déflation et à l'anticipation corrélative d'un relèvement plus lent que prévu des taux au Japon. En novembre et décembre, le dollar s'est cependant à nouveau affaibli vis-à-vis des autres monnaies, en raison des signes de ralentissement notés aux États-Unis et de la préoccupation des marchés concernant le poids important du dollar dans les réserves de change de quelques pays et les signes dans certains d'entre eux d'une volonté de plus grande diversification de ces avoirs officiels en devises. La baisse du différentiel d'intérêt négatif vis-à-vis des États-Unis et la confirmation de la robustesse de la croissance dans la zone euro ont aussi contribué au renforcement du cours de l'euro.

GRAPHIQUE 2 COURS DE CHANGE BILATÉRAL DES PRINCIPALES MONNAIES VIS-À-VIS DU DOLLAR DES ÉTATS-UNIS

(moyennes mensuelles, indices janvier 1999 = 100)



Sources : BRI, BCE.

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

Dans la mesure où le dollar avait été caractérisé en 2005 par une évolution opposée – un mouvement d'appréciation durant la plus grande partie de l'année –, il n'a en fait guère varié en moyenne en 2006 par rapport à l'année précédente, son cours moyen pondéré ne se dépréciant au total que de 1,2 p.c. De même, l'euro est resté pratiquement stable en moyenne vis-à-vis du dollar, son appréciation se limitant globalement à 0,9 p.c. Le yen s'est, en revanche, déprécié par rapport au dollar de 5,5 p.c. en moyenne. Depuis la réforme du régime de change chinois annoncée en juillet 2005 et la réévaluation concomitante mais modeste du renminbi vis-à-vis du dollar, l'appréciation de la devise chinoise est restée limitée en raison du maintien de marges de fluctuation assez strictes. Ainsi, le renminbi n'a gagné que 2,8 p.c. en moyenne vis-à-vis du dollar pendant l'année sous revue.

1.2 États-Unis

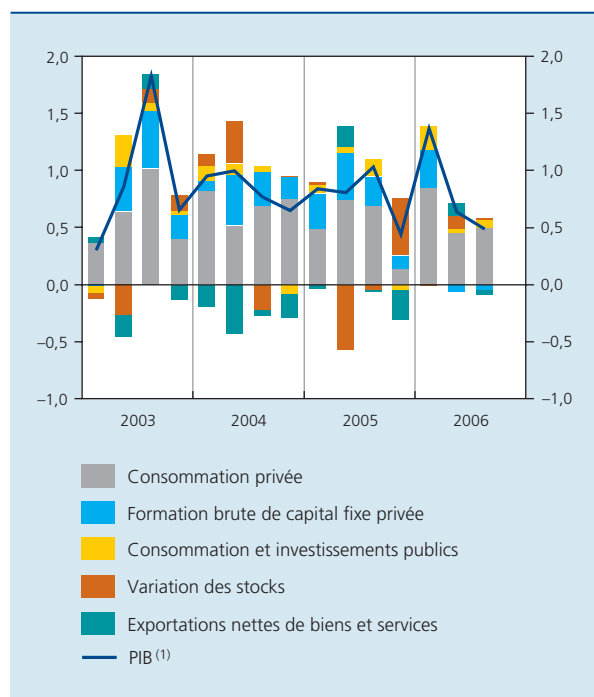
L'économie américaine a affiché une croissance moyenne de 3,3 p.c. en 2006. La poursuite de l'expansion vigoureuse des années précédentes a conduit le PIB à dépasser

quelque peu son niveau potentiel pour la première fois depuis 2001, à raison de 0,4 p.c. selon l'OCDE. Presque toutes les composantes intérieures de la demande ont soutenu l'expansion de l'activité économique en 2006, à l'exception des investissements résidentiels. Ces derniers, qui avaient encore fortement progressé en 2004 et 2005, se sont tassés et ont contribué de la sorte à freiner la croissance du PIB à concurrence de 0,7 point de pourcentage. L'inflation a affiché une légère baisse, tout en demeurant relativement élevée en raison principalement des prix pétroliers et des loyers. Le marché du travail a conservé sa dynamique et la marge pour mobiliser la main-d'œuvre inutilisée a continué à se rétrécir.

La performance de croissance relativement élevée pour l'ensemble de 2006 masque toutefois un ralentissement sensible en cours d'année. D'abord, si le PIB a encore nettement augmenté au premier trimestre, de 1,4 p.c. par rapport au trimestre précédent, cela s'est expliqué pour partie par les conditions météorologiques très clémentes du début de l'année et par les dépenses publiques liées à la reconstruction qui a suivi la désastreuse saison des ouragans à la fin de 2005. Dès le deuxième trimestre, la croissance économique a affiché une baisse marquée, en raison notamment du renchérissement persistant de l'énergie et de l'augmentation des taux d'intérêt: sa progression n'a plus été que de 0,6 p.c. en moyenne aux deuxième et troisième trimestres. C'est alors que l'activité dans la construction résidentielle a enregistré un recul particulièrement sévère.

GRAPHIQUE 3 PROFIL CONJONCTUREL DU PIB ET DES PRINCIPALES CATÉGORIES DE DÉPENSES AUX ÉTATS-UNIS

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



Source : BEA.

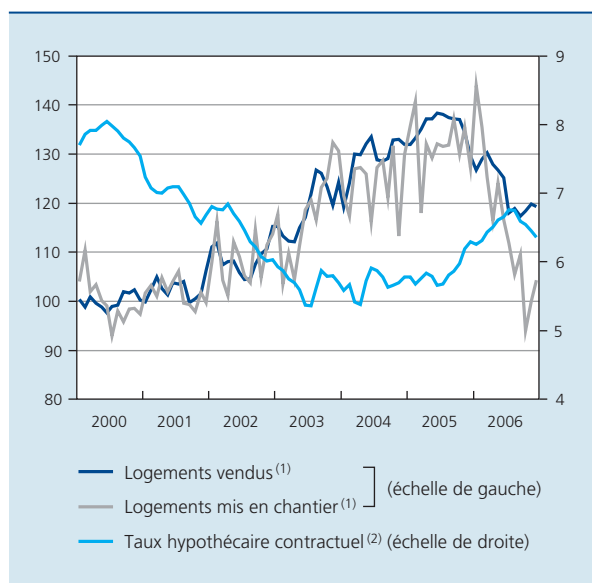
(1) Pourcentages de variation par rapport au trimestre précédent.

Les dépenses des ménages américains ont été moins dynamiques que les années précédentes, mais elles sont demeurées globalement le principal moteur de la croissance économique. Leurs investissements en logements se sont effrités après une longue et exceptionnelle période d'expansion, en raison principalement de la nette remontée des taux d'intérêt hypothécaires à partir de la mi-2005, de la forte hausse des coûts de construction et de l'amélioration des conditions d'acquisition d'appartements ou de maisons sur le marché secondaire. Au mois de décembre, le nombre de logements vendus et celui de ceux mis en chantier étaient inférieurs de respectivement 13,7 et 27,5 p.c. par rapport à leur niveau le plus élevé pendant le dernier cycle de hausse sur le marché résidentiel. En même temps, la progression des prix des logements sur le marché secondaire s'est ralentie, revenant d'environ 14 p.c. sur une base annuelle au deuxième trimestre de 2005 à 7,7 p.c. au troisième trimestre de 2006. Dans certaines régions, des baisses de prix ont même été enregistrées.

Les évolutions du marché immobilier ont eu aussi une incidence sur la croissance de l'autre composante des dépenses des ménages, à savoir la consommation privée,

GRAPHIQUE 4 SECTEUR DE LA CONSTRUCTION RÉSIDEN-
TIELLE AUX ÉTATS-UNIS

(données mensuelles)



Source : Thomson Financial Datastream.

(1) Indices 2000 = 100.

(2) Moyenne de taux d'intérêt fixes et variables.

qui est revenue de 3,5 à 3,2 p.c. En effet, l'augmentation sensible des prix des logements avait constitué, ces dernières années, un facteur de soutien important pour la consommation des ménages, par le biais de l'effet dit de richesse, notamment via l'utilisation de « l'extraction hypothécaire », c'est-à-dire la possibilité d'obtenir, pour couvrir notamment des achats courants, une majoration d'un crédit hypothécaire en fonction de l'augmentation de valeur du bien immobilier sous-jacent. L'élévation des prix de l'énergie a également pesé sur les dépenses des ménages. Dans le même temps, l'augmentation plus rapide de leur revenu disponible, passant de 1,2 à 3,4 p.c. en termes réels, a soutenu la consommation. Elle a découlé de la hausse plus vigoureuse des revenus du travail, imputable à la forte croissance des salaires ainsi qu'aux développements positifs sur le marché du travail. L'emploi a, en effet, été caractérisé par une croissance proche de son rythme de long terme et le taux de chômage a continué à s'inscrire à la baisse, atteignant 4,6 p.c. de la population active, le niveau le plus bas depuis 2001. En outre, l'accroissement des cours boursiers a également exercé une influence positive sur la consommation.

Le taux d'épargne des ménages est resté négatif comme en 2005, ce qui constitue une situation tout à fait exceptionnelle, même si sa contraction tendancielle s'est interrompue, leur désépargne revenant de 0,4 à 0,2 p.c. du revenu disponible.

Les investissements des entreprises américaines ont été très dynamiques pour la troisième année consécutive et leur rythme d'expansion s'est même renforcé. Ils ont été soutenus par une nouvelle amélioration de la rentabilité des entreprises et par les conditions de financement

TABLEAU 3 ÉVOLUTION ÉCONOMIQUE AUX ÉTATS-UNIS

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

	2004	2005	2006
Dépenses (en volume)⁽¹⁾			
Demande intérieure finale	4,0	3,6	3,0
Dépenses de consommation finale			
Particuliers	3,9	3,5	3,2
Administrations publiques . .	2,1	0,9	1,6
Formation brute de capital fixe			
Logements	9,9	8,6	-4,1
Entreprises	5,9	6,8	7,6
Administrations publiques . .	0,5	1,1	4,5
Variation des stocks ⁽²⁾	0,4	-0,3	0,3
Exportations nettes de biens et services ⁽²⁾	-0,6	-0,2	-0,1
Exportations	9,2	6,8	8,5
Importations	10,8	6,1	6,3
PIB	3,9	3,2	3,3
Marché du travail⁽³⁾			
Emploi	1,1	1,8	1,9
Chômage ⁽⁴⁾	5,5	5,1	4,6
Prix et coûts			
Prix à la consommation (IPC) . . .	2,7	3,4	3,2
Coûts salariaux unitaires	1,7	2,2	4,3
Prix des importations de biens et services	5,0	6,3	4,3
Termes de l'échange	-1,3	-2,5	-0,7
Balance des paiements et solde budgétaire⁽⁵⁾			
Balance des opérations courantes	-5,7	-6,4	-6,6
Solde de financement des administrations publiques . .	-4,6	-3,7	-2,3
<i>p.m. Taux d'épargne des particuliers⁽⁶⁾</i>	<i>2,0</i>	<i>-0,4</i>	<i>-0,2</i>
<i>Taux d'endettement brut des administrations publiques⁽⁵⁾</i>	<i>61,6</i>	<i>61,8</i>	<i>60,9</i>

Sources : OCDE, BLS.

(1) Données corrigées des effets de calendrier.

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

(3) Selon l'enquête auprès des ménages.

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

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

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

favorables. Ce sont surtout les dépenses pour les constructions non résidentielles qui ont nettement progressé. Ce renforcement a été perceptible principalement dans les dépenses liées aux infrastructures minières et de forage et celles relatives à l'immobilier de bureau et aux bâtiments commerciaux. Une partie des moyens de production libérés dans le secteur de la construction résidentielle ont été utilisés à cet effet. En revanche, la croissance des dépenses en équipements et logiciels s'est ralentie au cours de l'année sous revue, après une forte augmentation durant l'année précédente.

Tant la hausse des exportations que celle des importations de biens et services se sont accélérées durant l'année sous revue. Les exportations, en particulier celles de biens d'investissement, se sont accrues sous l'impulsion de la vigueur de la demande mondiale. L'accélération de leur progression a été plus vive que celle des importations, en raison du ralentissement de la croissance de la demande intérieure aux États-Unis par rapport à celle de ses principaux partenaires commerciaux. La contribution des exportations nettes à la croissance économique est toutefois restée négative, eu égard à la différence persistante de niveaux entre exportations et importations: en effet, en 2006, les premières ont été inférieures d'environ un tiers aux secondes.

Au cours de l'année sous revue, les termes de l'échange ont encore subi les conséquences négatives de l'élévation des cours du pétrole et la rubrique des revenus de la balance des paiements est devenue déficitaire, sous l'effet notamment du nouvel accroissement de la dette extérieure des États-Unis, contribuant de la sorte à son tour à alimenter la détérioration de celle-ci par un effet boule de neige. Globalement, le déficit de la balance courante s'est donc de nouveau dégradé, pour atteindre 6,6 p.c. du PIB, contre 6,4 p.c. en 2005.

La hausse de la productivité apparente du travail s'est établie à quelque 2 p.c., comme en 2005. Elle peut être qualifiée de modérée, si elle est comparée aux gains de productivité importants réalisés de 2002 à la mi-2004. Elle n'est toutefois pas anormale et est notamment liée au cycle conjoncturel. Les coûts du travail par personne occupée ont progressé en 2006 à un rythme encore plus rapide que l'année précédente. Tout comme en 2005, leur évolution a été quelque peu biaisée par les augmentations exceptionnelles de revenus que certains travailleurs retiennent de l'exercice d'options sur les titres de leur société. Les coûts salariaux par unité produite ont enregistré par solde une progression supérieure de plus de 2 points de pourcentage à celle de 2005.

L'inflation, mesurée par la variation de l'IPC, a atteint 3,2 p.c. en moyenne, soit environ le même niveau qu'en 2005. Cette stabilisation relative masque néanmoins une légère aggravation des pressions inflationnistes, la tendance sous-jacente de l'inflation étant passée dans l'intervalle de 2,2 à 2,5 p.c., tandis que les composantes les plus volatiles, en particulier les prix énergétiques, dont la progression est revenue de 16,9 à 11,2 p.c., ont vu leur contribution à l'augmentation des prix à la consommation se réduire. L'inflation totale s'est accélérée au cours du premier semestre, passant de 3,4 p.c. en décembre 2005 à 4,3 p.c. au mois de juin; elle s'est ensuite ralentie sous l'influence d'un effet de base à la baisse, conséquence de l'augmentation des prix du pétrole en 2005, et de leur recul après le sommet atteint au début du mois d'août 2006. La tendance sous-jacente de l'inflation a subi également une accélération importante dans le courant de l'année. De 2,1 p.c. durant les trois premiers mois, elle est passée à 2,9 p.c. en septembre, pour revenir ensuite à 2,6 p.c. en décembre. La hausse des loyers s'est accélérée, contribuant de la sorte dans une mesure importante à l'affermissement de la tendance sous-jacente de l'inflation. Elle s'explique principalement par un glissement de la demande de logements, du marché de l'achat vers le marché locatif, en raison du niveau atteint par les prix et de la remontée des taux hypothécaires.

Au premier semestre de l'année sous revue, le taux cible des fonds fédéraux a été augmenté à quatre reprises, chaque fois de 25 points de base, de sorte qu'il est passé de 4,25 à 5,25 p.c. À partir du mois de juillet, ce taux d'intérêt a été maintenu inchangé, du fait du ralentissement de la croissance économique et d'une réduction attendue des pressions inflationnistes, eu égard au recul des prix de l'énergie et à l'effet modérateur des augmentations de taux antérieures sur la demande totale.

Durant le premier semestre, les taux d'intérêt à long terme – à dix ans – ont poursuivi leur mouvement à la hausse entamé à la fin de 2005. Au deuxième semestre, ils se sont inscrits en recul, tout en demeurant au-dessus de leur niveau du début de l'année. Néanmoins, la hausse des taux longs a été moins marquée que celle des taux courts, de sorte que la pente de la courbe des taux est devenue négative. En fin de compte, les taux à long terme n'étaient pas plus élevés à la fin de l'année sous revue qu'en juin 2004, début du dernier cycle de relèvement des taux par la Réserve fédérale. Il s'agit d'une situation plutôt exceptionnelle qui, tout comme l'année précédente, peut s'expliquer par différents facteurs, au nombre desquels l'intérêt persistant des non-résidents asiatiques pour les emprunts publics américains (pour plus de détails, voir l'encadré 5 du Rapport 2005).

Le déficit budgétaire des administrations publiques a décliné pour la troisième année d'affilée, revenant de 3,7 p.c. du PIB en 2005 à 2,3 p.c. Cette amélioration notable est principalement imputable à l'accroissement des recettes fiscales résultant de la bonne orientation conjoncturelle, des gains en capital liés à la bonne tenue des marchés boursiers, ainsi que de l'augmentation de l'élasticité-revenu des recettes fiscales. Cette dernière évolution pourrait notamment être liée à la progression de l'inégalité des revenus.

1.3 Japon

Amorcé à la mi-2002 par une vive expansion des exportations, le redressement économique a une nouvelle fois fait la preuve de sa durabilité en 2006 : la progression du PIB a été de 2,8 p.c. en moyenne et elle s'est appuyée largement, comme en 2005, sur la demande intérieure, en particulier les investissements des entreprises. Un infléchissement de la demande domestique s'est certes fait jour en cours d'année, mais il est attribuable à des facteurs de nature passagère : un ajustement important à la baisse des stocks au deuxième trimestre et une contraction de la consommation privée au troisième trimestre, à la suite d'un été pluvieux. La déflation semble avoir pris fin, mais l'augmentation des prix à la consommation a

encore été relativement négligeable, voire toujours négative selon certains indicateurs.

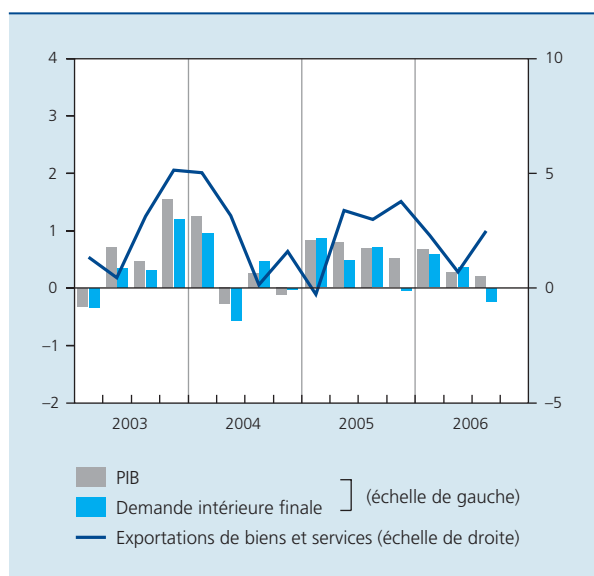
La fermeté des bénéfices, l'élimination des surcapacités de production, l'accroissement progressif de l'octroi de crédits par les banques et la confiance élevée des chefs d'entreprise, qui a atteint en 2006 son niveau le plus haut depuis plus de dix ans, sont autant de facteurs qui ont incité les entreprises à poursuivre résolument l'expansion de leurs investissements. Les administrations publiques ont, par contre, une nouvelle fois réduit leur formation brute de capital fixe, tandis que les ménages n'ont majoré que modestement leurs investissements en logements.

Pour la deuxième année consécutive, le redressement du marché du travail s'est marqué tant pour des postes à temps partiel que pour des emplois à temps plein. Le taux de chômage a dès lors poursuivi son recul, revenant de 4,4 à 4,2 p.c. Si cette évolution, conjuguée à la progression des dividendes associés aux bénéfices élevés des entreprises, a exercé une incidence positive sur le revenu des particuliers, elle a néanmoins été contrecarrée par l'effet du renchérissement des produits pétroliers, leur revenu disponible réel ne croissant au total que de 1,3 p.c., contre 2,1 p.c. en 2005. L'évolution du pouvoir d'achat des ménages est restée un maillon faible, dans la mesure où les augmentations salariales ont été inférieures aux gains de productivité réalisés dans un contexte de maîtrise permanente des coûts par les entreprises et de choix de la sécurité d'emploi par les travailleurs. La confiance des consommateurs est globalement demeurée ancrée à un niveau élevé, et la consommation privée a progressé de 1,3 p.c. en 2006.

Au cours de l'année sous revue, les exportations ont profité de la rapide expansion du commerce mondial : l'incidence négative du ralentissement progressif de l'économie américaine a, en effet, été largement compensée par la croissance des débouchés asiatiques. À l'opposé, l'inflexion de la demande intérieure s'est reflétée dans la croissance plus lente des importations, de sorte que la contribution nette des exportations à la croissance du PIB s'est sensiblement élargie, de 0,2 à 0,8 point de pourcentage. L'incidence positive de cette évolution sur la balance courante des paiements n'a été contrebalancée qu'en partie par la détérioration des termes de l'échange, provoquée notamment par la grimpée des cours du pétrole brut et des autres matières premières, ainsi que par la faiblesse persistante du yen. Dès lors, l'excédent extérieur courant exprimé en proportion du PIB a légèrement progressé, s'établissant à 3,8 p.c.

GRAPHIQUE 5 PROFIL CONJONCTUREL DU PIB ET DES PRINCIPALES CATÉGORIES DE DÉPENSES AU JAPON

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



Source : ESRI (Japon).

Nonobstant le retour à une croissance positive de l'activité économique depuis 2000, la déflation à laquelle le Japon était confronté depuis 1998 ne s'est interrompue qu'au début de l'année sous revue, si l'on en croit la mesure de la tendance sous-jacente de l'inflation utilisée par la Banque du Japon – c'est-à-dire l'indice des prix à la consommation hors aliments frais. La variation annuelle de cet indice a affiché en janvier, pour la troisième fois consécutive, une croissance positive et a présenté depuis lors une tendance haussière progressive. La révision quinquennale, en juillet, de l'IPC n'a pas dérogé à cette tendance, même si elle a donné lieu à une adaptation à la baisse – l'effet de niveau s'est élevé à environ 0,4 point de pourcentage – à la suite d'une modification de la composition du panier et d'une adaptation des pondérations, de sorte que les produits et services dont les prix ont évolué de manière négative ont gagné en poids. Compte tenu de cette révision, l'inflation s'est établie à 0,3 p.c. à peine au cours de l'année sous revue. Si l'on se fonde sur la définition plus usuelle de la tendance sous-jacente de l'inflation, qui ne prend pas non plus en compte l'évolution des prix des produits énergétiques, l'économie japonaise aurait toutefois toujours été en situation de légère déflation. La baisse des coûts unitaires du travail, qui a résulté de fortes hausses de la productivité dans un climat de modération salariale, a continué à exercer une pression négative sur l'évolution de certains prix à la production, notamment dans le secteur des services.

Compte tenu du retour à une inflation positive et du risque jugé modéré de retomber dans une situation déflationniste, la Banque du Japon a officiellement mis un terme en mars 2006 à sa politique d'octroi de crédits abondants à taux zéro. Les liquidités excédentaires accumulées par les banques durant les dernières années ont été rapidement éliminées au cours des mois suivants. Dans le même temps, un nouveau cadre a été décrété pour la conduite d'une politique monétaire transparente. Celui-ci stipule que la mission de la Banque du Japon consiste à soutenir l'activité économique en poursuivant l'objectif de la stabilité des prix à moyen terme. Les membres du Comité de politique monétaire de cette banque centrale ont défini la stabilité des prix comme un rythme de croissance annuelle de l'IPC compris entre 0 et 2 p.c., mais cette définition est sujette à révision chaque année. Les décisions de politique monétaire reposent sur une analyse des perspectives et risques économiques à moyen terme que la Banque du Japon réalise deux fois par an. Sur la base de ses projections économiques d'avril, qui annonçaient une accélération progressive de l'inflation, la Banque du Japon a annoncé qu'elle procéderait à un relèvement progressif du taux de base si les résultats économiques restaient conformes aux anticipations. En juillet, le taux de base a ainsi été

TABLEAU 4 ÉVOLUTION ÉCONOMIQUE AU JAPON

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

	2004	2005	2006
Dépenses (en volume)⁽¹⁾			
Demande intérieure finale	1,8	2,4	1,8
Dépenses de consommation finale			
Particuliers	1,9	2,3	1,3
Administrations publiques	2,0	1,7	0,6
Formation brute de capital fixe			
Logements	1,9	-0,7	1,0
Entreprises	4,9	7,5	9,2
Administrations publiques	-8,6	-6,0	-9,8
Variation des stocks ⁽²⁾	-0,2	0,1	0,2
Exportations nettes de biens et services ⁽²⁾			
Exportations	13,9	7,0	10,4
Importations	8,5	6,2	5,3
PIB	2,3	2,7	2,8
Marché du travail			
Emploi	0,2	0,4	0,3
Chômage ⁽³⁾	4,7	4,4	4,2
Prix et coûts			
Prix à la consommation (IPC)	0,0	-0,6	0,3
Coûts salariaux unitaires	-3,4	-1,3	-1,0
<i>p.m. Déflateur des dépenses de consommation finale des particuliers</i>			
	-0,7	-1,0	-0,4
Prix des importations de biens et services			
	2,6	7,9	10,9
Termes de l'échange			
	-3,7	-6,1	-6,5
Balance des paiements et solde budgétaire⁽⁴⁾			
Balance des opérations courantes	3,7	3,7	3,8
Solde de financement des administrations publiques			
	-6,3	-5,3	-4,6
<i>p.m. Taux d'épargne des particuliers⁽⁵⁾</i>			
	3,1	2,9	2,9
<i>Taux d'endettement brut des administrations publiques⁽⁴⁾</i>			
	168,1	173,1	176,2

Source : OCDE.

(1) Données corrigées des effets de calendrier.

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

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

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

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

relevé de 25 points de base pour la première fois depuis cinq ans.

En revanche, le durcissement de la politique budgétaire est plus ancien. Le déficit public japonais est revenu de 5,3 à 4,6 p.c. au cours de l'année sous revue, à la suite notamment de la suppression progressive d'une réduction de l'impôt des personnes physiques, de l'incidence sur l'impôt des sociétés du net rebond des bénéficiaires des entreprises, de la nouvelle contraction des investissements publics, de même que de la maîtrise continue des autres dépenses publiques. De nouvelles mesures de consolidation n'ont cependant pas été mises en œuvre, dans la mesure où le gouvernement japonais n'a pas voulu prendre le risque de mettre ainsi prématurément en péril la reprise économique, comme ce fut le cas en 1997 après une majoration de l'impôt sur la consommation. L'assainissement des finances publiques constitue pourtant une priorité pour le Japon. Les coûts budgétaires du vieillissement s'y manifestent plus tôt que dans la plupart des autres pays de l'OCDE. En outre, ce pays ploie sous un endettement public brut considérable, de l'ordre de 176 p.c. du PIB à la fin de 2006, qui rend les finances publiques très vulnérables à la hausse des taux d'intérêt à long terme qu'entraînera inévitablement le resserrement graduel de la politique monétaire.

1.4 Chine

La croissance économique de la Chine, portée principalement par les investissements et les exportations, est restée vive en 2006. La progression annuelle du PIB s'est établie à 10,6 p.c., un rythme légèrement supérieur à celui noté en 2005. Les craintes relatives à une expansion excessive de l'investissement ont poussé les autorités chinoises à procéder à un resserrement monétaire et administratif et, à la suite de ces mesures, la croissance s'est quelque peu modérée dans le courant de l'année.

En dépit de la volonté affichée par les autorités chinoises de passer à une croissance davantage soutenue par la consommation privée – un des objectifs majeurs du onzième plan quinquennal pour la période 2006-2010 –, l'expansion de cette composante des dépenses ne s'est que légèrement renforcée, pour s'établir à 9,8 p.c., alimentée par l'accroissement des revenus des ménages urbains et ruraux. La progression de l'investissement est demeurée robuste et a atteint 18 p.c. en 2006. L'investissement a non seulement été encouragé par le comportement des gouvernements locaux, mais il a également été stimulé par la rentabilité des entreprises privées, qui occupent une part croissante dans l'économie, et par une forte demande de logements à la suite de l'exode rural.

L'augmentation des exportations est restée substantielle, à 22 p.c., quoiqu'en léger retrait par rapport à 2005. Les importations ont, en revanche, progressé davantage qu'en 2005, à 19 p.c., soutenues par la vigueur de la demande domestique. Le dynamisme des exportations s'explique par la solidité de la demande des partenaires commerciaux de la Chine, conjuguée à une variété croissante de produits chinois exportés. Les mesures prises en 2005 par l'UE25 et les États-Unis, afin de limiter les importations de textile en provenance de Chine, n'ont eu qu'un effet limité sur la croissance des exportations chinoises. L'excédent de la balance des opérations courantes s'est encore élargi, pour s'élever à 8,3 p.c. du PIB en 2006. Conséquence du développement de l'activité économique, le surplus de financement des administrations publiques a augmenté, en dépit d'une certaine accélération des dépenses sociales. Ces dépenses revêtent une importance toute particulière dans un contexte institutionnel où les incertitudes relatives au financement des retraites, des soins de santé ou de l'éducation, et le manque d'accès au crédit contribuent à soutenir le taux d'épargne des ménages, qui s'élève à près de 30 p.c. du revenu disponible.

Les pressions inflationnistes ont diminué, malgré la hausse des prix administrés des produits pétroliers enregistrée dans le courant de l'année. Cette modération est essentiellement due à l'expansion des capacités de production,

TABLEAU 5 ÉVOLUTION ÉCONOMIQUE EN CHINE

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

	2004	2005	2006
Dépenses (en volume)			
Dépenses de consommation finale des particuliers	7,8	9,0	9,8
Formation brute de capital fixe	15,1	18,2	18,0
Exportations de biens et services	24,1	23,8	22,0
Importations de biens et services	21,2	13,6	19,0
PIB	10,1	10,2	10,6
Prix			
Prix à la consommation	3,9	1,8	1,4
Balance des paiements et solde budgétaire⁽¹⁾			
Balance des opérations courantes	3,6	7,2	8,3
Solde de financement des administrations publiques	0,0	0,2	1,5

Sources: FMI, OCDE.

(1) Solde exprimé en pourcentage du PIB.

avec, dans certains secteurs, la présence de capacités excédentaires menant à des chutes de prix, et aux gains de productivité liés aux migrations de travailleurs de l'agriculture vers l'industrie.

Depuis la réforme du régime de change chinois annoncée en juillet 2005 et la modeste réévaluation du renminbi vis-à-vis du dollar des États-Unis qui l'a accompagnée, la devise chinoise ne s'est appréciée jusqu'à la fin de l'année que d'environ 4 p.c. vis-à-vis de la monnaie américaine, en raison du maintien de marges de fluctuation assez strictes. L'accumulation substantielle de réserves de change s'est poursuivie pendant l'année sous revue, alimentée de manière croissante par l'ampleur des surplus commerciaux, pour atteindre un niveau record de 1.012 milliards de dollars en octobre 2006, soit une hausse d'environ 224 milliards sur un an. Malgré des efforts accrus, la Banque populaire de Chine n'a pas pu stériliser la totalité de l'augmentation des réserves de change et les autorités ont pris une série de mesures supplémentaires en vue de contenir la liquidité dans le système bancaire et la croissance du crédit. Le taux d'intérêt de référence sur l'emprunt à un an a été relevé par la Banque populaire de Chine à deux reprises, aux mois d'avril et d'août, de 27 points de base, pour passer à 6,12 p.c. Celle-ci a également augmenté le taux de référence sur les dépôts à un an, de 2,25 à 2,52 p.c. En outre, le taux de réserves obligatoires des banques a été augmenté graduellement, de 1,5 point de pourcentage, à 9 p.c. Ces mesures ont été complétées par des règles administratives s'appliquant au secteur immobilier et aux nouveaux projets d'investissement, ainsi que par une pression, plutôt informelle, sur les banques pour les inciter à restreindre leur offre de crédit.

1.5 Union européenne

1.5.1 Zone euro

ACTIVITÉ ET MARCHÉ DU TRAVAIL

Après quatre années de relative atonie, la croissance économique s'est sensiblement accélérée dans la zone euro au cours de l'année sous revue, passant de 1,5 p.c. en 2005 à 2,6 p.c. Ce raffermissement est pour une large part attribuable à la vigueur de la demande intérieure finale, en augmentation de 2,5 p.c., contre 1,7 p.c. l'année précédente. De plus, contrairement à 2005, les exportations nettes ont contribué positivement à l'expansion du PIB, à concurrence de 0,2 point de pourcentage, compte tenu de ventes de biens et services à l'étranger particulièrement dynamiques. C'est au premier semestre que le rebond de l'activité dans la zone euro a été

particulièrement vigoureux, avec des taux de progression de respectivement 0,8 et 1 p.c. les deux premiers trimestres. Au troisième trimestre toutefois, la croissance est revenue à une cadence plus soutenable, de 0,5 p.c. par rapport au trimestre précédent, rythme auquel elle se serait ensuite grosso modo maintenue. Dans ce contexte, le marché du travail a fait preuve d'un dynamisme qu'il n'avait plus connu depuis le début de la décennie.

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

	2004	2005	2006
Dépenses (en volume)⁽¹⁾			
Demande intérieure finale	1,4	1,7	2,5
Dépenses de consommation finale			
Particuliers	1,4	1,4	1,8
Administrations publiques . .	1,2	1,3	2,2
Formation brute de capital fixe			
Logements	2,8	2,8	3,7
Entreprises	2,1	3,0	5,5
Administrations publiques . .	-1,3	1,2	1,9
Variation des stocks ⁽²⁾	0,2	0,1	0,0
Exportations nettes de biens et services ⁽²⁾	0,1	-0,3	0,2
Exportations	6,8	4,3	7,9
Importations	6,7	5,3	7,5
PIB	1,7	1,5	2,6
Marché du travail			
Emploi	0,7	0,7	1,4
Chômage ⁽³⁾	8,8	8,6	7,8
Prix et coûts			
Prix à la consommation (IPCH) . .	2,1	2,2	2,2
Coûts salariaux unitaires	1,1	1,0	0,9
Prix des importations de biens et services	1,5	3,6	4,5
Termes de l'échange	-0,4	-1,0	-1,4
Balance des paiements			
Balance des opérations courantes ⁽⁴⁾	0,8	0,0	-0,3
<i>p.m. Taux d'épargne des particuliers⁽⁵⁾</i>	10,6	10,5	10,1

Sources : CE, OCDE.

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

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

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

(4) Solde courant exprimé en pourcentage du PIB.

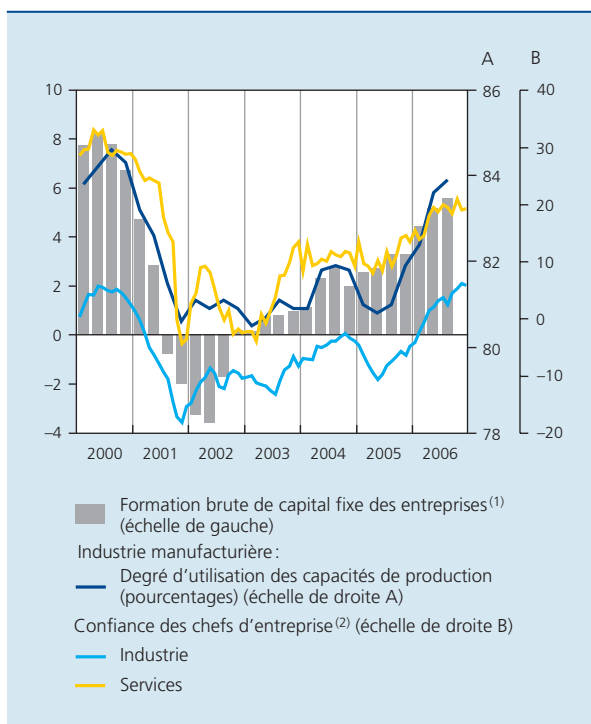
(5) Épargne nette exprimée en pourcentage du revenu disponible net, sauf pour la Belgique, l'Espagne et le Portugal, où il s'agit du concept sur une base brute.

Le redressement des investissements, qui était jusqu'à la fin de 2005 relativement lent par rapport à celui enregistré lors de précédentes reprises économiques, a donné l'une des principales impulsions à la demande intérieure finale. La formation brute de capital fixe des entreprises, en particulier, a vigoureusement progressé, de 5,5 p.c. contre 3 p.c. en 2005. Cette inflexion, espérée depuis longtemps déjà, étant donné l'amélioration des bénéfices des sociétés et les conditions financières favorables, est allée de pair avec une hausse sensible du taux d'utilisation des capacités de production, jusqu'à un niveau qui n'avait plus été atteint depuis le sommet conjoncturel de 2000. Le dynamisme des investissements, malgré le léger resserrement des conditions financières au cours de l'année sous revue, reflète également l'amélioration notable du jugement porté par les responsables de société sur l'environnement économique. À la fin de 2006, la confiance des chefs d'entreprise tant dans l'industrie que dans le secteur des services était supérieure à la moyenne enregistrée au cours des dix dernières années. La bonne tenue des investissements est allée de concert avec la poursuite de la tendance à la hausse de l'octroi de crédits du secteur financier aux sociétés non financières.

Les investissements en logements des particuliers ont aussi augmenté plus rapidement, de 3,7 p.c. contre 2,8 p.c. en 2005. Le marché immobilier secondaire est resté très dynamique, même si les données relatives aux prix des logements indiquent un ralentissement de leur rythme d'accroissement dans des pays tels que l'Espagne et la France, où l'augmentation des prix avait dépassé 10 p.c. en 2004 et 2005. La croissance encore très vigoureuse de l'octroi de prêts aux particuliers pour l'achat de logements témoigne de ce dynamisme, même si la progression de ces crédits a également décéléré depuis le mois de mai de l'année sous revue. Le recul des investissements en logements observé depuis de nombreuses années en Allemagne semble par ailleurs avoir pris fin. Une partie de cette reprise pourrait toutefois présenter un caractère temporaire. Il est possible que les ménages allemands aient avancé en 2006 une partie des constructions de maisons prévues pour 2007, de manière à éviter l'augmentation de la TVA en janvier 2007. De plus, la suppression dans ce pays des subsides à la construction de logements pour les permis de bâtir délivrés après la fin de 2005 a probablement stimulé les demandes de ces permis en 2005, ce qui a dû encore contribuer à renforcer l'activité de construction en Allemagne durant

GRAPHIQUE 6 INVESTISSEMENTS DES ENTREPRISES ET CONFIANCE DES CHEFS D'ENTREPRISE DANS LA ZONE EURO

(données corrigées des variations saisonnières)

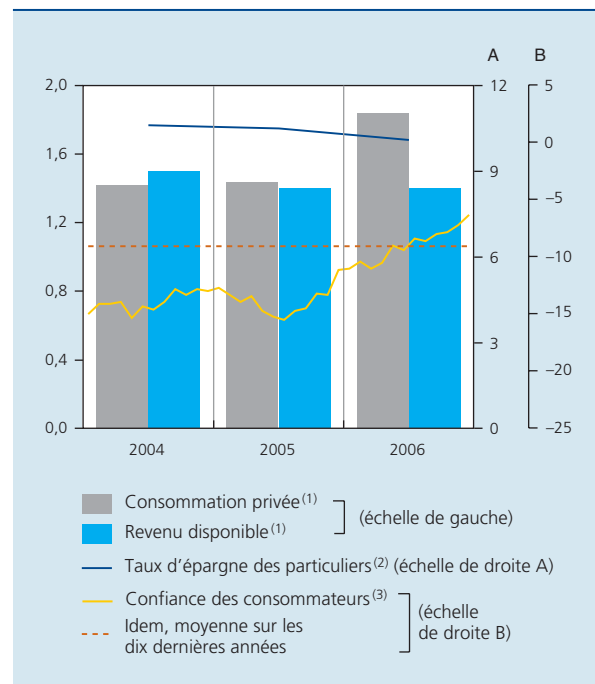


Sources : CE, OCDE.

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

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

GRAPHIQUE 7 CONSOMMATION PRIVÉE ET CONFIANCE DES MÉNAGES DANS LA ZONE EURO



Sources : CE, OCDE.

(1) Pourcentages de variation annuelle en volume.

(2) Épargne nette exprimée en pourcentage du revenu disponible net, sauf pour la Belgique, l'Espagne et le Portugal, où il s'agit du concept sur une base brute.

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

l'année sous revue. La reprise économique dans la zone euro est aussi allée de pair avec une hausse plus soutenue des investissements publics, de 1,9 p.c. contre 1,2 p.c. l'année précédente.

Comme au cours des deux années précédentes, la consommation privée a augmenté en 2006 à une cadence beaucoup plus modérée que les investissements. Alors que le revenu réel disponible des particuliers s'inscrivait dans la même tendance qu'en 2004 et 2005, l'amélioration progressive de leur confiance les a poussés à réduire légèrement leur taux d'épargne et à accroître leur consommation un peu plus rapidement, à raison de 1,8 p.c. contre 1,4 p.c. en 2005. La création plus importante d'emplois et le recul du chômage ont apparemment redonné confiance aux ménages, alors que ceux-ci avaient fait preuve, les deux années précédentes, d'un moral en stagnation.

Le marché du travail de la zone euro a montré des signes de redressement graduel au cours de l'année sous revue. La croissance de l'emploi s'est accélérée à partir de la fin de 2005, pour s'établir à 1,4 p.c. en 2006, le taux le plus élevé depuis 2002. Les créations d'emplois ont été surtout attribuables au secteur privé, en particulier à la branche des services. Tous les pays de la zone ont vu leur emploi progresser : les créations d'emplois les plus marquées ont de nouveau été enregistrées en Irlande, avec un taux de croissance supérieur à 4 p.c. La reprise de l'emploi a été soutenue par l'affermissement de la croissance

économique dans la zone euro et a été amplifiée par le meilleur fonctionnement des marchés du travail, consécutif aux politiques ou réformes mises en œuvre par les autorités, et par la poursuite de la modération salariale.

Après un pic de 8,8 p.c. en 2004, le taux de chômage de la zone euro a régulièrement diminué, pour revenir en moyenne à 7,8 p.c. : en décembre, il s'est établi à un niveau historiquement bas de 7,5 p.c. Cette amélioration a été portée par les grands pays membres. Cependant, la situation est encore disparate au sein de la zone, avec un taux de chômage aux alentours de 4 p.c. en Irlande et aux Pays-Bas, et égal à 9 p.c. en Grèce et en France.

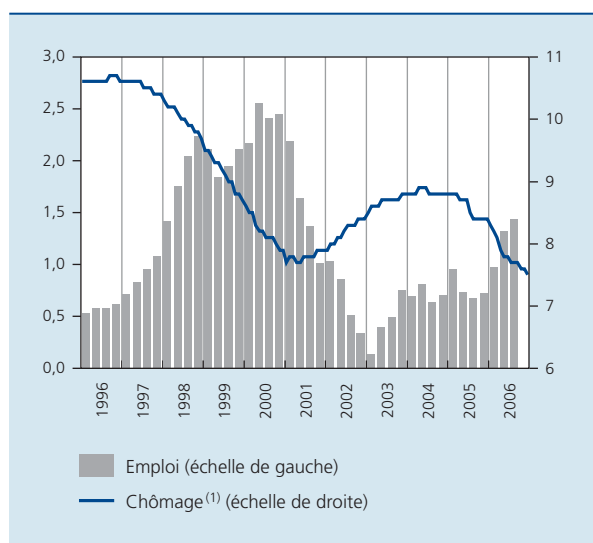
Outre l'amélioration de la situation sur le marché du travail, les réformes structurelles peuvent également avoir contribué dans certains pays au renforcement de la confiance et au recul du taux d'épargne des ménages. Ainsi, la réforme des pensions en France peut avoir soutenu la confiance des consommateurs dans ce pays. De plus, il est possible que l'envolée des prix sur les marchés immobiliers et boursiers ait aussi favorisé les dépenses de consommation des particuliers.

Tout comme les investissements publics, les dépenses de consommation publique ont connu une expansion plus rapide, de 2,2 p.c. contre 1,3 p.c. l'année précédente.

La progression des exportations de biens et services de la zone euro s'est fortement accélérée en 2006, passant de 4,3 p.c. en 2005 à 7,9 p.c. Cette évolution s'est produite dans le contexte d'une croissance rapide de l'économie mondiale et du commerce international ainsi que des marchés à l'exportation de la zone, en particulier ceux d'Asie, des dix nouveaux États membres de l'UE25 et des pays exportateurs de pétrole. Tout comme les années précédentes, l'augmentation des exportations de biens s'est inscrite en retrait de celle des marchés à l'exportation. Cette érosion des parts de marché de la zone euro masque toutefois des développements divergents au niveau des États membres en raison de l'évolution contrastée de leur compétitivité et de différences dans la composition des exportations par produits et par pays destinataires. Aux deux extrêmes, on trouve en particulier l'Allemagne et l'Italie : la première de ces économies a gagné des parts de marché de 2000 à 2006 compte tenu d'efforts importants de modération salariale et d'une structure favorable de son commerce extérieur, alors que la seconde a essuyé un recul sévère des parts de marché du fait de la détérioration de sa compétitivité et d'une spécialisation par produit inadaptée. Compte tenu de la robustesse de la demande finale, les importations de biens et services dans la zone se sont également accrues beaucoup plus rapidement, leur progression passant de 5,3 à 7,5 p.c.

GRAPHIQUE 8 MARCHÉ DU TRAVAIL DANS LA ZONE EURO

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

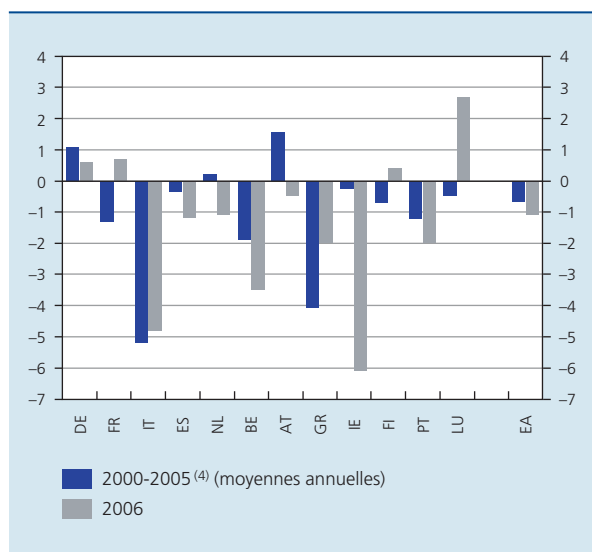


Source : CE.

(1) Pourcentages de la population active.

GRAPHIQUE 9 PARTS DE MARCHÉ À L'EXPORTATION DES PAYS MEMBRES DE LA ZONE EURO ^{(1) (2) (3)}

(pourcentages de variation annuelle en volume)



Source : CE.

(1) Commerce de biens.

(2) Les pays de la zone euro sont classés en fonction de l'importance relative de leur PIB en 2006.

(3) Rapport entre les exportations en volume et les marchés à l'exportation en volume, y compris le commerce à l'intérieur de la zone.

(4) Pour la Belgique, UEBL jusque 2003 ; pour le Luxembourg, 2004-2005 ; pour le Portugal, 2001-2005.

TABLEAU 7 CROISSANCE DU PIB DANS LES PAYS DE LA ZONE EURO ^{(1) (2)}

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

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

Sources : OCDE, BNB.

(1) Les pays de la zone euro sont classés en fonction de l'importance relative de leur PIB en 2006.

(2) Données corrigées des effets de calendrier.

La croissance économique a continué à présenter des écarts entre les États membres de la zone euro (pour plus de détails, voir l'encadré 2). Au cours de l'année sous revue, l'augmentation du PIB a été la plus robuste au Luxembourg, avec 5,2 p.c., tandis que celle du Portugal a été la plus faible, à 1,3 p.c. Pour le reste, l'Irlande, la Finlande, la Grèce et l'Espagne sont restées dans

le groupe de tête de la croissance dans la zone euro. Les différences d'évolution du PIB dans la zone euro se sont toutefois réduites, à la suite de la nette reprise économique en Allemagne et en Italie, de l'accélération plus modérée de la croissance en Espagne et en Grèce, ainsi que de l'expansion un peu moins rapide en Irlande.

Encadré 2 – Différences de croissance dans la zone euro : analyse de la demande

Ces dernières années, les différences de croissance entre les États membres de la zone euro ont fait l'objet de beaucoup d'attention. La question s'est posée de savoir si les pays participants ne présentaient pas des différences institutionnelles et économiques trop importantes pour que l'Union monétaire puisse fonctionner correctement. Pour chaque pays membre, la création de la monnaie unique a signifié la perte d'une politique monétaire propre et, partant, de la possibilité de la mettre en œuvre en réponse à des chocs qui le toucheraient spécifiquement. Du fait de son caractère indivisible, la politique monétaire de la BCE ne peut, en effet, être axée que sur les évolutions économiques de la zone euro dans son ensemble. Dans un tel environnement, les chocs spécifiques à un ou quelques pays doivent être absorbés par d'autres mécanismes, tels que la flexibilité des marchés du travail et de produits, ou par le fonctionnement des stabilisateurs automatiques de la politique budgétaire. Les différences

d'évolution du PIB dans une union monétaire sont inévitables, et même souhaitables, si elles sont la conséquence de telles adaptations ou si elles reflètent un processus de rattrapage en termes de niveau de vie. En revanche, des différences persistantes qui découlent d'une politique inadaptée, d'imperfections structurelles ou d'un mauvais fonctionnement des mécanismes d'ajustement constituent une menace pour la cohésion au sein d'une union monétaire.

Mesurés au moyen de l'écart type non pondéré, les différentiels de croissance dans la zone euro atteignent depuis environ le milieu des années 1990 quelque 2 points de pourcentage, soit un niveau comparable à celui d'autres unions monétaires comme les États-Unis. Sur une base pondérée, les écarts de croissance tendancielle se sont légèrement accrus, tandis que les différences conjoncturelles ont diminué ces dernières années. La meilleure synchronisation des cycles peut être mise en rapport avec le processus d'intégration européenne, qui a entraîné des relations commerciales plus soutenues et une coordination plus poussée des politiques.

Les différences de rythme d'expansion de l'économie dans la zone euro ont, en outre, tendance à persister pour la majorité des pays de la zone. Les dix dernières années, la croissance de l'Espagne a toujours été plus vigoureuse que celle des autres grands États membres, tandis qu'à l'autre extrême, l'Allemagne et l'Italie ont enregistré une progression nettement inférieure à la moyenne.

La consommation privée détermine, dans une large mesure, les écarts de croissance du PIB. Ainsi, en Allemagne, l'évolution décevante de l'emploi a été au cœur de la problématique de l'expansion plus fragile de la consommation privée. Elle s'explique, en partie, par la hausse des coûts salariaux dans la première moitié des années 1990, après la réunification allemande. Aux Pays-Bas et en Espagne, en revanche, on a observé une croissance vigoureuse de l'emploi résultant de la modération salariale. À la fin du millénaire précédent, l'économie néerlandaise a toutefois connu une surchauffe, qui s'est notamment traduite par une accélération de l'inflation salariale et par une perte de compétitivité.

D'autres facteurs qui déterminent les dépenses de consommation sont les effets de confiance et de richesse. Ces dépenses sont influencées par la confiance des consommateurs, ou plus précisément par leurs préoccupations concernant leurs perspectives de revenus qui, à leur tour, sont notamment fonction de leurs attentes relatives à la situation sur le marché du travail, au caractère soutenable du régime de sécurité sociale et à l'évolution de la dette publique. Ainsi, en Allemagne, il semble que la faiblesse persistante de la progression de l'emploi, la modération salariale appliquée depuis de nombreuses années, l'incertitude quant à l'avenir du régime de sécurité sociale et la détérioration des finances publiques ont pesé sur le moral des consommateurs, ce qui a encore renforcé le cercle vicieux de la faible croissance économique et du chômage élevé. En Espagne, un processus inverse semble s'être produit avec la bonne performance du marché du travail. Un net recul de la dette publique peut soutenir la perception que les consommateurs ont de l'évolution future de leur pouvoir d'achat et les inciter à réduire leur taux d'épargne. Ainsi, le recul marqué et prolongé de ce dernier en Belgique pourrait être un indice de l'apparition de considérations de ce type, qualifiées aussi « d'effets ricardiens », à la suite de l'assainissement rigoureux des finances publiques à l'approche de la troisième phase de l'UEM et du désendettement relativement rapide des administrations publiques qui s'est ensuivi. Des effets de richesse résultant des développements sur les marchés boursiers et immobiliers peuvent également avoir eu une influence dans certains pays.

Les développements divergents des investissements entre les États membres jouent aussi un rôle important dans les écarts de croissance. Il semble que l'évolution inégale des taux d'intérêt réels ait contribué à ralentir les investissements dans les pays à faible croissance et à basse inflation, comme l'Allemagne, et ait en même temps stimulé les investissements, notamment en logements, dans les pays connaissant une forte croissance et des prix progressant rapidement, comme, parmi les six pays les plus importants de la zone, l'Espagne. Cette évolution peut s'expliquer par la convergence des taux d'intérêts nominaux à l'approche de la troisième phase de l'UEM, alors que subsistaient des différentiels d'inflation, qui ont de surcroît persisté par la suite. Par ailleurs, la baisse tendancielle des investissements dans la construction en pourcentage du PIB est caractéristique de l'Allemagne. Ainsi, durant



APERÇU DE LA CROISSANCE ÉCONOMIQUE ET DES PRINCIPALES CATÉGORIES DE DÉPENSES ^{(1) (2)}

(moyennes annuelles sur la période; contributions à la variation du PIB en volume, points de pourcentage, sauf mention contraire)

	PIB ⁽³⁾	Demande intérieure totale	dont :			Exportations nettes
			Consommation privée	Consommation publique	Formation brute de capital fixe	
1994-1998						
Allemagne	1,9	1,7	0,9	0,4	0,4	0,2
France	1,9	1,7	0,9	0,1	0,4	0,2
Italie	1,8	1,9	1,2	-0,2	0,6	-0,2
Espagne	3,2	3,2	1,6	0,4	1,3	-0,1
Pays-Bas	3,4	3,3	1,6	0,4	0,9	0,2
Belgique	2,4	2,1	0,9	0,3	0,6	0,3
Zone euro	2,3	2,2	1,1	0,2	0,6	0,1
<i>p.m. Écart type pondéré⁽⁴⁾</i>	<i>1,1</i>	<i>1,2</i>				
1999-2005						
Allemagne	1,2	0,5	0,5	0,1	-0,1	0,7
France	2,0	2,5	1,5	0,4	0,7	-0,4
Italie	1,3	1,6	0,6	0,4	0,5	-0,3
Espagne	3,7	4,8	2,4	0,8	1,6	-1,2
Pays-Bas	1,8	1,4	0,8	0,5	0,2	0,5
Belgique	2,1	1,8	0,9	0,5	0,5	0,2
Zone euro	1,9	1,9	1,1	0,4	0,5	0,0
<i>p.m. Écart type pondéré⁽⁴⁾</i>	<i>1,1</i>	<i>1,5</i>				

Sources: CE, OCDE.

(1) Données corrigées des effets de calendrier.

(2) Les pays sont classés en fonction de l'importance relative de leur PIB en 2006.

(3) Pourcentages de variation annuelle.

(4) Pour les douze pays membres, points de pourcentage.

plus de dix ans, cette composante des dépenses a affiché dans ce pays des chiffres de croissance pratiquement toujours négatifs. Cette « récession » dans le secteur allemand de la construction est généralement considérée comme un processus d'adaptation de longue durée à la suite de l'émergence de problèmes de surcapacité après la réunification allemande.

En ce qui concerne le secteur extérieur, la contribution des exportations nettes à la croissance du PIB a varié entre les grands pays de la zone euro. Elle a constitué un facteur de soutien principalement en Allemagne et, dans une moindre mesure, aux Pays-Bas et en Belgique. L'importante contribution en Allemagne est principalement imputable à l'évolution positive du volume des exportations due à l'amélioration de la compétitivité-prix et à une structure géographique et de spécialisation favorable des exportations. En revanche, en Italie, en France et, surtout, en Espagne, la contribution des exportations nettes à la croissance du PIB a été négative. La contribution négative

en Espagne semble résulter principalement de la vigueur des importations, puisqu'au niveau des exportations, les parts de marché ont substantiellement augmenté dans la deuxième moitié des années 1990. La contribution de la demande domestique à la croissance du PIB réel a aussi été très importante dans le cas de la France, qui a ainsi présenté une forte demande d'importations. En ce qui concerne l'Italie, la détérioration de la compétitivité-prix et la spécialisation défavorable des exportations ont freiné l'augmentation du volume des ventes à l'étranger.

Le fait que les différences de croissance apparaissent davantage dans la demande intérieure que dans le PIB implique que l'autre composante des dépenses, les exportations nettes, a joué un rôle de compensation. L'Italie occupe une place un peu particulière, puisque ses exportations nettes ont constitué un frein supplémentaire à la croissance. L'effet compensatoire des exportations nettes via des modifications dans la compétitivité des prix est un phénomène normal et constitue le principal mécanisme de correction des écarts de croissance dans une union monétaire. Toutes autres choses restant égales, une forte expansion de la demande intérieure entraîne une augmentation des importations, tandis que les pressions sur les prix et les coûts ont des effets négatifs sur la compétitivité-prix et les résultats à l'exportation, et inversement. Après un certain temps, les évolutions dans le secteur extérieur se répercutent progressivement sur la demande intérieure. En Allemagne, toutefois, le redressement de la compétitivité-prix via la modération salariale à partir de la deuxième moitié des années 1990 a entraîné des répercussions positives sur les résultats à l'exportation, mais n'a pas eu jusqu'à récemment d'effet visible sur la dynamique de la demande intérieure. Ce mécanisme de correction par le biais de la compétitivité extérieure ne fonctionne pas, vu sa lenteur, de façon optimale. Des mesures structurelles doivent donc être prises par les États membres pour assurer un meilleur fonctionnement de leurs marchés et, partant, leur ajustement plus rapide.

PRIX ET COÛTS

L'inflation dans la zone euro, mesurée par l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH), s'est élevée comme en 2005 à 2,2 p.c. Au cours des huit premiers mois de 2006, elle a fluctué dans une fourchette comprise entre 2,2 et 2,5 p.c., un niveau comparable à ce qui avait été observé les trois derniers mois de 2005. À partir de septembre, elle est repassée en deçà de 2 p.c. pour la première fois depuis février 2005, en raison d'un effet de base découlant de l'ascension des prix pétroliers en septembre 2005, d'une part, et du recul de ces mêmes prix après le sommet du début du mois d'août 2006, d'autre part. En moyenne, les prix des produits énergétiques ont augmenté de 7,7 p.c. en 2006, contre 10,1 p.c. en 2005. Les prix des produits alimentaires non transformés ont, en revanche, enregistré une progression plus marquée qu'en 2005, soit 2,8 p.c. contre 0,8 p.c. Cette accélération s'explique pour partie par le temps chaud et sec qui a prévalu dans de vastes régions d'Europe pendant les mois d'été.

L'écart d'inflation entre les pays de la zone euro présentant le rythme d'élévation des prix respectivement le plus haut et le plus bas a diminué, pour revenir à 2,3 points de pourcentage. Le taux d'inflation le plus réduit a été enregistré en Finlande, où il a atteint 1,3 p.c., le plus élevé l'étant en Espagne, avec 3,6 p.c.

TABLEAU 8 INDICATEURS DE PRIX POUR LA ZONE EURO

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

	2004	2005	2006
IPCH	2,1	2,2	2,2
<i>p.m. Écart d'inflation dans la zone⁽¹⁾</i>	3,1	3,0	2,3
Tendance sous-jacente de l'inflation ⁽²⁾	2,1	1,5	1,5
Déflateur du PIB	1,9	1,9	1,8
Rémunération par travailleur ⁽³⁾ ..	1,8	1,3	2,0
Productivité du travail	0,8	0,5	1,2
Coûts salariaux par unité produite ⁽³⁾ ..	1,1	1,0	0,9
Prix des importations de biens et services	1,5	3,6	4,5

Sources: CE, OCDE.

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

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

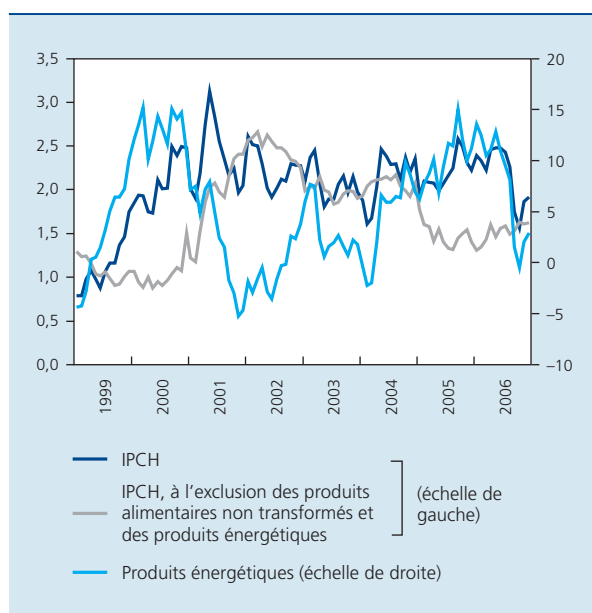
(3) Contrairement à celle portant sur la productivité du travail, cette rubrique n'englobe pas les évolutions relatives au travail presté par les travailleurs indépendants.

La tendance sous-jacente de l'inflation, c'est-à-dire l'inflation à l'exclusion des produits alimentaires non transformés et des produits énergétiques, est passée de 1,3 p.c. au début de l'année à 1,6 p.c. en avril, avant de fluctuer autour de 1,5 p.c. Elle s'est en moyenne élevée à 1,5 p.c. au cours de l'année sous revue, comme en 2005. Ce niveau relativement stable indique que l'effet haussier des augmentations de prix des produits pétroliers sur la tendance sous-jacente de l'inflation est demeuré globalement limité en 2006. De plus, plusieurs facteurs ont contrebalancé cet effet : l'évolution des coûts salariaux est demeurée relativement modérée ; la forte concurrence, qui provient notamment des économies émergentes, a continué d'exercer une influence modératrice, principalement sur les prix des biens industriels non énergétiques. Ces derniers sont, en effet, particulièrement touchés par cette concurrence. Le renchérissement des biens industriels non énergétiques a, dès lors, été à nouveau relativement minime, en dépit d'une nouvelle accélération, de 0,3 à 0,6 p.c. De plus, l'inflation dans les services s'est ralentie, passant à 2 p.c. Enfin, la croissance des prix des produits alimentaires transformés est, en moyenne, restée globalement inchangée par rapport à 2005, atteignant 2,1 p.c.

Dans l'ensemble, l'écart entre l'inflation totale et sa tendance sous-jacente s'est maintenu à un niveau aussi élevé qu'en 2005, à savoir 0,7 point de pourcentage, mais il

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

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



Source : CE.

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

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

Source : OCDE.

(1) Les pays de la zone euro sont classés en fonction de l'importance relative de leur PIB en 2006.

s'est considérablement réduit à partir de septembre. Cette évolution peut principalement être imputée aux fluctuations des prix des produits pétroliers et de l'euro.

Les coûts du travail, mesurés par la rémunération par travailleur dans l'ensemble de l'économie, se sont accrus de 2 p.c. en moyenne dans la zone euro, contre 1,3 p.c. en 2005. Les disparités entre États membres sont demeurées importantes : la hausse la plus limitée (0,5 p.c.) a été notée en Allemagne et la plus élevée en Grèce (5,2 p.c.). En Irlande aussi, les coûts du travail ont progressé à un rythme rapide, de presque 5 p.c.

En raison de la progression plus rapide de la productivité du travail en 2006, de 1,2 p.c. contre seulement 0,5 p.c. en 2005, la hausse des coûts salariaux unitaires a été à nouveau modérée dans la zone, s'établissant à quelque 1 p.c. comme l'année précédente. L'augmentation la plus marquée a été enregistrée en Irlande, où les coûts salariaux par unité produite ont haussé de 5 p.c., tandis qu'en Allemagne, ils ont fléchi de 1,5 p.c.

Au cours de la période 1999-2006, les divergences d'évolution des coûts salariaux unitaires entre les pays de la zone euro ont persisté. Ainsi, la variation des coûts salariaux unitaires enregistrée en Allemagne et en Autriche

a été chaque année inférieure à la moyenne de la zone euro. En revanche, dans les pays en phase de rattrapage en termes de niveau de bien-être, ainsi qu'en Irlande et en Italie, ces coûts ont enregistré une variation nettement supérieure à la moyenne. Les écarts entre les évolutions des coûts salariaux unitaires revêtent une grande importance, étant donné qu'ils sont un des déterminants-clés de la dynamique de l'inflation et de la compétitivité d'un pays.

BALANCE DES PAIEMENTS

De novembre 2005 à octobre 2006, les douze derniers mois pour lesquels des statistiques sont disponibles, la balance courante de la zone euro – calculée ici de manière à ne prendre en compte que les échanges avec l'extérieur de la zone euro, à l'exclusion des flux entre pays membres – s'est soldée par un déficit de 21,9 milliards

TABLEAU 10 BALANCE DES PAIEMENTS DE LA ZONE EURO
(milliards d'euros)

	De novembre 2004 à octobre 2005	De novembre 2005 à octobre 2006
Solde du compte des opérations courantes	12,8	-21,9
Marchandises	57,9	17,8
Services	32,1	36,2
Revenus	-11,7	-3,9
Transferts courants	-65,3	-72,3
Solde du compte de capital	13,2	9,3
Solde du compte financier	81,6	131,6
Investissements directs	-186,9	-118,3
Prises de participations et bénéfices réinvestis	-160,1	-111,2
Autres opérations, principalement prêts intragroupes	-26,8	-7,1
Investissements de portefeuille	221,1	120,5
Actions	179,7	151,3
Titres de créance	41,4	-30,8
<i>p.m. Solde des investissements directs et de portefeuille</i>	34,2	2,2
Produits financiers dérivés	-10,3	-0,5
Autres investissements ⁽¹⁾	46,8	119,2
Avoirs de réserve	11,2	10,4
Erreurs et omissions	-107,6	-119,1

Source: BCE.

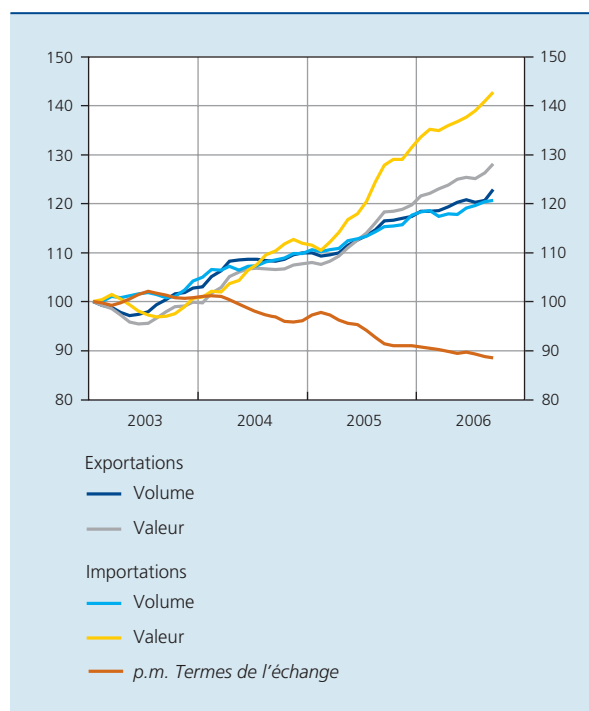
(1) Soit, pour l'essentiel, le solde découlant des nouveaux engagements financiers des IFM envers les non-résidents de la zone euro et de leur formation d'actifs financiers sur ceux-ci, à l'exclusion des opérations relatives aux avoirs de réserve de l'Eurosystème.

d'euros, soit quelque 0,3 p.c. du PIB, alors qu'elle enregistrait encore un excédent de 12,8 milliards pendant la période correspondante de l'année précédente.

Cette détérioration est, pour l'essentiel, due à la diminution du surplus des opérations sur marchandises, de 40,1 milliards d'euros. D'octobre 2005 à septembre 2006, le volume des exportations a progressé de 7,1 p.c. par rapport à la période correspondante de l'année précédente, essentiellement en raison de la vigueur de la demande mondiale. Le volume des importations a quant à lui augmenté dans l'intervalle de 5,9 p.c. Cette amélioration du taux de couverture a cependant été largement compensée par la dégradation des termes de l'échange, de 5,7 p.c., sous l'effet principalement de la hausse des prix des produits pétroliers et des autres matières premières, même si celle-ci a été quelque peu tempérée par l'appréciation de l'euro en cours de période par rapport au dollar. En conséquence, la balance commerciale de la zone euro s'est détériorée, en particulier vis-à-vis des pays de l'OPEP, de la Russie et de l'Afrique. Le déficit envers des économies émergentes d'Asie, et surtout de la Chine, a lui aussi continué à se creuser. Globalement, une pénétration croissante des importations en provenance de ces pays et des nouveaux États

GRAPHIQUE 11 ÉCHANGES DE BIENS DE LA ZONE EURO AVEC LES PAYS HORS DE LA ZONE EURO

(indices janvier 2003 = 100, moyenne mobile sur trois mois des données corrigées des variations saisonnières)



Source: BCE.

membres de l'UE25 a d'ailleurs été enregistrée ces dernières années. Le surplus de la balance commerciale de la zone euro avec les nouveaux États membres de l'UE25 a néanmoins progressé, essentiellement en raison des écarts de croissance entre ces deux régions.

Le déficit de la balance courante a été financé par des entrées accrues de capitaux, le solde du compte financier passant de 81,6 milliards d'euros à 131,6 milliards. Il semble que ces entrées plus importantes aient été essentiellement localisées dans la rubrique « autres investissements » et aient donc transité par le secteur bancaire.

De novembre 2005 à octobre 2006, les entrées nettes de capitaux au titre des investissements directs et de portefeuille n'ont plus atteint que 2,2 milliards d'euros, alors qu'elles s'élevaient encore à 34,2 milliards pendant la période correspondante de l'année précédente; le surplus des investissements de portefeuille et le déficit des investissements directs se sont contractés respectivement de quelque 101 et 69 milliards d'euros. L'ampleur de ces variations est néanmoins relativement artificielle, vu que, l'année précédente, un glissement entre les deux rubriques considérées en avait considérablement amplifié le solde: ce mouvement avait été provoqué par la restructuration, en juillet 2005, d'une grande entreprise multinationale dont le siège central est établi dans la zone euro, qui avait donné lieu à un échange d'actions entre la société mère et une de ses filiales étrangères. Alors que les entrées de capitaux liées à l'achat de titres de créance s'élevaient encore à 41,4 milliards au cours des douze mois précédant le mois de novembre 2005, elles se sont transformées en sorties de capitaux de 30,8 milliards l'année suivante, principalement en raison d'un recul des achats nets de titres de créance libellés en euros par les non-résidents. Les achats nets d'actions par l'étranger se sont entre-temps maintenus à un niveau élevé – 151,3 milliards –, ce qui illustre l'amélioration relative, pendant le premier semestre de l'année sous revue, de la rentabilité des entreprises de la zone euro par rapport aux sociétés établies aux États-Unis. Les placements en valeurs mobilières des résidents de la zone euro ont principalement été opérés en faveur du Royaume-Uni, des États-Unis et de centres financiers extraterritoriaux, tandis que les sorties de capitaux au titre d'investissements directs ont principalement profité à l'économie britannique, puis à celles des États-Unis et des dix nouveaux États membres de l'UE25.

POLITIQUE BUDGÉTAIRE

Selon les projections d'automne de la CE, le besoin de financement des administrations publiques aurait en moyenne reculé dans la zone euro au cours de l'année sous revue, passant de 2,4 à 2 p.c. du PIB. Grâce notamment aux retombées positives de la conjoncture sur les transferts sociaux, les dépenses publiques sont demeurées sous contrôle. L'évolution des recettes publiques a quant à elle aussi bénéficié de la reprise économique, ainsi que d'une série d'autres facteurs favorables. Au total, celles-ci ont progressé, de 45,1 p.c. du PIB en 2005 à 45,2 p.c., tandis que les débours baissaient, de 47,6 à 47,2 p.c. Ces développements favorables ont largement compensé l'incidence, sur le solde budgétaire de la zone euro, du remboursement d'une partie des recettes de TVA sur les véhicules de société, auquel la Cour européenne de justice a condamné l'Italie en septembre.

Presque tous les pays de la zone euro ont enregistré une amélioration du solde budgétaire des administrations publiques et le nombre de pays présentant un déficit budgétaire supérieur à 3 p.c. a même considérablement diminué: seuls l'Italie et le Portugal avaient encore un déficit excessif à la fin de 2006. La situation en Italie s'explique partiellement par la décision de la Cour européenne de justice citée ci-avant. Le Portugal s'est vu accorder par la CE un délai jusqu'en 2007 pour apurer son déficit excessif et a déjà adopté une série de mesures afin d'accroître les recettes fiscales en 2006, notamment le relèvement du taux de TVA, de 19 à 21 p.c., et la limitation des déductions fiscales. En revanche, l'Allemagne et la Grèce ont ramené avec succès leur déficit sous la barre des 3 p.c. en 2006, même si la Grèce a dû recourir, pour ce faire, à des mesures ponctuelles, à concurrence de 0,4 p.c. du PIB. S'agissant de la France, la CE a proposé de suspendre au cours de l'année sous revue la procédure de correction des déficits excessifs, dès qu'elle fut assurée que l'impasse budgétaire, estimée à 2,7 p.c. du PIB, demeurerait en 2006 sous la limite de 3 p.c., sans risque de dérapage ultérieur. Le Conseil Écofin s'est rallié à cette proposition, le 30 janvier 2007. Parmi les autres pays, l'Espagne, la Finlande et l'Irlande ont présenté des budgets excédentaires, tandis que les Pays-Bas et la Belgique ont déposé des budgets en équilibre ou quasi-équilibre, même si, dans ce dernier cas, cela résulte en partie d'un recours répété à des mesures ponctuelles.

À l'exception de l'Italie, tous les pays ont atteint, voire dépassé, les objectifs fixés par leur programme de stabilité, ce qui est dû à la vigueur inattendue de la croissance. L'écart entre les objectifs et les réalisations attendues atteint ou excède 1 point de pourcentage en Allemagne, aux Pays-Bas, en Finlande et en Irlande. Ceci peut

TABLEAU 11 SOLDE DE FINANCEMENT DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES DANS LES PAYS DE LA ZONE EURO ⁽¹⁾⁽²⁾
(pourcentages du PIB)

	2003	2004	2005	2006		
				Réalisation	Objectif du programme de stabilité ⁽³⁾	Différence
Allemagne	-4,0	-3,7	-3,2	-2,3	-3,3	1,0
France	-4,2	-3,7	-2,9	-2,7	-2,9	0,2
Italie	-3,5	-3,4	-4,1	-4,7	-3,5	-1,2
Espagne	0,0	-0,2	1,1	1,5	0,9	0,6
Pays-Bas	-3,1	-1,8	-0,3	0,0	-1,5	1,5
Belgique ⁽⁴⁾	0,0	0,0	-2,3	0,1 e	0,0	0,1
Autriche	-1,6	-1,2	-1,5	-1,3	-1,7	0,4
Grèce	-6,1	-7,8	-5,2	-2,6	-2,6	0,0
Irlande	0,3	1,5	1,1	1,2	-0,6	1,8
Finlande	2,5	2,3	2,7	2,9	1,6	1,3
Portugal	-2,9	-3,2	-6,0	-4,6	-4,6	0,0
Luxembourg	0,3	-1,1	-1,0	-1,5	-1,8	0,3
Zone euro	-3,1	-2,8	-2,4	-2,0	-2,3	0,3

Sources : CE, prévisions des programmes de stabilité nationaux, BNB.

(1) Les pays de la zone euro sont classés en fonction de l'importance relative de leur PIB en 2006.

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

(3) Sur la base de la mise à jour des programmes de stabilité à la fin de 2005.

(4) Les statistiques reprises dans ce tableau pour la Belgique pour la période 2003-2005 sont, comme pour les autres pays de la zone euro, celles publiées par Eurostat le 23 octobre 2006. Selon cette source, le Fonds des infrastructures ferroviaires (FIF) est considéré comme relevant du secteur des administrations publiques et la reprise par celui-ci en 2005 de la dette de la SNCB est traitée comme un transfert de capitaux de ces administrations vers le secteur des sociétés non financières. Ce traitement statistique pour le FIF exerce une influence négative sur le solde de financement des administrations publiques égale à 2,4 p.c. du PIB en 2005. La donnée relative à 2006 est établie également selon cette méthodologie, mais l'impact de cette dernière, positif cette fois, est limité à quelque 0,05 p.c. du PIB, abstraction faite de l'effet d'un reclassement éventuel du FIF dans le secteur des entreprises.

s'expliquer par l'évolution particulièrement favorable des recettes fiscales.

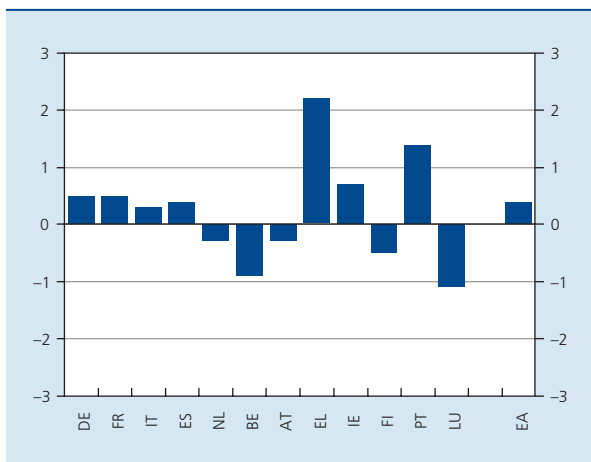
Dans certains pays de la zone euro, la vigueur des recettes fiscales en 2006 a découlé d'une élasticité des recettes par rapport au PIB supérieure à la moyenne. Cette élasticité élevée reflète une série de facteurs sous-jacents : la nette progression des bénéfices des sociétés, l'incidence sur les recettes de TVA de la hausse des prix des produits pétroliers, le glissement des dépenses au sein de la consommation privée vers les biens de consommation durables soumis à un taux de TVA moyen plus élevé – cet effet a, par exemple, été particulièrement marqué aux Pays-Bas, où la confiance des consommateurs s'est enfin redressée, et en Allemagne, en anticipation du relèvement de la TVA au début de 2007 –, l'évolution des marchés d'actions et la vive progression des prix du logement dans certains pays, tels que l'Irlande. Cependant, l'expérience de la récession de 2001-2002 a démontré que les fortes progressions des recettes fiscales qui

résultent de ces facteurs, particulièrement celles provenant de l'impôt sur les sociétés, de l'impôt sur la fortune et, dans une moindre mesure, de l'impôt sur les biens et services, ne pouvaient être considérées comme des acquis permanents.

L'incertitude quant à la durabilité de ces facteurs complique l'évaluation des efforts fournis par les États en vue d'améliorer structurellement leur situation budgétaire, conformément aux obligations qui leur sont imposées par la version réformée du pacte de stabilité et de croissance. La partie préventive du pacte stipule que les États membres qui n'ont pas encore atteint leur objectif à moyen terme visant un budget proche de l'équilibre ou excédentaire doivent s'efforcer d'améliorer de 0,5 point de pourcentage du PIB, en moyenne par an, leur déficit public structurel, c'est-à-dire le solde budgétaire corrigé des influences conjoncturelles et de l'effet des mesures et facteurs ponctuels ou temporaires. Cette valeur de référence, de 0,5 point de pourcentage du PIB, porte sur le

GRAPHIQUE 12 SOLDE STRUCTUREL DE FINANCEMENT DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES DANS LA ZONE EURO (1) (2)

(variation en 2006 par rapport à 2005, points de pourcentage du PIB)



Source : CE.

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

(2) Les pays de la zone euro sont classés en fonction de l'importance relative de leur PIB en 2006.

moyen terme et les efforts à fournir doivent, en principe, être plus importants en période de haute conjoncture, afin de pouvoir laisser agir pleinement les stabilisateurs automatiques lorsque la croissance économique passe sous son potentiel. Elle constitue aussi le minimum annuel requis comme ajustement de la part des pays dont le déficit public est excessif.

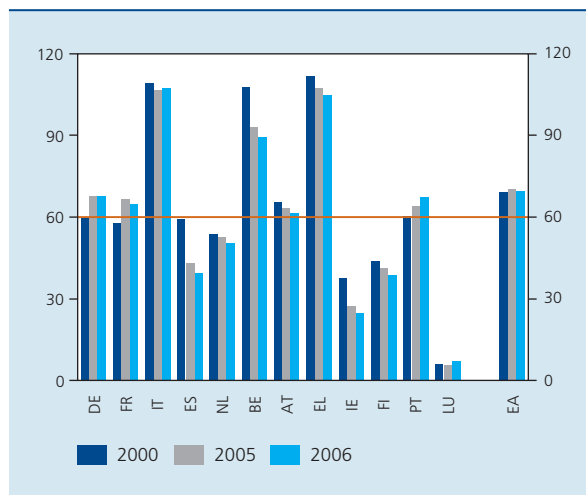
Selon les calculs de la CE, le déficit budgétaire structurel de la zone euro s'est globalement réduit de 0,4 point de pourcentage du PIB au cours de l'année sous revue, revenant à 1,7 p.c. Cette amélioration est donc légèrement inférieure à la valeur de référence susvisée, une évolution d'autant plus décevante que l'embellie conjoncturelle aurait dû conduire les États membres à en profiter pour accélérer le rythme de consolidation de leurs finances publiques. Les progrès accomplis ont toutefois très nettement varié d'un pays de la zone euro à l'autre. Parmi ceux qui présentaient un déficit public excessif en 2005, la Grèce et le Portugal avaient convenu avec la CE d'une procédure de correction leur imposant de viser une amélioration structurelle de quelque 1,5 point de pourcentage du PIB en 2006, ce à quoi ils sont parvenus, tandis que l'Allemagne et l'Italie avaient obtenu un délai de deux ans pour réduire leur impasse structurelle de respectivement 1 et 1,6 point. L'Allemagne a fourni l'effort requis en 2006, mais l'Italie l'a presque intégralement postposé à 2007. La France, l'Irlande et l'Espagne ont

également enregistré de nets progrès dans l'assainissement de leurs finances publiques. En revanche, aucune amélioration du solde budgétaire structurel n'a été réalisée dans les autres pays.

Contrairement aux années précédentes, le taux d'endettement public dans la zone euro a globalement reculé, de quelque 1,2 point de pourcentage du PIB, pour atteindre 69,5 p.c. À l'exception du Portugal et de l'Italie, cette évolution favorable s'est manifestée dans tous les pays. Il n'en reste pas moins que sept des douze États membres ont présenté un taux d'endettement supérieur au seuil de 60 p.c. du PIB. En outre, l'endettement public des pays membres est, dans l'ensemble, resté inchangé par rapport à l'année 2000. Ce constat s'explique essentiellement par le caractère accommodant des politiques budgétaires en France, en Allemagne et au Portugal, où la dette publique a progressé dans cette entrefaite, et par la lenteur du processus de désendettement dans une série d'autres pays, comme l'Italie, la Grèce, les Pays-Bas et l'Autriche.

Dans l'étude qu'elle a consacrée en 2006 à la soutenabilité à long terme des finances publiques dans la zone euro, en se fondant sur de nouvelles estimations des retombées budgétaires du vieillissement de la population, la CE conclut que cette viabilité n'est aucunement assurée. Sur la base des réalisations de soldes budgétaires primaires structurels et de dettes publiques en 2005, elle montre que, même en ne tenant pas compte des coûts du vieillissement, près de la moitié des pays de la zone euro

GRAPHIQUE 13 DETTE PUBLIQUE BRUTE CONSOLIDÉE DANS LA ZONE EURO (1)
(pourcentages du PIB)



Source : CE.

(1) Les pays de la zone euro sont classés en fonction de l'importance relative de leur PIB en 2006.

– Portugal, Grèce, Allemagne, France et Italie – risquent de faire face à une augmentation incontrôlable de leur endettement public dans l’hypothèse où leur politique budgétaire ne serait pas revue. L’incidence négative à long terme du vieillissement démographique sur les finances publiques sera la plus marquée au Luxembourg, au Portugal, en Irlande et en Belgique. Si l’on tient compte d’autres éléments d’appréciations, tels que le niveau actuel de l’endettement public ou de la pression fiscale et parafiscale, la CE estime que les risques pour la soutenabilité budgétaire sont élevés pour la Grèce et le Portugal, modérés en ce qui concerne la Belgique, l’Allemagne, la France, l’Espagne, l’Italie, l’Irlande et le Luxembourg, et faibles en Finlande, en Autriche et aux Pays-Bas.

1.5.2 États membres de l’UE25 n’appartenant pas à la zone euro et pays adhérents

ÉVOLUTIONS ÉCONOMIQUES RÉCENTES

Les États membres de l’UE25 qui n’appartiennent pas à la zone euro ont tous enregistré, à l’exception de Malte, une croissance économique plus soutenue que la moyenne observée dans la zone euro. C’est tout particulièrement le cas des huit pays d’Europe centrale et de l’Est, qui participent à un mouvement de rattrapage vis-à-vis de la zone euro; le revenu par habitant y est en effet sensiblement inférieur.

TABLEAU 12 SITUATION ÉCONOMIQUE EN 2006 DES ÉTATS MEMBRES DE L’UE25 QUI N’APPARTIENNENT PAS À LA ZONE EURO⁽¹⁾

	PIB en volume (pourcentages de variation par rapport à l’année précédente)	IPCH	Chômage (pourcentages de la population active)	Finances publiques ⁽²⁾		Balance courante des paiements	PIB par habitant ⁽³⁾ (UE15 = 100)
				Solde de financement	Dette		
Royaume-Uni	2,7	2,3	5,4	-2,9	43,2	-2,5	108,1
Suède	4,0	1,5	7,1	1,7	47,4	6,3	110,8
Danemark	3,0	1,9	3,8	3,0	29,8	1,9	114,5
<i>Moyenne</i>	<i>2,9</i>	<i>2,2</i>	<i>5,4</i>	<i>-1,8</i>	<i>42,5</i>	<i>-1,0</i>	<i>109,0</i>
Pologne	5,2	1,3	14,0	-4,2	49,3	-2,3	47,3
République tchèque	6,0	2,1	7,2	-3,5	30,9	-3,1	70,5
Hongrie	4,0	4,0	7,5	-10,1	67,6	-7,3	59,1
Slovaquie	6,7	4,3	13,3	-3,4	33,0	-7,8	53,1
<i>Moyenne</i>	<i>5,3</i>	<i>2,3</i>	<i>11,3</i>	<i>-5,0</i>	<i>47,0</i>	<i>-3,8</i>	<i>55,0</i>
Slovénie	4,8	2,5	6,0	-1,6	28,4	-1,9	76,8
Lituanie	7,8	3,8	5,9	-1,0	18,9	-8,9	50,0
Lettonie	11,0	6,6	6,9	-1,0	11,1	-16,1	47,2
Estonie	10,9	4,4	5,6	2,5	4,0	-11,5	58,6
<i>Moyenne</i>	<i>9,5</i>	<i>4,8</i>	<i>6,1</i>	<i>-0,1</i>	<i>12,9</i>	<i>-11,7</i>	<i>51,3</i>
Chypre	3,8	2,2	4,9	-1,9	64,8	-6,0	76,0
Malte	2,3	2,6	7,4	-2,9	69,6	-10,9	64,4
<i>p.m. Roumanie</i>	<i>7,2</i>	<i>6,6</i>	<i>7,3</i>	<i>-1,4</i>	<i>13,7</i>	<i>-10,3</i>	<i>32,1</i>
<i>Bulgarie</i>	<i>6,0</i>	<i>7,3</i>	<i>8,9</i>	<i>3,3</i>	<i>25,8</i>	<i>-13,9</i>	<i>30,7</i>

Source: CE.

(1) Les pays sont classés par groupe, en fonction de l’importance relative de leur PIB en 2006.

(2) Abstraction faite des recettes des fonds de pension à cotisations prédéfinies, que le Danemark, la Pologne et la Suède ont été autorisés par Eurostat à considérer comme des recettes publiques jusqu’en 2007. La dette publique de ces pays comprend de ce fait les engagements financiers des administrations publiques à l’égard de ces fonds.

(3) Sur la base des parités de pouvoir d’achat, c’est-à-dire compte tenu de la différence de niveau absolu des prix entre les pays.

Après avoir progressé à un rythme exceptionnellement lent en 2005, la croissance de l'activité s'est à nouveau accélérée au Royaume-Uni en 2006. La consommation privée a été encouragée par une expansion de l'emploi et un redressement du marché du logement. Les investissements des entreprises ont sensiblement augmenté, stimulés par la forte rentabilité et les faibles coûts de financement, tandis que les investissements publics ont poursuivi leur tendance haussière, conformément à la politique du gouvernement britannique visant à améliorer ou restaurer la qualité des services publics. Outre la hausse des cours du pétrole brut, le relèvement des prix des services d'utilité publique et l'augmentation des coûts de l'enseignement supérieur ont fait grimper l'inflation à 2,3 p.c. au cours de l'année sous revue, soit un taux supérieur à l'objectif de 2 p.c. que s'est fixé la *Bank of England*. L'ouverture des frontières aux travailleurs des nouveaux États membres de l'UE25 a entraîné une vaste immigration de main-d'œuvre; associée à l'accroissement du taux de participation des travailleurs âgés, soucieux du montant de leur pension de retraite, elle a considérablement accru l'offre de travail. Même si l'économie britannique continue de générer un grand nombre d'emplois, le taux de chômage a augmenté, à 5,4 p.c., un niveau qui reste toutefois nettement en deçà de celui enregistré pour la zone euro. Des retards dans la mise en œuvre d'investissements publics décidés préalablement ont contribué à faire revenir le déficit public juste sous la barre des 3 p.c. du PIB et ce, pour la première fois depuis 2003. Le 24 janvier 2006, le Conseil Ecofin a décidé que le Royaume-Uni se trouvait en situation de déficit public excessif et a demandé de ramener le déficit sous la barre des 3 p.c. du PIB au cours de l'exercice budgétaire 2006/2007: il semble que ce pays atteindra cet objectif, même s'il n'y est pas contraint par d'éventuelles sanctions financières.

En Suède et au Danemark, la vive croissance économique a principalement été portée par la demande intérieure, qui a été favorablement influencée par la progression de l'emploi et la faiblesse des taux d'intérêt, de même que par le niveau toujours élevé de la confiance des consommateurs qui découlait de la stabilité du cadre macroéconomique, caractérisé par un faible taux d'inflation, des excédents importants des administrations publiques, une dette publique modeste et décroissante et un excédent substantiel du compte courant extérieur.

La plupart des pays d'Europe centrale et de l'Est qui sont devenus membres de l'UE en 2004 ont affiché des taux de croissance plus de deux fois supérieurs à ceux enregistrés en moyenne par la zone euro; l'augmentation du PIB a même dépassé 10 p.c. dans deux États baltes. La consommation et les investissements privés ont été les moteurs de cette expansion. Même si sa dynamique a

quelque peu varié d'un pays à l'autre, la consommation privée a en règle générale vivement progressé en raison de la hausse de l'emploi et du revenu des ménages, mais aussi grâce à une intensification de l'octroi de crédits et à la baisse des taux d'intérêt. Par ailleurs, les investissements privés ont largement contribué à la croissance, notamment grâce à l'afflux d'investissements directs étrangers et à une vive expansion de la construction de logements. En Pologne, l'accroissement de la consommation privée a été quelque peu freiné par le faible niveau de la confiance des consommateurs, dû à l'instabilité politique, tandis que l'assainissement budgétaire en Hongrie a grevé la demande intérieure.

Dans tous ces pays, exception faite de la Pologne, l'inflation a dépassé le seuil des 2 p.c., en général largement. Une demande intérieure dynamique et des hausses relativement vives des salaires sont à l'origine de ce phénomène. En Hongrie, l'assainissement budgétaire, qui a nécessité un alourdissement de la fiscalité indirecte et l'allègement d'un certain nombre de subsides, associé à la dépréciation du forint, a lui aussi joué un rôle.

Eu égard à une croissance économique favorable et à l'émigration de travailleurs, la baisse du taux de chômage a été considérable dans les pays d'Europe centrale et de l'Est, à l'exception de la Hongrie, ce qui a donné lieu à des pénuries sur le marché du travail, en particulier dans les États baltes. En raison des restructurations économiques drastiques, le chômage de longue durée, très variable d'une région à l'autre, a néanmoins continué de représenter un souci.

Le problème le plus inquiétant reste le solde de financement des administrations publiques des pays dits de Visegrad, à savoir la Pologne, la République tchèque, la Hongrie et la Slovaquie, qui a continué à dépasser 3 p.c. du PIB. Le Conseil européen avait déjà constaté un déficit public excessif dans chacun de ces quatre pays en 2004, mais entre-temps la situation ne s'est pas améliorée. En 2006, la situation des finances publiques a continué de se dégrader de manière préoccupante, principalement en Hongrie, où les dépenses, en particulier en matière de soins de santé et d'allocations sociales, semblent difficiles à maîtriser, et les objectifs budgétaires sont dès lors systématiquement dépassés. Les économies draconiennes que le gouvernement a annoncées, notamment en matière de réduction de l'appareil public et de diminution des subsides, de même que les relèvements de la fiscalité indirecte, ont freiné l'expansion de l'activité économique et suscité une certaine agitation politique. Contrastant nettement avec les pays de Visegrad, les États baltes ont enregistré un léger déficit public, voire, parfois, un excédent.

Les pays d'Europe centrale et de l'Est affichent tous un déficit plus ou moins important de la balance courante des paiements. C'est là une situation normale, compte tenu de leur vive croissance économique, qui non seulement encourage les importations, mais génère également des rendements attractifs sur les investissements, de sorte que nombre de ces pays peuvent facilement financer leur déficit courant par des flux de capitaux étrangers. Dans certains pays, les déséquilibres courants commencent néanmoins à inquiéter, dans la mesure où ils sont plutôt la conséquence d'un déficit public croissant et où ils sont de plus en plus financés par des flux de capitaux volatils.

La Slovaquie est l'État membre qui enregistre la croissance la plus équilibrée, avec une inflation modérée et des finances publiques saines. Ceci explique aussi pourquoi elle a été le premier nouvel État membre de l'UE25 à entrer dans la zone euro, le 1^{er} janvier 2007.

Chypre et Malte sont de nouveaux États membres plus avancés et profitent donc moins d'un mouvement de rattrapage économique. Malte a connu une mauvaise saison touristique 2006, ce qui explique son taux de croissance économique relativement modeste et l'important déficit de sa balance courante. Les finances publiques maltaises étaient, en outre, toujours en situation de déficit excessif.

Sur la base d'un rapport de la CE, le Conseil européen de Bruxelles des 14 et 15 décembre 2006 a décidé que la Bulgarie et la Roumanie étaient autorisées à devenir membres de l'UE à partir du 1^{er} janvier 2007, moyennant toutefois l'application d'un certain nombre de mesures de sauvegarde et de correction, une exigence motivée par une amélioration moins sensible que prévu de la situation en matière de corruption. Il s'agit de deux pays dont le PIB par habitant mesuré en termes de parité de pouvoir d'achat est inférieur à un tiers de la moyenne de l'UE15. Même s'ils augmentent la population de l'UE de 6,3 p.c., avec respectivement 7,7 et 21,6 millions d'habitants, ils ne contribuent ensemble que pour 1 p.c. environ au PIB de l'UE. L'agriculture et l'industrie y sont plus importantes que dans le reste de l'Union, tandis que les secteurs des services privés et publics y sont encore relativement modestes. Ces deux économies sont en forte expansion depuis quelques années, tirées en particulier par la consommation privée et, plus encore, par les investissements privés, mais la poursuite d'une croissance prolongée pourrait être mise à mal par l'indétermination des infrastructures, la faible qualité de l'enseignement et l'exode de main-d'œuvre qualifiée.

ÉVOLUTIONS EN MATIÈRE DE POLITIQUE MONÉTAIRE

Les pays qui ne participent pas au MCE II poursuivent uniquement un objectif d'inflation, parfois associé à un objectif de cours de change. Le taux directeur de la *Bank of England* est resté fixé à 4,50 p.c. jusqu'au début du mois d'août, mais, eu égard à la robustesse de la croissance économique et à la vigueur de la progression de la masse monétaire et des crédits qui impliquaient le risque que l'inflation demeure supérieure à l'objectif durant une plus longue période, il a été relevé à 4,75 p.c. à dater du 4 août, avant d'être une nouvelle fois augmenté d'un quart de point de pourcentage le 9 novembre, atteignant de la sorte 5 p.c., son niveau le plus élevé depuis septembre 2001. Pour les mêmes raisons, la *Sveriges Riksbank* a accru en cours d'année le taux des pensions en six étapes, de 0,25 point de pourcentage chacune, le portant de 1,50 à 3 p.c.

La Pologne poursuit un objectif d'inflation de 2,5 p.c., avec une marge de 1 p.c. Dans le contexte d'anticipations d'inflation favorables, la *Narodowy Bank Polski* a encore pu continuer au début de 2006 sa politique d'abaissement des taux d'intérêt menée tout au long de 2005. Elle a encore abaissé son taux directeur de 0,25 point de pourcentage à deux reprises, de sorte que celui-ci s'est établi à 4 p.c. à partir du début du mois de mars. La banque centrale tchèque, la *Česká národní banka*, est parvenue à réaliser son objectif d'inflation de 3 p.c., avec une marge de 1 point de pourcentage, en relevant son taux directeur en deux étapes, de 2 à 2,50 p.c. Enfin, la Hongrie vise une inflation de 3,5 p.c., avec une marge de 1 point de pourcentage, et a procédé à la liaison unilatérale de sa monnaie à l'euro, au cours-pivot de 282,36 forints pour 1 euro. Le forint s'est déprécié de 4 p.c. vis-à-vis de l'euro de janvier à mars, avant de reculer une nouvelle fois de plus de 4 p.c. en juin après une stabilisation temporaire. Cette forte dépréciation, ainsi que la plus grande volatilité pendant l'année sous revue, reflètent la détérioration des finances publiques et le déficit croissant de la balance courante. Dans ce contexte et compte tenu de la dégradation des perspectives d'inflation, la *Magyar Nemzeti Bank* s'est vue contrainte de procéder à un relèvement marqué de son taux d'intérêt de base à partir de la mi-2006: celui-ci est passé en plusieurs étapes de 6,25 à 8 p.c. Depuis juillet, le forint s'est rétabli, revenant à la fin de l'année sous revue à son niveau de début de l'année.

Les autres pays participent au MCE II. Leur monnaie a été stable vis-à-vis de l'euro, exception faite de la couronne slovaque qui s'est appréciée de 9,1 p.c. Les banques centrales de ces pays ont suivi la politique de taux d'intérêt de la BCE au cours de l'année sous revue.

Le 11 juillet 2006, à la suite de rapports sur la convergence favorables établis le 16 mai par la BCE et la CE, le Conseil européen a décidé que la Slovénie entrerait le 1^{er} janvier 2007 dans la zone euro, laquelle compte désormais treize membres. Le tolar slovène est demeuré quasiment stable vis-à-vis de l'euro, tandis que la *Banka Slovenije* a aligné au second semestre son taux directeur sur celui de la BCE, annulant de la sorte la baisse qu'elle avait opérée pendant

la première moitié de l'année. La Lituanie, qui désire elle aussi entrer dans la zone euro, s'est heurtée au problème que son inflation mesurée par l'IPCH avait atteint en moyenne 2,7 p.c. l'année précédente, niveau légèrement supérieur à la valeur de référence, tandis que les rapports sur la convergence pointaient plusieurs risques pesant sur l'inflation au cours des prochaines années.

2.

2.1 Aspects stratégiques

Conformément au traité instituant la Communauté européenne, l'objectif principal de la politique monétaire de l'Eurosystème est de maintenir la stabilité des prix, définie par le Conseil des gouverneurs de la BCE comme une progression annuelle de l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) dans la zone euro inférieure à, mais proche de, 2 p.c. à moyen terme. Ainsi, la politique monétaire permet d'ancrer solidement les anticipations d'inflation, de réduire les primes de risque incorporées dans les taux d'intérêt à long terme et de préserver au maximum les informations fournies par les changements de prix relatifs. Tous ces éléments contribuent, en fin de compte, à un environnement économique propice à une croissance durable et à la création d'emplois.

Le fait que l'inflation dans la zone euro se soit élevée légèrement au-dessus de l'objectif au cours de l'année sous revue, à 2,2 p.c., n'est pas en contradiction avec cette stratégie eu égard à son orientation explicite à moyen terme. L'Eurosystème dispose de la sorte de la flexibilité nécessaire en cas de chocs sur les prix relatifs : compte tenu de ses délais longs et variables de transmission, la politique monétaire ne peut en effet empêcher les effets directs de ces chocs sur l'inflation. Une telle stratégie permet d'éviter que ces derniers n'engendrent un niveau de volatilité indésirable tant pour l'instrument de politique monétaire lui-même, à savoir les taux d'intérêt directeurs, que pour l'activité économique. En 2006, l'inflation a, en effet, de nouveau été fortement influencée par les répercussions directes de la hausse des cours du pétrole brut, qui a résulté, pour une large part, de la forte expansion des économies émergentes, même si cette influence a été compensée dans une certaine mesure par un effet inverse trouvant lui aussi son origine dans ce processus de mondialisation croissante, à savoir l'incidence des importations de produits manufacturés en provenance des pays émergents à faibles coûts, comme la Chine, l'Inde ou les nouveaux États membres de l'UE25.

Compte tenu de la nature prospective de la politique monétaire, le Conseil des gouverneurs a jugé opportun de relever progressivement ses taux directeurs, non pas

tant en réponse au nouveau dépassement du seuil associé à la stabilité des prix au cours de la période sous revue, que parce qu'il était devenu évident que le faible niveau des taux d'intérêt à court terme comportait des risques croissants pour la stabilité des prix à moyen terme. Le taux de soumission minimal des opérations principales de refinancement a donc été porté, en cinq étapes, de 2,25 p.c. – le niveau qu'il avait atteint à la fin de 2005 – à 3,50 p.c. en décembre 2006. Lors de ces relèvements, le Conseil des gouverneurs a pris en considération les risques à la hausse pesant sur la stabilité des prix à moyen terme que les deux piliers du cadre analytique de la politique monétaire, à savoir l'analyse économique et l'analyse monétaire, permettaient d'identifier.

Analyse économique

Dès le début de l'année sous revue, le Conseil des gouverneurs a estimé que la reprise de la croissance timidement amorcée à la mi-2005 allait se prolonger et plus fondamentalement, se renforcer pour atteindre un niveau proche du potentiel en 2006 et 2007. Toutefois, dans un premier temps, une certaine incertitude quant à l'ampleur de ce redressement continuait de persister en raison notamment de l'écart qui s'était creusé entre, d'une part, les différents indicateurs de confiance qui laissaient présager un rebond vigoureux de l'activité économique, d'autre part, les données du PIB pour le dernier trimestre de l'année 2005, qui signalaient un léger fléchissement de la croissance.

À partir du deuxième trimestre, ces incertitudes ont progressivement commencé à se dissiper à mesure que des indicateurs, tels que la production industrielle ou le commerce de détail, venaient confirmer le redressement de l'activité économique. Par ailleurs, à partir du printemps, les projections pour la croissance en 2006 réalisées par l'Eurosystème et par différents organismes ont été graduellement revues à la hausse par rapport à celles de la fin de 2005, une évolution contrastant ainsi fortement avec la situation qui avait prévalu les années antérieures, au cours desquelles les projections pour la croissance avaient été constamment revues à la baisse.

TABLEAU 13 PROJECTIONS POUR LA CROISSANCE DU PIB ET L'INFLATION DANS LA ZONE EURO

(pourcentages de variation annuelle)

	Projections pour 2006				Projections pour 2007		
	2 ^e trimestre 2005	4 ^e trimestre 2005	2 ^e trimestre 2006	4 ^e trimestre 2006	4 ^e trimestre 2005	2 ^e trimestre 2006	4 ^e trimestre 2006
PIB (en volume)							
CE	2,1	1,9	2,1	2,6	2,1	1,8	2,1
FMI ⁽¹⁾	2,3	1,8	2,0	2,4	2,2	1,9	2,0
OCDE	2,0	2,1	2,2	2,6	2,2	2,1	2,2
Consensus économique ⁽²⁾	1,9	1,7	2,1	2,6	–	1,8	1,9
EPP ⁽³⁾	2,0	1,7	2,1	2,6	2,0	1,9	2,0
Eurosystème	[1,5 – 2,5]	[1,4 – 2,4]	[1,8 – 2,4]	[2,5 – 2,9]	[1,4 – 2,4]	[1,3 – 2,7]	[1,7 – 2,7]
Inflation							
CE	1,5	2,2	2,2	2,2	1,8	2,2	2,1
FMI ⁽¹⁾	1,7	1,8	2,1	2,3	1,9	2,2	2,4
OCDE	1,3	2,1	2,1	2,2	1,6	2,0	1,9
Consensus économique ⁽²⁾	1,7	1,9	2,2	2,3	–	2,1	2,2
EPP ⁽³⁾	1,8	2,0	2,1	2,2	1,8	2,1	2,1
Eurosystème	[0,9 – 2,1]	[1,6 – 2,6]	[2,1 – 2,5]	[2,1 – 2,3]	[1,4 – 2,6]	[1,6 – 2,8]	[1,5 – 2,5]

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

(1) Pour les 4^e trimestres de 2005 et 2006, les projections réalisées par le FMI sont celles publiées en septembre de l'année considérée.

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

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

Pour 2007, en revanche, on continuait à prévoir une expansion de l'activité économique proche du niveau potentiel. Certains prévisionnistes ont même revu, pendant le premier semestre de 2006, quelque peu à la baisse leurs projections pour 2007, en raison principalement de l'incidence que pourrait exercer la consolidation budgétaire en Allemagne. Ce facteur était, par contre, déjà pris en compte, dès décembre 2005, dans les projections réalisées par l'Eurosystème.

Le Conseil des gouverneurs considérait que les risques entourant ce scénario de référence, qui prévoyait une croissance économique proche de son niveau potentiel, étaient plus ou moins équilibrés à court terme. En revanche, à moyen terme, ce scénario de base demeurait entaché d'importants risques à la baisse, liés essentiellement aux cours élevés du pétrole, à un possible regain des tensions protectionnistes et à l'éventualité d'une correction brutale des déséquilibres globaux qui pouvait entraîner une hausse considérable des taux d'intérêt à long terme ainsi qu'une chute abrupte du dollar des États-Unis.

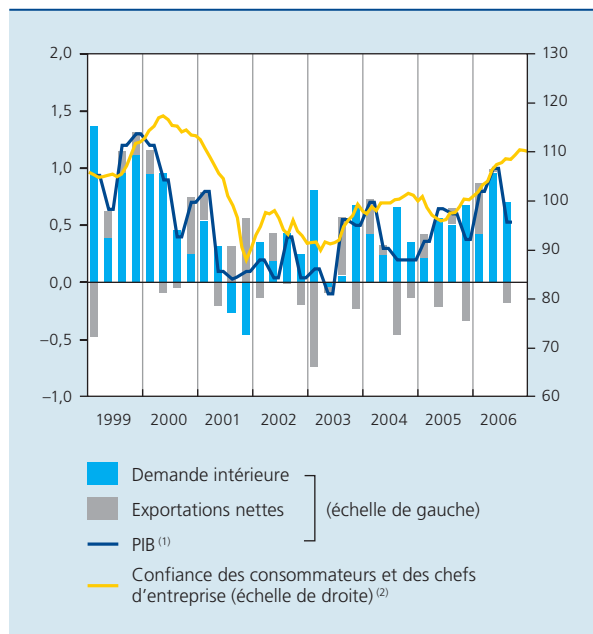
Ensuite, sur la base des données de la comptabilité nationale, il est apparu que l'activité économique s'était effectivement renforcée au premier semestre : selon les

premières estimations, révisées par la suite à la hausse, le PIB en volume avait progressé respectivement de 0,6 et 0,9 p.c. aux premier et deuxième trimestres, un rythme nettement supérieur à ce que les diverses institutions avaient anticipé dans leurs projections. La décomposition du PIB faisait, en outre, apparaître que la croissance économique dans la zone euro au cours de la première moitié de l'année reposait sur une assise plus large que par le passé, dans la mesure où la demande intérieure, et en particulier les investissements, ont commencé à jouer un rôle croissant. En revanche, dans un environnement où les augmentations salariales restaient contenues, les cours élevés du pétrole continuaient à peser sur le revenu disponible des ménages et constituaient, de la sorte, un frein à la reprise de la consommation privée, qui en dépit d'une légère accélération, restait très modérée.

Dans ce contexte, le Conseil des gouverneurs considérait que les conditions demeuraient réunies pour assurer la poursuite de la progression du PIB dans la seconde partie de l'année, toutefois à un rythme plus proche du rythme potentiel. Ainsi, les exportations de la zone euro devaient continuer à bénéficier de la vigueur de la croissance mondiale, alors que les investissements devaient pouvoir encore profiter de conditions de financement favorables

GRAPHIQUE 14 ACTIVITÉ ÉCONOMIQUE ET INDICATEURS DE CONFIANCE DANS LA ZONE EURO

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



Source : CE.

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

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

et de l'amélioration de la rentabilité des entreprises. On s'attendait également à une amélioration de la consommation privée, à la suite d'une augmentation du revenu réel disponible des particuliers, résultant essentiellement d'un accroissement de l'emploi.

Sur cette base, les projections relatives à la croissance économique pour 2006 ont été de nouveau revues à la hausse en deuxième partie d'année, reflétant principalement les meilleurs résultats enregistrés aux deux premiers trimestres. Pour la seconde moitié de 2006 et pour 2007, les révisions ont été toutefois plus limitées et on continuait globalement à prévoir une croissance proche de son niveau potentiel. Le Conseil des gouverneurs a confirmé que les risques pesant sur les perspectives d'évolution du PIB à court terme restaient équilibrés, alors que ceux pesant sur l'activité économique à moyen terme étaient toujours orientés à la baisse et globalement similaires à ceux identifiés précédemment. Au troisième trimestre, l'accroissement du PIB s'est établi à 0,5 p.c., juste en deçà des attentes, reflétant probablement une légère correction après la croissance exceptionnelle enregistrée au deuxième trimestre. Cette évolution ne remettait néanmoins pas en cause le scénario de référence du Conseil des gouverneurs

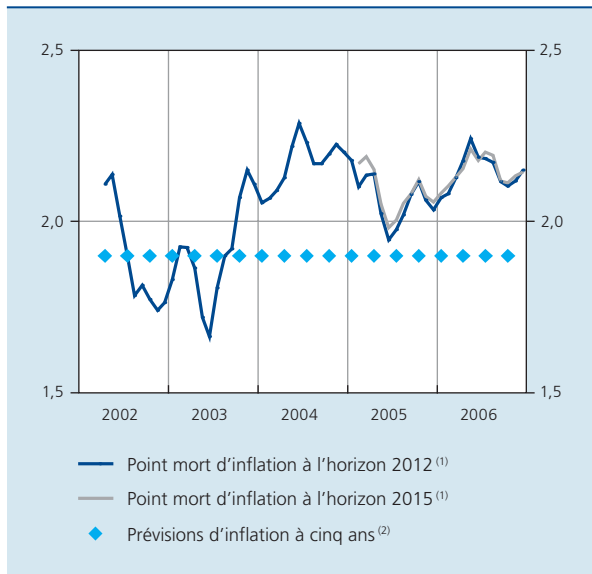
qui tablait sur une continuation de l'expansion de l'activité économique dans la zone euro au dernier trimestre de 2006 et en 2007. En effet, la majorité des indicateurs de confiance demeuraient, au dernier trimestre de 2006, largement orientés à la hausse.

En ce qui concerne l'inflation, l'éventualité d'un dépassement du seuil des 2 p.c. en 2006 s'est rapidement concrétisée au cours de l'année sous revue. Ainsi, l'augmentation annuelle de l'IPCH est restée, pendant les huit premiers mois, largement au-dessus de 2 p.c., culminant à 2,5 p.c. au deuxième trimestre, en raison essentiellement de l'envolée des prix du pétrole. À partir du mois de septembre, l'inflation s'est, en revanche, inscrite en net recul, compte tenu du repli important des cours du pétrole brut sur les marchés internationaux et d'un effet de base favorable découlant de la forte hausse des prix pétroliers survenue en 2005, à la suite des intempéries qui avaient frappé le sud-est des États-Unis. Alors qu'elle avait atteint 1,6 p.c. en octobre, elle s'est à nouveau accélérée en fin d'année, pour atteindre 1,9 p.c. en décembre.

Le Conseil des gouverneurs a, par ailleurs, exprimé au cours de l'année sous revue son inquiétude grandissante quant aux risques pesant sur la stabilité des prix à moyen terme. Depuis le printemps, l'ensemble des prévisionnistes tablait généralement sur une inflation supérieure à 2 p.c. pour 2007 également, eu égard notamment au relèvement de la taxation indirecte en Allemagne. Le Conseil des gouverneurs a indiqué que le scénario de référence pour l'inflation, qui prévoyait que celle-ci soit quelque peu supérieure à 2 p.c. en 2006 et en 2007, était assorti de risques importants à la hausse liés principalement à une poursuite éventuelle du renchérissement du pétrole, à d'éventuels relèvements additionnels des impôts indirects et des prix administrés et à la possibilité que les effets indirects et de contagion, dits de second tour, soient plus importants que prévu initialement. En effet, une situation où l'inflation dépasse pendant une plus longue période le seuil de 2 p.c. comporte le risque de l'apparition d'effets de second tour et d'une dérive des attentes inflationnistes.

Le Conseil a, en outre, estimé que les risques susvisés s'étaient davantage manifestés pendant l'année sous revue dans la mesure où la vigueur de la croissance économique et l'amélioration concomitante des conditions sur le marché du travail érodaient les capacités de production excédentaires et étaient dès lors susceptibles de favoriser des hausses salariales excessives. Ainsi, les anticipations d'inflation, mesurées sur la base des obligations indexées, ont sensiblement augmenté, atteignant un pic à 2,21 p.c. en mai, pour se relâcher progressivement ensuite, eu égard probablement à la continuation du resserrement

GRAPHIQUE 15 ANTICIPATIONS D'INFLATION DANS LA ZONE EURO
(pourcentages de variation annuelle de l'IPCH)



Source : BCE.

(1) Le point mort d'inflation correspond à la différence entre les rendements d'obligations publiques nominales et d'obligations publiques indexées qui échoient à l'horizon mentionné.

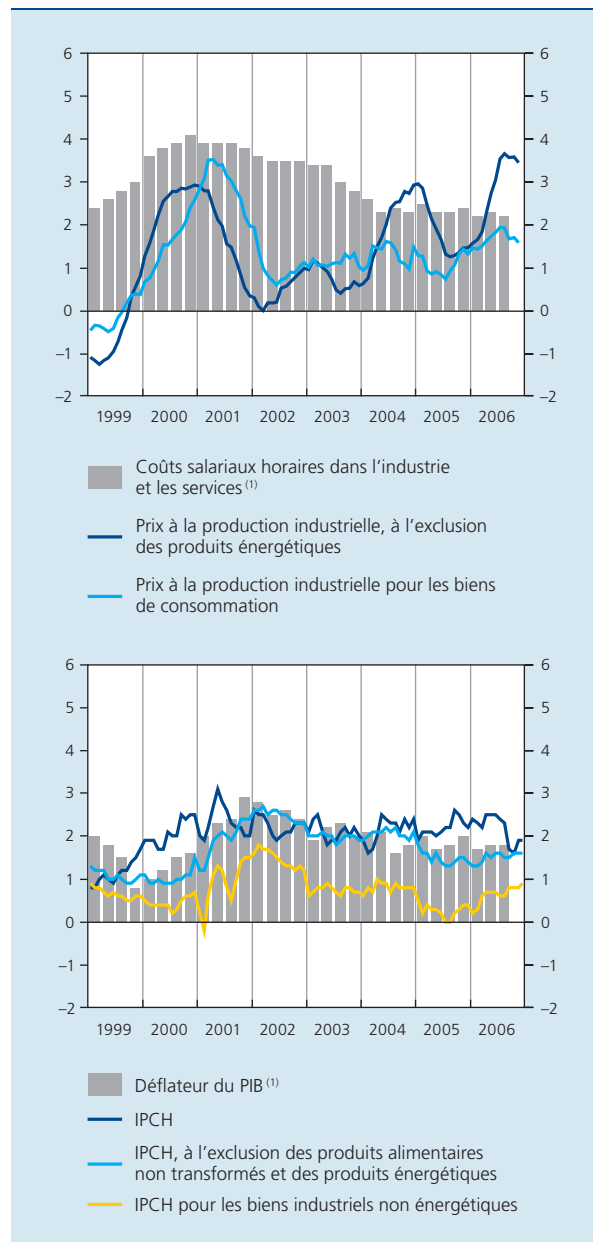
(2) Enquête menée par la BCE auprès des prévisionnistes professionnels.

de la politique monétaire. En revanche, les anticipations d'inflation à cinq ans mesurées sur la base de l'enquête menée par la BCE auprès des prévisionnistes professionnels sont demeurées stables à 1,9 p.c. ; toutefois, la même enquête révélait également que la probabilité d'observer une inflation supérieure à 2 p.c. dans cinq ans avait augmenté au cours de l'année. Eu égard à la nature prospective de la politique monétaire, le Conseil des gouverneurs a accordé davantage d'importance à l'appréciation de ces risques pesant sur la stabilité des prix à moyen terme, qu'au simple constat que pendant l'année sous revue, la matérialisation des effets indirects et de second tour était restée très limitée, comme en témoigne le fait que la tendance sous-jacente de l'inflation ait continué à osciller autour de 1,5 p.c.

Cette stabilité relative de la tendance sous-jacente de l'inflation n'implique toutefois pas que l'augmentation du prix du pétrole et des autres matières premières n'ait pas eu de répercussions sur le prix des autres biens. À cet égard, le Conseil des gouverneurs a indiqué que la dynamique des prix à la production industrielle à l'exclusion de l'énergie s'était singulièrement intensifiée en 2006, ce qui suggérait que la forte hausse des cours des matières premières énergétiques et non énergétiques commençait à se transmettre à des stades ultérieurs de la

chaîne de production, non seulement pour les biens intermédiaires, mais aussi pour les biens de consommation. La composante des biens industriels non énergétiques dans l'IPCH a suivi un mouvement similaire, bien que leur taux d'inflation soit resté inférieur à 1 p.c. en fin de période. Son évolution a, en effet, été freinée par l'incidence des importations meilleur marché de biens manufacturés découlant de la mondialisation.

GRAPHIQUE 16 PRIX ET COÛTS DANS LA ZONE EURO
(pourcentages de variation par rapport au mois correspondant de l'année précédente, sauf mention contraire)



Sources : CE, BCE.

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

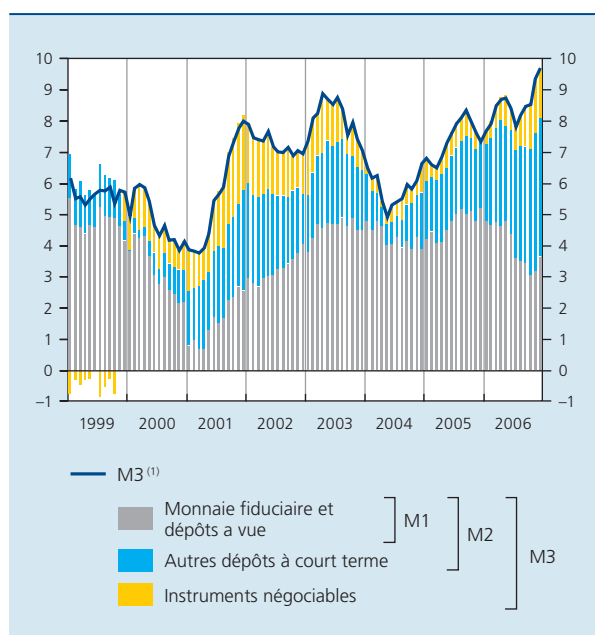
Mesurée à l'aide du déflateur du PIB, l'inflation d'origine domestique, qui s'est élevée à 1,8 p.c. en moyenne sur les trois premiers trimestres de l'année sous revue, est, toutefois, également restée contenue. L'évolution des coûts salariaux par unité produite, en particulier, a été modérée. Celle-ci peut, à son tour, être affectée par l'intensification de la concurrence globale et par l'impact des réformes structurelles sur les marchés du travail et de produits. Elle s'est, en outre, reflétée dans la hausse raisonnable des prix des services, qui est restée proche de 2 p.c.

Analyse monétaire

Au cours de l'année sous revue, le renforcement de la dynamique monétaire, amorcé mi-2004, s'est poursuivi. La croissance de l'agrégat monétaire large M3 a progressé de 7,7 p.c. en janvier à 9,7 p.c. en décembre. Au premier semestre, M3 a continué à être principalement tiré par l'agrégat M1, qui inclut les composantes les plus liquides, à savoir la monnaie en circulation et les dépôts à vue. Le Conseil des gouverneurs a attribué ce développement essentiellement au faible coût d'opportunité de la détention des encaisses monétaires associé au niveau toujours fort bas des taux d'intérêt pendant le premier semestre de l'année.

GRAPHIQUE 17 M3 ET SES COMPOSANTES

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



Source : BCE.

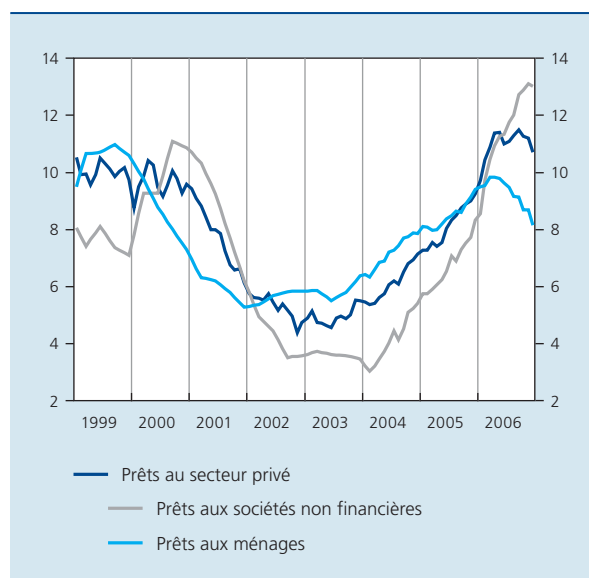
(1) Pourcentages de variation par rapport au mois correspondant de l'année précédente.

Par la suite, malgré le relèvement progressif des taux d'intérêt, la croissance de M3 ne s'est pas infléchie. Un élément important sous-jacent à ce développement a été le faible niveau des taux d'intérêt à long terme, qui a favorisé la détention des actifs à plus court terme, inclus notamment dans M3, au détriment des instruments financiers à plus longues échéances. La majoration des taux directeurs a toutefois commencé à influencer la dynamique des composantes de M3 en créant un effet de substitution entre celles-ci. Ainsi, le resserrement graduel de la politique monétaire a freiné quelque peu la croissance de M1, qui est passée de 10,1 p.c. en moyenne au premier semestre à 7,2 p.c. au second. En revanche, au sein de l'agrégat M2 moins M1, l'expansion des dépôts à terme avec une échéance inférieure à deux ans s'est significativement accélérée, alors que celle des dépôts remboursables avec préavis d'une durée inférieure à trois mois s'est ralentie, compte tenu du fait que la rémunération de ces derniers ne s'est pas ajustée aux taux du marché, contrairement à celle des dépôts à terme (pour plus de détails, voir l'encadré 3). Par ailleurs, le relèvement des taux a également accru l'attrait des titres de créance dont la maturité est inférieure à deux ans, qui ont progressé à hauteur de 38,5 p.c. en moyenne en 2006.

Dans le bilan consolidé des institutions financières monétaires (IFM), les prêts au secteur privé, principale contrepartie de M3, ont joué un rôle prépondérant dans la dynamique monétaire en 2006. L'octroi de ces prêts a

GRAPHIQUE 18 PRÊTS AU SECTEUR PRIVÉ

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



Source : BCE.

enregistré une progression très vigoureuse, passant de 8,1 p.c. en 2005 à 10,9 p.c. en 2006, soit le taux le plus élevé depuis le début de la troisième phase de l'UEM en 1999. Ce rythme d'expansion marqué recouvre toutefois des évolutions divergentes. Ainsi, la croissance des crédits octroyés aux ménages, bien que demeurant toujours à des niveaux élevés, a connu une certaine modération en 2006. La hausse progressive des taux d'intérêt hypothécaires, ainsi qu'une détérioration des perspectives sur le marché du logement dans certains pays, sont des éléments qui y ont contribué. En revanche, la progression de l'octroi de prêts aux sociétés non financières a été particulièrement forte, passant de 8,6 p.c. en janvier à 13 p.c. en décembre, après un pic de 13,1 p.c. en novembre. Différents facteurs ont concouru à ce développement, principalement la forte croissance économique et, plus particulièrement, celle des investissements, la dynamique des fusions et acquisitions et finalement, la probabilité que les entreprises aient jugé opportun d'anticiper quelque peu le financement de leurs projets d'investissements pour

bénéficier de conditions de prêts toujours favorables. Si on se base sur les résultats de l'enquête de l'Eurosystème auprès des établissements de crédit, on note aussi que les banques ont assoupli les critères d'octroi de prêts. En effet, la pratique plus répandue parmi les établissements de crédit de la titrisation, l'émergence de marchés de produits dérivés pour le crédit et le regain d'intérêt pour les prêts syndiqués ont facilité la gestion du risque de crédit pour les banques.

Ainsi, la dynamique soutenue des agrégats monétaires et de l'octroi de crédits témoigne d'une situation d'ample liquidité, qui présente des risques pour la stabilité des prix à plus long terme et amplifie les risques de déséquilibres sur les marchés des actifs. Comme en 2005, le Conseil des gouverneurs s'est montré inquiet à l'égard de cette évolution, en particulier au vu de la vigueur de la croissance économique et des développements sur le marché immobilier dans certains États membres de l'Union monétaire.

Encadré 3 – La transmission de la politique monétaire de l'Eurosystème aux taux d'intérêt de marché et aux taux bancaires dans la zone euro

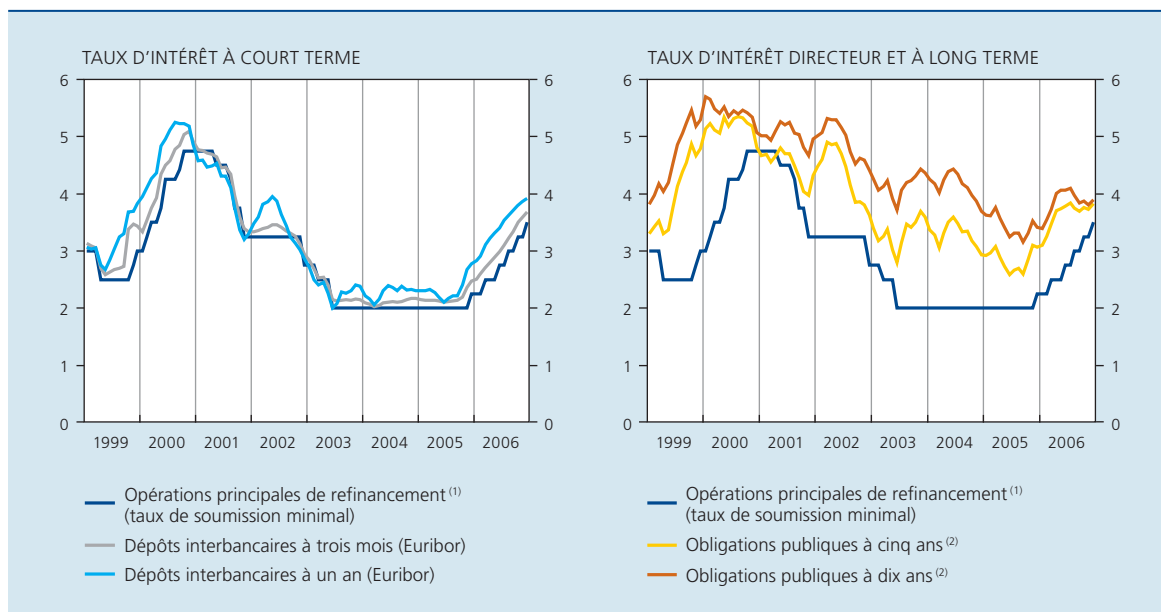
Le canal du taux d'intérêt est un des canaux via lesquels la banque centrale affecte la sphère réelle de l'économie. En modifiant ses taux directeurs – taux de référence du marché interbancaire –, celle-ci influence les taux des marchés monétaire et obligataire; son emprise dépend, toutefois, considérablement de l'échéance des taux d'intérêt. Une variation des taux sur ces marchés incite, par ailleurs, les établissements de crédit à ajuster, à des degrés divers, les conditions de prêts et de dépôts, qui influencent par la suite le comportement des agents économiques en matière de consommation, d'épargne et d'investissement. De la sorte, ces établissements jouent, en règle générale, un rôle important dans l'efficacité de la transmission des impulsions de la politique monétaire, en déterminant la vitesse et l'ampleur à laquelle ils modifient les taux débiteurs et créditeurs à la suite d'un changement des taux d'intérêt par la banque centrale. Cet encadré analyse, d'une part, la transmission dans la zone euro du cycle de hausse du taux directeur principal de l'Eurosystème, amorcé en décembre 2005, à la courbe des rendements, d'autre part, la transmission de ceux-ci vers les taux débiteurs et créditeurs appliqués par les banques.

Sur le marché monétaire, le relèvement du taux d'intérêt directeur principal de l'Eurosystème, à savoir le taux de soumission minimal sur les opérations principales de refinancement, de 2 p.c. en novembre 2005 à 3,50 p.c. en décembre 2006, s'est accompagné d'un accroissement quasiment identique des taux d'intérêt dont la maturité est inférieure à un an. Le mouvement haussier des taux sur le marché monétaire a même anticipé celui du taux directeur, dès septembre 2005, lors du renforcement dans le ton de la communication de la BCE. Une transmission vers les taux à plus long terme a également été observée. Leur hausse, qui faisait suite à une baisse particulièrement marquée en 2004 et 2005, a toutefois été plus faible pour les échéances les plus longues, de sorte que l'on a assisté à un aplatissement de la courbe des rendements sans risque. Ainsi, les taux d'intérêt à cinq ans ont connu une progression de 123 points de base sur la période allant de septembre 2005 à décembre 2006, contre seulement 74 points de base pour les rendements des obligations d'État à dix ans.



TRANSMISSION DU TAUX DIRECTEUR AUX TAUX D'INTÉRÊT DE MARCHÉ À DIVERSES ÉCHÉANCES

(moyennes mensuelles, sauf mention contraire)



Sources : Thomson Financial Datastream, BCE.

(1) Données à fin de mois.

(2) Moyenne des taux de rendement sur les obligations émises par les États membres de la zone euro, pondérée par les encours respectifs de la dette publique.

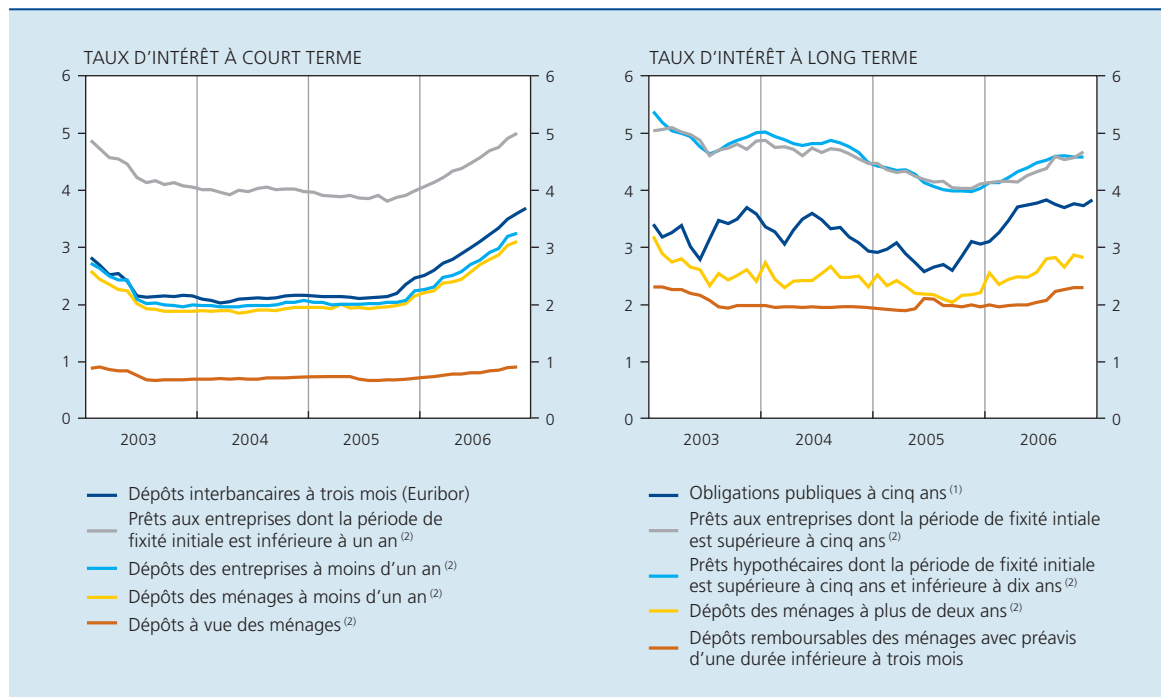
Ainsi qu'il ressort des données relatives aux taux d'intérêt créditeurs et débiteurs, qui, à la date de clôture du présent Rapport, n'étaient disponibles que jusque novembre 2006, l'élévation des taux sur le marché monétaire, entamée en septembre 2005, a entraîné une évolution d'une ampleur relativement similaire, mais néanmoins plus limitée, des taux à court terme sur les prêts et les dépôts à terme. En outre, l'ajustement s'est avéré être également très rapide. Ainsi, alors que le taux d'intérêt à trois mois s'est accru de 146 points de base entre septembre 2005 et novembre 2006, les taux offerts sur les dépôts à terme à moins d'un an aux entreprises et aux ménages ont été augmentés respectivement de 121 et 113 points de base. En revanche, les taux d'intérêt sur les dépôts à vue sont restés, comme c'est habituellement le cas, quasiment inchangés. Les conditions sur les prêts à court terme aux entreprises non financières ont suivi un profil largement comparable à celui des taux du marché monétaire.

En revanche, la transmission des taux d'intérêt du marché obligataire aux taux d'intérêt débiteurs et créditeurs à plus longues échéances appliqués par les IFM a été plus incomplète. Sur la période allant de septembre 2005 à novembre 2006, le taux sur les prêts aux entreprises dont la période de fixité initiale est supérieure à cinq ans et le taux sur les prêts hypothécaires dont la période de fixité initiale est supérieure à cinq ans mais inférieure à dix ans ont progressé de 63 et 59 points de base respectivement, alors que les taux d'intérêt sur les obligations d'État à cinq ans ont engrangé 113 points de base. Les IFM ont aussi ajusté de façon similaire la rémunération sur les dépôts à terme avec une échéance supérieure à deux ans pour les ménages. En revanche, la rémunération sur les dépôts des ménages remboursables avec préavis inférieur à trois mois ne s'est pas ajustée aux conditions de marché, comme c'est traditionnellement le cas. Les résultats d'enquêtes réalisées par la BCE auprès des établissements de crédit dans la zone euro (*Bank Lending Survey*) révèlent également une réduction de leurs marges d'intermédiation en moyenne au cours de l'année 2006, à l'exception des prêts plus risqués pour lesquels celles-ci se sont accrues.



TRANSMISSION DES TAUX DU MARCHÉ AUX TAUX D'INTÉRÊT CRÉDITEURS ET DÉBITEURS

(moyennes mensuelles)



Sources : Thomson Financial Datastream, BCE.

(1) Moyenne des taux de rendement sur les obligations émises par les États membres de la zone euro, pondérée par les encours respectifs de la dette publique.

(2) Données de l'enquête MIR.

L'analyse montre qu'à l'exception des rendements des obligations de terme relativement long, le mouvement de hausse des taux directeurs de l'Eurosystème, qui a débuté en décembre 2005, s'est transmis de manière quasiment intégrale aux taux de marché. Les IFM n'ont, en revanche, pas complètement adapté leurs taux d'intérêt créditeurs et débiteurs aux conditions de marché durant la période considérée. L'ajustement a toutefois été nettement plus important pour les produits bancaires à plus courtes échéances que pour ceux à maturités plus longues.

Décisions de politique monétaire et conditions monétaires

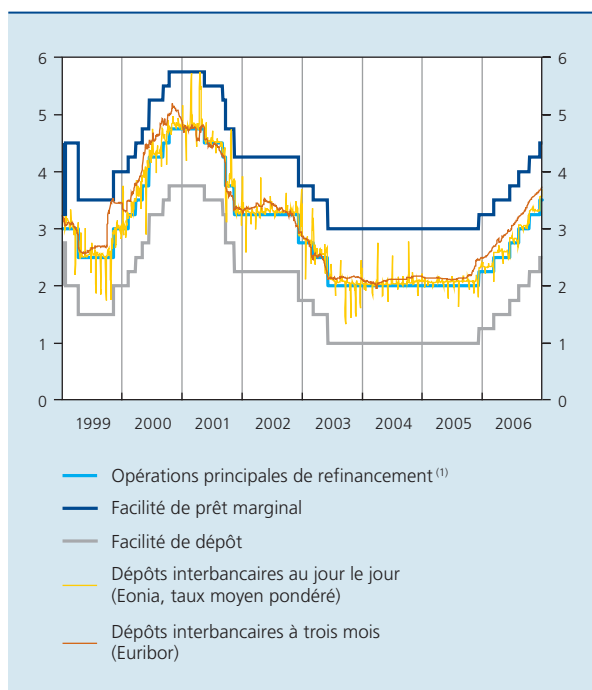
Après sa décision, en décembre 2005, de relever de 25 points de base le taux de soumission minimal des opérations principales de refinancement, pour le porter à 2,25 p.c., le Conseil des gouverneurs de la BCE a continué, au cours de l'année sous revue, à répondre aux risques accrus pesant sur la stabilité des prix signalés par l'analyse économique et l'analyse monétaire. Il a ainsi progressivement ajusté, au premier semestre, les taux directeurs de l'Eurosystème, les relevant à deux reprises de 25 points de base, le 2 mars et le 8 juin. Au second semestre, il a jugé nécessaire d'accélérer quelque peu

l'ajustement du caractère accommodant de la politique monétaire en procédant à un relèvement des taux à trois reprises, le 3 août, le 5 octobre et le 7 décembre. De la sorte, le taux de soumission minimal pour les opérations principales de refinancement s'est établi à 3,50 p.c. à la fin de 2006.

Ces hausses de taux ont été bien anticipées par les marchés financiers grâce à la communication du Conseil des gouverneurs quant à son scénario de référence relatif à la croissance et à l'inflation, aux risques qui l'entourent et à leurs implications pour le maintien de la stabilité des prix à moyen terme. Entre juillet et novembre, le Conseil des gouverneurs a, en outre, davantage voulu stabiliser

GRAPHIQUE 19 TAUX D'INTÉRÊT DE L'EUROSYSTÈME ET DU MARCHÉ MONÉTAIRE

(données journalières)



Source : BCE.

(1) Taux fixe jusqu'au 28 juin 2000, taux de soumission minimal après cette date.

les attentes des marchés en annonçant une poursuite de l'ajustement progressif de l'orientation accommodante de la politique monétaire, conditionnée toutefois à la réalisation de son scénario de référence. Le Conseil des gouverneurs ne s'est cependant pas engagé sur une trajectoire particulière de taux d'intérêt, que ce soit en termes de fréquence ou en termes de l'ampleur des hausses futures. Une telle stratégie en matière de communication a permis de réduire sensiblement la volatilité sur les marchés financiers, comme en témoigne l'évolution des taux à trois mois sur le marché interbancaire.

Malgré le resserrement progressif de la politique monétaire, le Conseil des gouverneurs a considéré tout au long de l'année 2006 que celle-ci demeurait accommodante, compte tenu du niveau toujours historiquement bas des taux d'intérêt réels, de la croissance vigoureuse de la monnaie et des crédits et d'une ample liquidité dans la zone euro. Au premier semestre, les taux d'intérêt réels à court terme, déflatés à l'aide de l'indice des prix à la consommation, n'ont que légèrement progressé compte tenu de la hausse importante de l'inflation. Au second semestre, en revanche, en raison du recul de l'inflation et de la poursuite de l'augmentation des taux d'intérêt nominaux, la progression des taux d'intérêt réels a été plus marquée,

ceux-ci passant de 0,3 p.c. au premier semestre à 1,7 p.c. en fin de période. Les taux d'intérêt réels à court terme dans la zone euro sont ainsi redevenus positifs tout au long de l'année, après avoir oscillé autour de zéro pendant les trois années précédentes. Cependant, si on se place dans une perspective historique, les taux d'intérêt réels sont restés très en deçà de leur moyenne de long terme. Par ailleurs, en moyenne annuelle, ils ont également continué à se situer en dessous de toute estimation raisonnable du niveau neutre des taux d'intérêt réels.

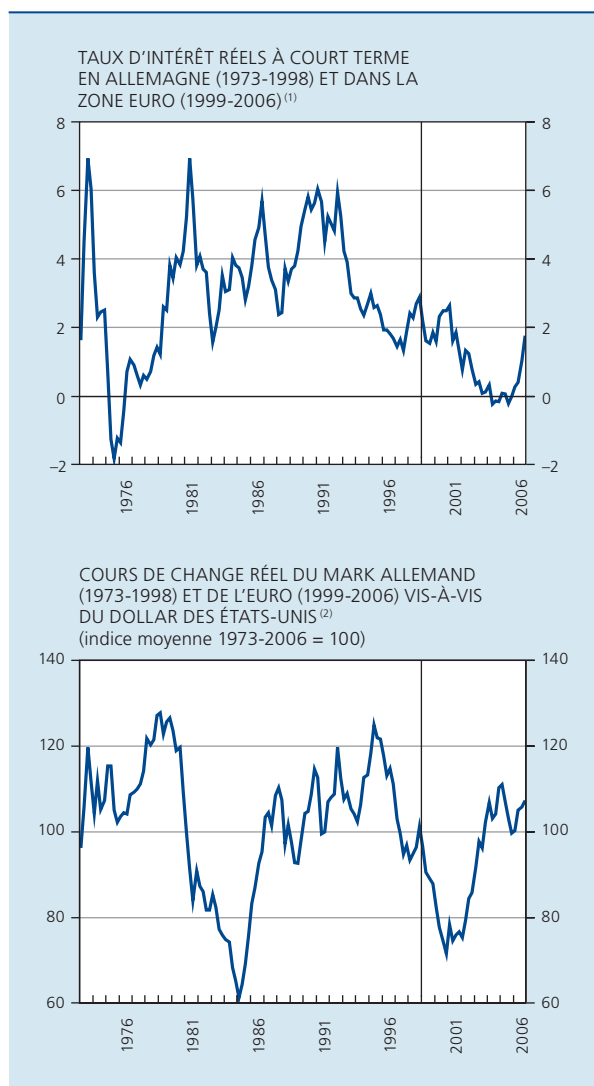
Le mouvement à la baisse de l'euro, entamé au second semestre de 2005, s'est interrompu à la fin de l'année 2005 et a fait place à une appréciation progressive du cours de change réel de l'euro vis-à-vis du dollar des États-Unis au cours de l'année sous revue. Cette évolution reflète principalement l'appréciation du cours de change nominal de l'euro vis-à-vis du dollar, qui est passé de 1,18 au début de l'année à 1,32 à la fin du mois de décembre, soit une hausse de 11,4 p.c. Les craintes d'une correction désordonnée des déséquilibres globaux étant restées relativement limitées, ce renchérissement découle principalement de l'évolution divergente des attentes en matière de croissance entre la zone euro et les États-Unis et des anticipations quant à la politique monétaire qui y sont liées. Toutefois, si ces développements sont placés dans une perspective historique, il ressort que le niveau du cours de change réel de l'euro par rapport au dollar des États-Unis au cours de l'année n'a pas été exceptionnel. De plus, l'incidence de l'appréciation de l'euro vis-à-vis du dollar a été atténuée par l'évolution du cours de change des autres monnaies, puisque le cours de change effectif nominal de l'euro n'a progressé dans l'intervalle que de 4,8 p.c.

L'évolution des taux d'intérêt réels et celle du cours de change effectif suggèrent que la politique monétaire a contribué à la reprise de l'activité économique dans la zone euro au cours de l'année 2006. L'encadré 4 montre qu'il en a été de même en Belgique dans la mesure où des conditions économiques comparables y ont prévalu.

De plus, le faible niveau des taux à long terme a aussi permis de soutenir la relance de l'activité économique. Bien que la hausse des taux d'intérêt à court terme se soit transmise dans une certaine mesure aux taux à long terme, comme on le décrit plus en détail dans l'encadré 3, ces derniers sont demeurés à un niveau relativement faible tout au long de 2006, consolidant ainsi partiellement les fortes baisses observées en 2004 et 2005. Comme la politique monétaire a réussi à ancrer solidement les anticipations d'inflation pendant ces dernières années, le faible niveau des taux d'intérêt nominaux à long terme reflète essentiellement celui des taux d'intérêt réels. Au cours de l'année sous revue, le rendement des obligations

GRAPHIQUE 20 INDICATEURS RELATIFS AUX CONDITIONS MONÉTAIRES

(moyennes trimestrielles)



Sources : BRI, CE, BCE.

(1) Le taux d'intérêt réel à court terme est calculé comme la différence entre le taux à trois mois sur le marché interbancaire et le pourcentage de variation annuelle de l'IPC.

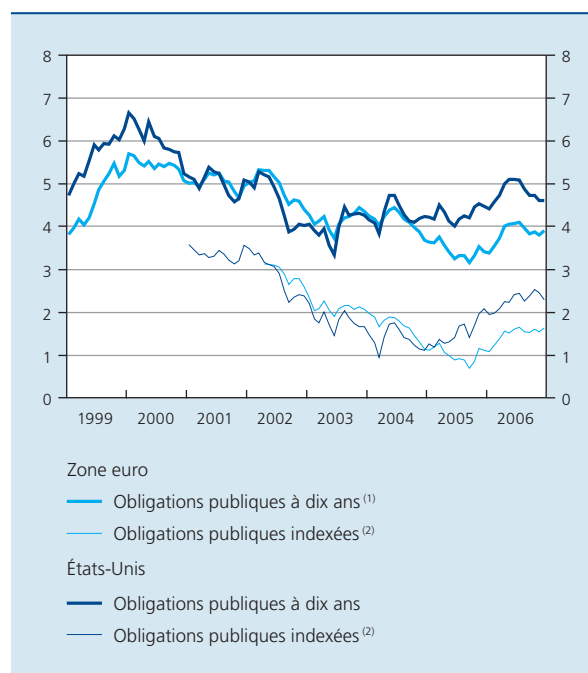
(2) Cours de change nominal du mark allemand (1973-1998) ou de l'euro (1999-2006) vis-à-vis du dollar des États-Unis, déflaté par le rapport entre les IPC aux États-Unis et en Allemagne (1973-1998) ou dans la zone euro (1999-2006).

indexées dont l'échéance est 2012 a certes augmenté, pour atteindre 1,6 p.c. en décembre, mais il est resté néanmoins très faible dans une perspective historique. Aux États-Unis également, le niveau des taux d'intérêt réels à long terme est resté relativement bas, en dépit d'une certaine transmission, au cours de l'année sous revue, du resserrement de la politique monétaire de la Réserve fédérale. L'intégration financière croissante sur le plan international implique, en effet, que les taux sur les marchés obligataires sont davantage déterminés par des facteurs globaux.

Le faible niveau des taux d'intérêt réels à long terme semble être principalement attribuable à une réduction des primes de risque que les investisseurs demandent pour détenir des instruments à long terme, plutôt qu'à une révision à la baisse des perspectives de croissance. Cette diminution des primes de risque peut refléter la perception d'une plus grande stabilité macroéconomique, résultant en partie de la crédibilité et de la transparence accrue de la politique monétaire. Si ce facteur est susceptible d'avoir joué un rôle important pour expliquer la tendance à la baisse des primes de risque, il n'explique toutefois pas complètement pourquoi on a assisté à une accélération soudaine de cette réduction en 2004 et 2005. Le faible niveau des taux d'intérêt réels à long terme, persistant en 2006, reflète dès lors également d'autres facteurs, tels que la forte demande d'obligations à long terme de la part des sociétés d'assurances et des fonds de pension et, plus spécifiquement, pour les États-Unis, le recyclage des surplus d'épargne considérables enregistrés par les économies émergentes d'Asie et les pays producteurs de pétrole au cours des dernières années.

GRAPHIQUE 21 TAUX D'INTÉRÊT À LONG TERME DANS LA ZONE EURO ET AUX ÉTATS-UNIS

(moyennes mensuelles)



Source : BCE.

(1) Moyenne des taux de rendement sur les obligations émises par les États membres, pondérée par les encours respectifs de la dette publique.

(2) Les échéances des obligations d'État indexées sont respectivement 2011 et 2012 pour les États-Unis et la zone euro.

Encadré 4 – L'économie belge et la politique monétaire de l'Eurosystème

L'objectif premier de la politique monétaire de l'Eurosystème est de maintenir la stabilité des prix dans la zone euro dans son ensemble. Les décisions de politique monétaire sont, dès lors, prises sur la base de la situation économique et monétaire dans l'ensemble de la zone euro et non en fonction de celle des pays individuels. La politique monétaire de l'Eurosystème ne peut donc être utilisée pour corriger les éventuels déséquilibres économiques nationaux. Si un État membre enregistre des résultats décevants en termes de croissance économique ou d'inflation, il lui appartient de prendre les dispositions appropriées, en particulier en matière de politique budgétaire, de politique des revenus ou de politiques structurelles.

Dans une union monétaire, le bon fonctionnement des marchés de produits, du travail et des capitaux joue un rôle essentiel dans la mesure où il facilite l'ajustement à des chocs asymétriques. En revanche, en présence de rigidité des prix ou des salaires, les mécanismes d'ajustement peuvent s'avérer être particulièrement lents, prolongeant ainsi l'incidence desdits chocs. Par ailleurs, des divergences dans le fonctionnement des marchés nationaux peuvent avoir comme conséquence que des pays pris individuellement réagissent, pendant des périodes plus ou moins longues, de manière différente à des facteurs communs, comme par exemple la politique monétaire. En outre, des dysfonctionnements dans certains États membres peuvent être à l'origine d'évolutions salariales et de prix incompatibles avec les fondamentaux, et ce faisant, peuvent entraîner une perte de compétitivité, ainsi qu'une dégradation de l'activité économique et de l'emploi. La politique budgétaire peut également être une source d'asymétrie, en particulier lorsqu'elle suit une orientation procyclique qui donne lieu à des évolutions indésirables en matière de croissance ou d'inflation. Dans les pays dont le solde budgétaire est conforme à l'objectif de moyen terme qu'ils se sont assigné dans leur programme de stabilité, les stabilisateurs automatiques sont, en revanche, un instrument adéquat pour contrecarrer l'influence de nature purement conjoncturelle de chocs idiosyncrasiques.

Cet encadré vise à évaluer si la politique monétaire commune a été appropriée du point de vue de l'économie belge.

Dans une union monétaire, un certain degré de synchronisme de la conjoncture dans les diverses économies facilite considérablement la conduite de la politique monétaire commune. L'économie belge présente, en règle générale, des évolutions macroéconomiques largement similaires à celles de la zone euro dans son ensemble. Ainsi, le rythme de progression du PIB est très comparable, que ce soit en termes de tendance ou de synchronisation des cycles économiques. L'année 2006 n'a pas échappé à la règle, puisque la Belgique et la zone euro ont, toutes deux, profité d'une reprise vigoureuse de l'activité économique (voir chapitres 1 et 3).

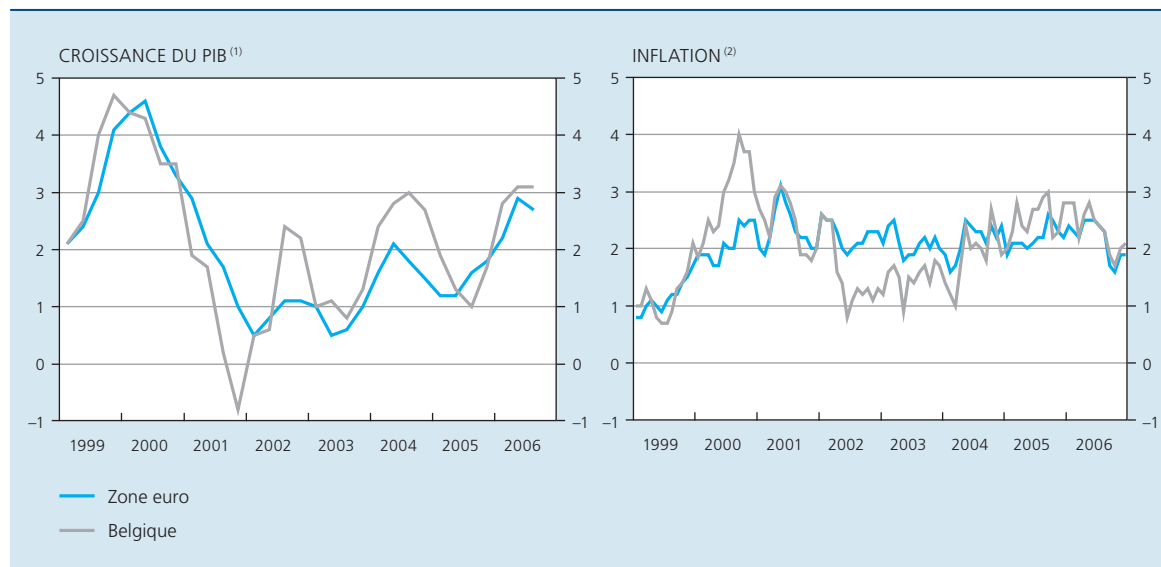
En matière d'inflation, des profils très comparables se dessinent également si on exclut les différences temporaires dues à la sensibilité plus élevée à court terme de l'IPCH belge aux variations du prix du pétrole et celles dues aux variations de prix de nature principalement administrative. Compte tenu de l'évolution conjoncturelle, les risques pesant sur la stabilité des prix ont été largement similaires en Belgique et dans la zone euro au cours de l'année sous revue (voir chapitre 5).

Ces constats au niveau macroéconomique ont été récemment corroborés par des analyses plus ponctuelles produites au sein de l'*Eurosystem Inflation Persistence Network* (IPN). Ce réseau de recherche temporaire mis en place par l'Eurosystème a étudié le degré et les sources de persistance de l'inflation et les pratiques en matière de fixation des prix. Les résultats ont montré que pendant la période récente, le degré de persistance d'inflation en Belgique a été relativement modéré et comparable au niveau observé pour la zone euro. En outre, en matière de fixation des prix, il ressort de ces analyses que la fréquence d'ajustement des prix, qui est un déterminant important de la transmission de la politique monétaire, ne diffère pas fondamentalement de celle observée dans la zone euro dans son ensemble. Toutefois, celle-ci est considérablement plus basse qu'aux États-Unis. En particulier, le secteur des services semble être caractérisé par un plus faible degré de flexibilité des prix, tant en Belgique que dans l'ensemble de la zone euro. Ceci pourrait trouver son origine dans une certaine rigidité des salaires dans la



ACTIVITÉ ÉCONOMIQUE ET INFLATION EN BELGIQUE ET DANS LA ZONE EURO

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



Sources : CE, ICN, BNB.

(1) Données trimestrielles corrigées des variations saisonnières et des effets de calendrier, en volume.

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

mesure où ceux-ci représentent une part importante des coûts de production de ce secteur. Le rôle des salaires comme source de rigidité est examiné par un nouveau réseau de recherche temporaire de l'Eurosystème, le *Wage Dynamics Network (WDN)*, qui a été créé au cours de l'année sous revue.

Les similitudes qui se dégagent entre la Belgique et la zone euro, que ce soit au niveau des évolutions macroéconomiques ou en matière de fixation des prix, montrent que la politique monétaire unique a été appropriée si elle est examinée de la perspective de l'économie belge. Ceci est principalement le résultat de l'intégration profonde de l'économie belge dans l'Union monétaire et de la mise en place de politiques économiques compatibles avec le fonctionnement de l'UEM, plus particulièrement en matière de formation des salaires et de finances publiques. Ces résultats ne signifient toutefois pas qu'il n'y ait plus aucun défi à relever en matière de finances publiques ou de bon fonctionnement des marchés des produits, du travail et des capitaux, que ce soit dans la perspective de rendre l'économie belge davantage capable d'absorber des chocs ou de soutenir son potentiel de croissance à long terme. En effet, ainsi qu'en atteste l'expérience des huit dernières années, la politique monétaire commune n'empêche pas certains pays d'enregistrer des taux de croissance nettement plus élevés que la zone dans son ensemble, tout en maintenant sous contrôle l'évolution des prix.

2.2 Aspects opérationnels

En fixant les taux directeurs de l'Eurosystème, et plus particulièrement le taux de soumission minimal des opérations principales de refinancement, le Conseil des gouverneurs de la BCE décide de l'orientation de la politique monétaire. Sur le plan opérationnel, la politique monétaire vise à

piloter le taux d'intérêt du marché au jour le jour (Eonia) de manière à maintenir celui-ci proche du taux de soumission minimal. C'est ce que l'Eurosystème accomplit en déterminant le cadre et les conditions auxquelles le système bancaire peut refinancer son besoin structurel de liquidité. Celui-ci résulte de « facteurs autonomes », c'est-à-dire de facteurs indépendants de la politique monétaire, tels les

mouvements enregistrés dans les billets en circulation, les réserves de change ou les dépôts des administrations publiques auprès de l'Eurosystème. De plus, ce déficit est élargi par l'obligation pour les établissements de crédit de constituer des réserves rémunérées, sous la forme de dépôts sur des comptes ouverts auprès des BCN.

Afin d'assurer la gestion opérationnelle de la liquidité destinée à couvrir les besoins des établissements de crédit, l'Eurosystème assigne un rôle-clé aux opérations principales de refinancement. Celles-ci prennent dans la pratique la forme d'adjudications hebdomadaires de crédits à une semaine, par le biais desquelles l'Eurosystème cède temporairement des fonds au système bancaire de la zone euro, moyennant la mise en garantie par celui-ci d'actifs considérés comme éligibles. Ces opérations sont primordiales parce que, outre le fait que c'est le taux de soumission minimal relatif à ces opérations qui signale l'orientation de la politique monétaire, elles visent

également à couvrir l'essentiel des besoins de refinancement des établissements de crédit de la zone euro. Les montants alloués lors de ces opérations sont calculés sur la base de montants dits de référence, estimés de manière à équilibrer le marché au cours de la semaine qui suit.

En cas de variations imprévues de la liquidité, dues par exemple à des modifications inattendues des facteurs autonomes, les réserves obligatoires jouent un rôle stabilisateur important. En effet, le respect de l'obligation de constituer ces réserves n'est évalué que sur la base de l'encours moyen des avoirs mis en réserve au cours de la période de constitution qui couvre en moyenne quatre semaines. Les soldes journaliers peuvent donc varier librement, offrant aux établissements de crédit la possibilité d'absorber des chocs temporaires de liquidité. Cependant, le dernier jour de la période de constitution des réserves, le potentiel stabilisateur des réserves obligatoires disparaît.

TABEAU 14 SITUATION CONSOLIDÉE ET SIMPLIFIÉE DE L'EUROSYSTÈME ⁽¹⁾
(moyenne des encours journaliers, milliards d'euros)

	2004	2005	2006
Besoin de liquidités des établissements de crédit	-310,7	-376,6	-421,7
Opérations hors politique monétaire ⁽²⁾	-174,2	-230,1	-257,9
Billets en circulation ⁽³⁾	-450,5	-519,6	-578,0
Avoirs en or et en devises	302,8	296,6	329,1
<i>p.m. Variation nette résultant des opérations au cours de l'année</i> ⁽⁴⁾	-15,1	-12,9	-9,6
Dépôts des administrations publiques	-53,4	-58,2	-55,6
Divers (nets)	27,0	51,0	46,6
Réserve obligatoire moyenne	-136,5	-146,5	-163,7
Opérations d' <i>open market</i>	311,7	377,4	422,4
Opérations principales de refinancement	241,6	289,8	307,0
Opérations de refinancement à plus long terme	70,2	87,6	115,5
Opérations structurelles	0,0	0,0	0,0
Opérations de réglage fin	-0,1	0,0	0,0
Total: surplus résiduel du marché monétaire	1,0	0,8	0,7
Facilités permanentes	0,0	0,0	0,0
Facilité de prêt marginal	-0,2	0,1	0,1
Facilité de dépôt	-0,2	-0,1	-0,2
Écart entre les avoirs en comptes courants et la réserve obligatoire moyenne: excédent (-) ou déficit	-1,1	-0,8	-0,7

Source: BCE.

(1) Un signe « + » indique un actif de l'Eurosystème, facteur d'élargissement de la liquidité; un signe « - » indique un passif de l'Eurosystème, facteur de contraction de la liquidité.

(2) Y compris les certificats de dette émis et les titres acquis avant le 1^{er} janvier 1999.

(3) À l'exclusion des anciens billets en monnaies nationales, qui sont repris dans la rubrique « divers (nets) ».

(4) Différence en fin d'année par rapport à la situation au 31 décembre de l'année précédente, en milliards d'euros. Exclut les réévaluations trimestrielles.

Afin de faire face à des imprévus qui ont lieu le dernier jour de la période de constitution des réserves et/ou lorsque le recours au marché interbancaire n'est plus possible, le système des facilités permanentes permet aux établissements de crédit d'emprunter ou de déposer des fonds à un jour auprès de l'Eurosystème à des taux préannoncés, qui forment un corridor symétrique de 100 points de base de part et d'autre du taux de soumission minimal et représentent des limites pour l'évolution du taux d'intérêt au jour le jour.

Durant l'année sous revue, le besoin de liquidités des établissements de crédit s'est établi en moyenne à 421,7 milliards d'euros, en hausse de quelque 12 p.c. par rapport à l'année précédente. Après avoir oscillé autour de 405 milliards au cours du premier semestre de l'année, le besoin de liquidités s'est vivement accru au début de l'été, pour atteindre, en juillet, un pic historique de 462 milliards. Par la suite, tout en restant assez volatil, il a quelque peu fléchi, avant de fluctuer autour de 430 milliards d'euros au quatrième trimestre de 2006.

Si la variabilité de court terme résulte surtout des dépôts des administrations publiques, la tendance à l'élargissement du besoin de liquidités est restée principalement alimentée par la progression de la demande de billets et de l'encours des réserves obligatoires. Ce dernier augmente, en effet, proportionnellement à l'évolution du bilan des établissements bancaires soumis à l'obligation de constituer des réserves. Depuis l'introduction de l'euro fiduciaire, le statut croissant de monnaie de réserve, ainsi que les relations de plus en plus étroites avec les pays limitrophes, sont autant de facteurs susceptibles d'avoir contribué à l'accroissement de la demande de billets de la part des non-résidents. L'existence de coupures de valeur faciale nettement plus élevée que celle des anciens billets en monnaie nationale dans la plupart des pays de la zone euro amplifie aussi la demande de monnaie fiduciaire. En outre, le coût d'opportunité de la détention de la monnaie est demeuré faible dans un contexte où les taux d'intérêt sont restés assez bas.

L'accroissement de l'encours moyen des avoirs nets en or et en devises au cours de l'année sous revue reflète essentiellement les réévaluations comptables trimestrielles résultant de l'évolution du prix de l'or et du cours de change de l'euro. Celles-ci sont sans incidence sur le besoin de liquidités puisqu'elles sont neutralisées par les comptes de réévaluation, lesquels sont comptabilisés dans la rubrique « divers (nets) » de la situation simplifiée de l'Eurosystème. Hors réévaluations, l'encours moyen des avoirs nets en or et en devises s'est réduit principalement du fait de remboursements de créances par le FMI et de ventes d'or, intervenues dans le respect de l'accord sur les

avoirs en or, conclu le 8 mars 2004, entre quinze banques centrales européennes.

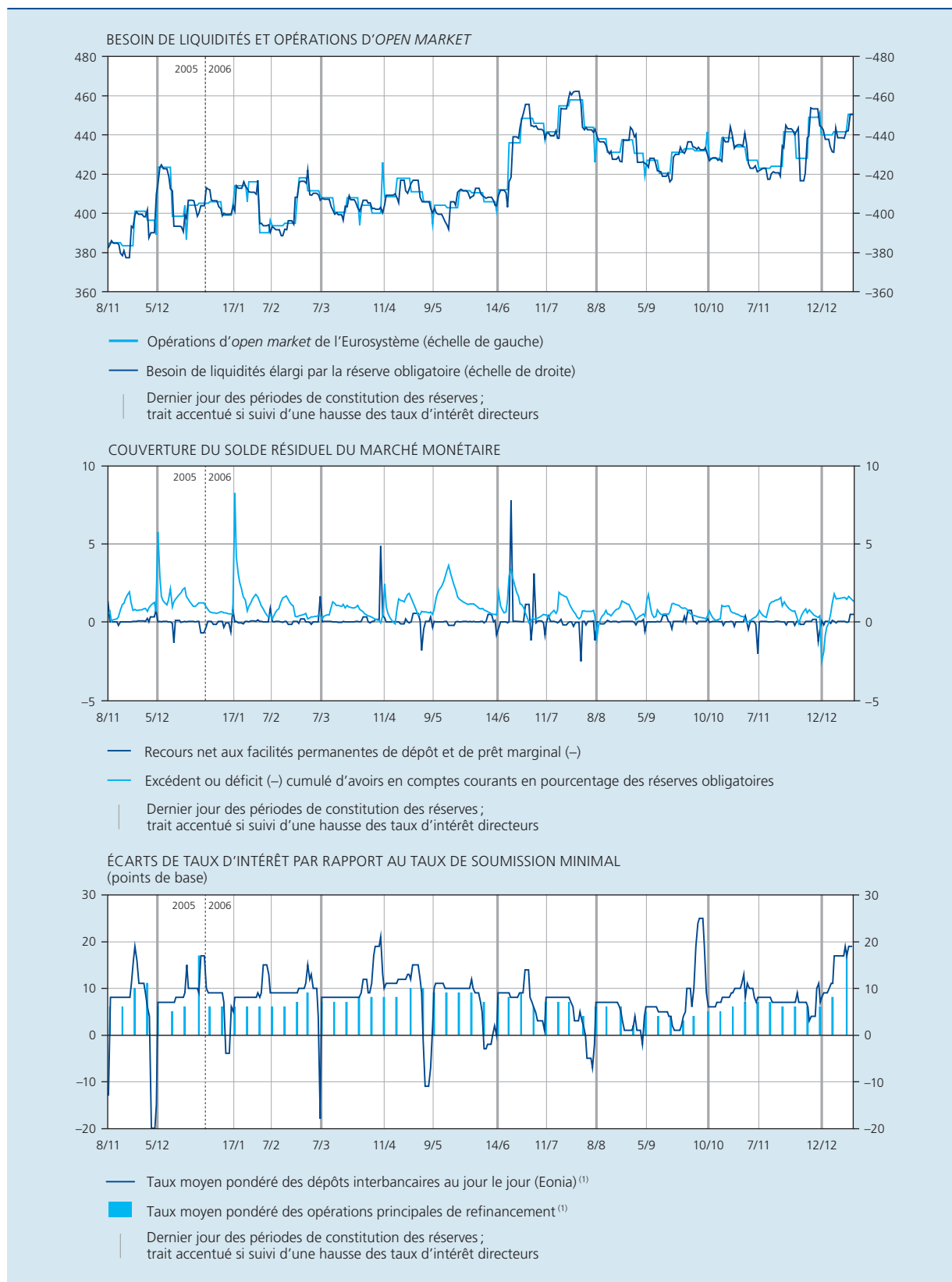
Conformément au principe de neutralité de la politique de gestion de la liquidité de l'Eurosystème, qui vise à éviter tout biais systématique dans le recours à la facilité de prêt marginal ou à la facilité de dépôt, les opérations d'*open market* ont compensé la quasi-totalité des besoins de refinancement du secteur bancaire de la zone euro, essentiellement par le canal des opérations principales de refinancement et, dans une moindre mesure, par les opérations de refinancement à plus long terme. Ces dernières ont pour vocation de proposer une source de financement stable, en particulier aux établissements de crédit de taille modeste. Douze opérations de ce type, qui prennent la forme d'adjudications mensuelles de crédits à trois mois, ont été menées en 2006. Le Conseil des gouverneurs a, par ailleurs, décidé de porter, à partir du 26 janvier 2006, le montant alloué dans le cadre de ces opérations de 30 à 40 milliards d'euros. Ce relèvement avait pour objectif de tenir compte du besoin de refinancement accru du système bancaire de la zone euro en 2006, sans toutefois remettre en cause le rôle-clé joué par les opérations principales de refinancement.

Du début de janvier jusqu'à la fin de décembre, l'Eurosystème a conduit cinquante-deux opérations principales de refinancement, pour un volume moyen d'un peu plus de 307 milliards d'euros. Dans le souci de réduire l'écart entre le taux au jour le jour et le taux de soumission minimal, tout en assurant l'équilibre du marché monétaire, l'Eurosystème a, entre janvier et avril, continué sa politique d'adjudication généreuse consistant à allouer un volume de liquidités légèrement supérieur aux montants de référence annoncés préalablement à chaque adjudication hebdomadaire. À partir du 27 avril et jusqu'au 30 août, cette politique a d'ailleurs été accentuée et élargie à toutes les opérations principales de refinancement, y compris la dernière de chaque période de constitution des réserves, ce qui n'était pas le cas jusqu'alors. Cette politique est, ensuite, redevenue progressivement moins généreuse, puis a été suspendue à la fin de septembre, avant d'être à nouveau appliquée à partir de novembre, toujours conformément à l'appréciation portée par la BCE sur l'évolution de l'écart de taux en question et la situation de la liquidité du marché.

De plus, en 2006, l'Eurosystème a recouru systématiquement – sauf en novembre – aux opérations de réglage fin lors de la dernière journée de chaque période de constitution de réserve, de manière à mieux stabiliser le taux d'intérêt au jour le jour. L'Eurosystème avait recouru à cet outil à seulement neuf reprises en 2005 et à trois reprises en 2004. Cette évolution découle des modifications

GRAPHIQUE 22 CONDUITE OPÉRATIONNELLE DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE DE L'EUROSYSTÈME EN 2006

(encours journaliers, milliards d'euros, sauf mention contraire)



Source : BCE.

(1) Données journalières.

intervenues en mars 2004, qui ont conduit à l'allongement de la durée entre le jour de règlement de la dernière opération principale de refinancement d'une période de constitution des réserves et la fin de cette période. Cet allongement implique un risque accru d'accumulation de déséquilibres imprévus dans les conditions de liquidité sur le marché monétaire, qui peut mener, à la fin des périodes de constitution des réserves, à un écart marqué entre le taux au jour le jour et le taux de soumission minimal. Pour l'éviter, l'Eurosystème est intervenu à onze reprises au cours de l'année : il a injecté 7 milliards d'euros dans le marché le 17 janvier, 6,5 milliards le 7 février, 26 milliards le 11 avril, 9,5 milliards le 10 octobre et 2,5 milliards le 12 décembre ; il a aussi procédé, par six fois, à un retrait de liquidités, à concurrence de 2,6 milliards d'euros le 7 mars, 11,5 milliards le 9 mai, 4,9 milliards le 14 juin, 8,5 milliards le 11 juillet, 18 milliards le 8 août, et enfin, 11,5 milliards le 5 septembre.

La mise en œuvre du cadre opérationnel de la politique monétaire a porté ses fruits dans la mesure où l'écart de taux susmentionné n'a que très rarement dépassé, en valeur absolue, 20 points de base. Il s'agit d'un écart très limité dans une perspective historique, d'autant plus

que 2006 a été marqué par plusieurs changements des taux directeurs, qui avant les réformes de mars 2004 s'étaient souvent accompagnés de périodes de volatilité de l'écart de taux bien au-delà de cette valeur. De plus, en 2006, l'écart de taux n'a jamais excédé, en valeur absolue, 18 points de base le dernier jour des périodes de constitution des réserves, moment par définition beaucoup plus sensible aux fluctuations imprévues des conditions de liquidité. Par le passé, et en l'absence d'opérations de réglage fin systématiques, c'est précisément ce jour-là que les déséquilibres éventuels se répercutaient le plus fortement sur l'écart de taux, puisque ceux-ci ne pouvaient plus être lissés par la fonction stabilisatrice des réserves obligatoires, ne laissant aux opérateurs qu'une alternative : faire usage des facilités permanentes à des taux assez pénalisants, ou faire appel au marché dont le taux s'adaptait en conséquence, s'éloignant ainsi du taux de soumission minimal. On observe d'ailleurs aussi, au cours de l'année sous revue, un recul du recours aux facilités permanentes nettes lors du dernier jour de la période de constitution des réserves, alors qu'en moyenne sur l'ensemble de cette période, le recours aux deux facilités combinées a eu tendance à augmenter légèrement.

3.

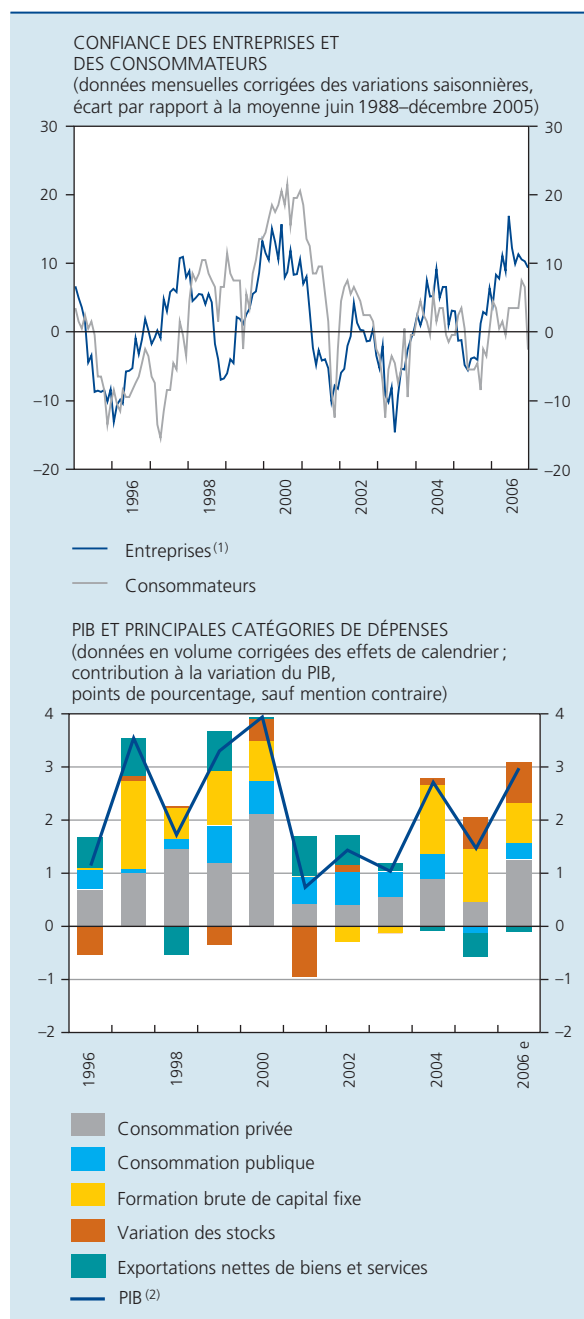
3.1 Vue d'ensemble

En Belgique, le raffermissement notable de l'activité à la fin de 2005 s'est consolidé au cours de l'année sous revue. La croissance du PIB a de la sorte doublé par rapport à l'année précédente, pour s'élever à 3 p.c. Il s'agit du taux le plus élevé depuis le début de la décennie, surpassant de surcroît la moyenne de la zone euro tout comme pendant les années 2002 à 2004.

Ce dynamisme a été favorisé par un environnement extérieur porteur. Tout d'abord, la Belgique a bénéficié de la vive croissance de ses principaux marchés à l'exportation, ceux de la zone euro, région qui a davantage qu'en 2005 concouru à l'essor de l'économie mondiale, et des autres pays de l'UE25. Par ailleurs, comme ses consœurs européennes, l'économie belge a été moins affectée que les années précédentes par des chocs adverses. En moyenne annuelle, le cours de change de l'euro n'a guère évolué durant l'année sous revue, tandis que la progression des prix du pétrole s'est ralentie, à quelque 20 p.c. en 2006, à la suite de la correction intervenue après l'été. Enfin, sur les marchés financiers, les taux d'intérêt à long terme se sont maintenus à un bas niveau et, tout en présentant une volatilité faible, les cours boursiers ont résolument progressé.

Dans ce contexte favorable, la croissance de l'activité a reposé sur une assise large. Après avoir, pendant deux ans, dans la foulée du retournement conjoncturel de 2001, fait montre d'une grande retenue dans leurs décisions d'embauche et d'investissement en vue de maintenir leur productivité et d'améliorer leur rentabilité et leur position financière, les entreprises ont, les premières, pleinement participé à la reprise. Après un recul temporaire à la fin de 2004 et au début de 2005, lorsque l'activité industrielle et les exportations avaient momentanément fléchi dans la zone euro, la confiance des chefs d'entreprise, telle qu'elle ressort de l'indicateur synthétique global des enquêtes de conjoncture, s'était fortement redressée au second semestre, s'inscrivant dans une tendance globalement ascendante au cours des quatre dernières années. En 2006, elle a entraîné dans son sillage celle des consommateurs. Celle-ci s'est toutefois temporairement repliée

GRAPHIQUE 23 ÉLARGISSEMENT DE L'ASSISE DE LA CROISSANCE



Sources: ICN, BNB.
(1) Courbe synthétique globale de conjoncture, série brute.
(2) Pourcentages de variation annuelle.

en décembre, à la suite de l'annonce de la restructuration d'une grande entreprise.

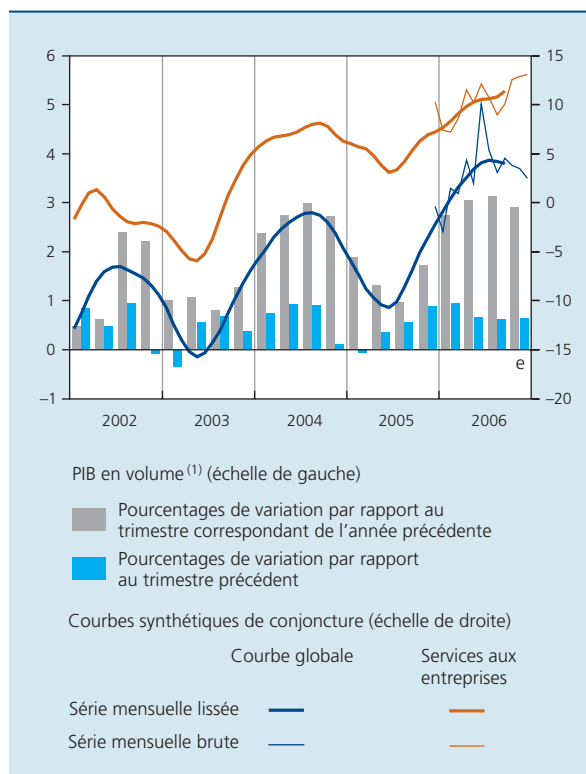
Ainsi, la progression de la valeur ajoutée s'est répartie sur les différentes branches d'activité et a été soutenue de manière équilibrée par la demande de l'ensemble des agents économiques belges. Les investissements des entreprises et des ménages, qui avec ceux des administrations publiques avaient déjà largement participé à la croissance économique en 2004 et 2005, y ont de nouveau apporté une contribution significative en 2006. Les ménages et les administrations publiques ont également amplifié leurs dépenses de consommation. Enfin, comme l'année précédente, la contribution de la variation des stocks a été importante. À l'inverse, celle des exportations nettes de biens et services a été négative, mais dans une bien moindre mesure qu'en 2005.

3.2 Activité

Après quatre trimestres de faiblesse conjoncturelle, une situation observée aussi dans la zone euro et liée à la fois à l'appréciation antérieure de la monnaie et à la hausse rapide du prix des matières premières énergétiques et industrielles, la croissance du PIB s'est fortement accélérée à la fin de 2005 et au premier trimestre de l'année sous revue. Mesurée à un an d'écart, l'augmentation de l'activité a atteint alors quelque 3 p.c. De trimestre à trimestre, le rythme d'expansion est resté soutenu tout au long de l'année, même s'il s'est légèrement replié, revenant à un niveau proche du potentiel de l'économie, à mesure que s'estompaient les effets de rattrapage conjoncturel.

GRAPHIQUE 24 PIB ET INDICATEURS DE CONJONCTURE

(données corrigées des variations saisonnières)



Sources : ICN, BNB.

(1) Données corrigées des effets de calendrier.

La solidité de la croissance est attestée par l'évolution de la confiance des chefs d'entreprise, telle que mesurée par l'indicateur synthétique global de conjoncture

TABLEAU 15 VALEUR AJOUTÉE DANS LES BRANCHES D'ACTIVITÉ

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

	<i>p.m.</i> <i>Poids</i> ⁽¹⁾	2002	2003	2004	2005	2006 ⁽²⁾
Agriculture	1,2	4,4	-7,5	7,2	7,7	-3,0
Industrie	19,4	-0,9	-1,3	3,0	0,1	2,0
Construction	4,9	-1,5	1,2	4,6	1,8	8,2
Services	74,6	2,1	2,1	1,7	1,8	2,6
dont : services marchands ⁽³⁾	51,3	2,5	2,4	1,7	2,3	3,3
Total	100,0	1,3	1,2	2,1	1,5	2,7
<i>p.m. PIB</i>		<i>1,4</i>	<i>1,0</i>	<i>2,7</i>	<i>1,5</i>	<i>3,0</i>

Source : ICN.

(1) Pourcentages de la valeur ajoutée totale en 2005.

(2) Neuf premiers mois de 2006, par rapport à la période correspondante de l'année précédente.

(3) Commerce, transport et communication, services financiers et d'assurances, ainsi que services immobiliers et aux entreprises.

de la Banque. En effet, après un creux en juin 2005, ce dernier a constamment progressé. Douze mois plus tard, l'indicateur brut a même atteint sa valeur la plus élevée depuis qu'il est calculé selon la méthodologie en usage actuellement, autrement dit depuis 1980. Au cours des mois suivants, il s'est maintenu à un niveau toujours élevé, reflétant des conditions favorables dans les branches qu'il couvre, à savoir l'industrie, la construction et le commerce. L'indicateur de confiance des services aux entreprises, qui n'est pas repris dans l'indicateur synthétique global, montre également un renforcement continu de l'activité de cette branche à partir de la mi-2005. Le repli conjoncturel y avait toutefois été moins marqué que dans l'industrie.

Hormis l'agriculture, toutes les branches ont contribué à la reprise et à la vigueur de l'activité en 2006. Contrairement à l'année précédente, l'industrie a apporté une contribution positive significative à la croissance économique. La valeur ajoutée y a augmenté de 2 p.c. durant les neuf premiers mois, alors qu'elle avait stagné en 2005. Le mouvement d'accélération s'est d'ailleurs encore consolidé dans le courant de l'année, de sorte que le degré d'utilisation des capacités de production s'est fortement relevé.

En 2006, la construction a été la branche d'activité la plus dynamique puisque sa valeur ajoutée a progressé de 8,2 p.c. sur les neuf premiers mois de l'année. Aussi, après avoir déjà apporté une contribution modeste à l'expansion de l'économie en 2005, avec une hausse en volume de 1,8 p.c., elle a été un des moteurs de l'accélération en 2006.

Les services, qui représentent environ trois quarts de la valeur ajoutée en Belgique, ont également participé à l'affermissement de la conjoncture, en affichant un accroissement de 2,6 p.c. pour les trois premiers trimestres de 2006, contre 1,8 p.c. pour l'ensemble de 2005. Les services marchands ont été particulièrement dynamiques: le commerce et les activités de transport et communication, dont la valeur ajoutée avait globalement diminué en 2005, ont renoué avec la croissance, tandis que le rythme d'augmentation des services financiers, immobiliers et aux entreprises, qui n'avaient guère été affectés par la faiblesse conjoncturelle en 2005, s'est maintenu tout au long de l'année sous revue.

3.3 Évolutions réelles dans les principaux secteurs

Entreprises

Après avoir procédé à des ajustements significatifs à la suite de l'éclatement de la bulle boursière et du ralentissement économique généralisé survenu en 2001, qui ont entraîné une hausse de l'excédent brut d'exploitation à concurrence de 3 points de pourcentage du PIB sur la période 2002-2006, les entreprises ont progressivement renforcé leur capacité de production à partir de 2004. Ce processus s'est consolidé en 2006, avec une nouvelle progression de leur formation brute de capital fixe, de 4,4 p.c. en termes réels. Le taux d'investissement brut des entreprises s'est de la sorte redressé de 1,1 point

TABLEAU 16 PIB ET PRINCIPALES CATÉGORIES DE DÉPENSES

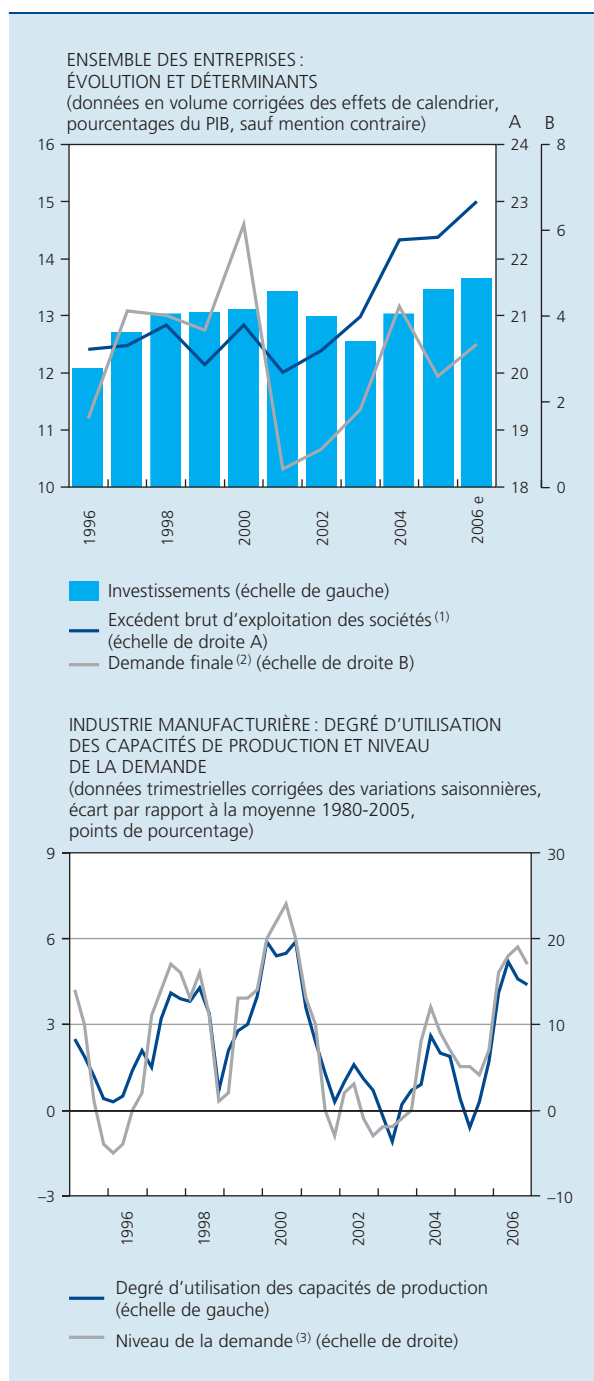
(données en volume corrigées des effets de calendrier; pourcentages de variation par rapport à l'année précédente, sauf mention contraire)

	2002	2003	2004	2005	2006 e
Dépenses de consommation finale des particuliers	0,7	1,0	1,6	0,8	2,4
Dépenses de consommation finale des administrations publiques	2,9	2,2	2,1	-0,6	1,3
Formation brute de capital fixe	-1,5	-0,7	6,9	5,2	3,8
Logements	-0,8	3,6	9,0	3,5	4,8
Entreprises	-1,9	-2,3	6,7	4,8	4,4
Administrations publiques	0,7	0,7	2,9	13,5	-3,0
<i>p.m. Total des dépenses intérieures finales</i>	<i>0,8</i>	<i>0,9</i>	<i>2,8</i>	<i>1,4</i>	<i>2,4</i>
Variation des stocks ⁽¹⁾	0,1	0,0	0,1	0,6	0,8
Exportations de biens et services	0,8	2,9	5,7	3,3	3,4
Importations de biens et services	0,2	2,8	6,2	4,1	3,7
<i>p.m. Exportations nettes de biens et services⁽¹⁾</i>	<i>0,6</i>	<i>0,2</i>	<i>-0,1</i>	<i>-0,4</i>	<i>-0,1</i>
PIB	1,4	1,0	2,7	1,5	3,0

Sources: ICN, BNB.

(1) Contribution à la variation du PIB.

GRAPHIQUE 25 INVESTISSEMENTS DES ENTREPRISES



Sources : ICN, BNB.

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

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

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

de pourcentage du PIB de 2004 à 2006, après un recul de 0,9 point au total les deux années précédentes, pour s'établir à 13,6 p.c., un niveau élevé proche de celui du début des années 1990.

Alors qu'en 2004 et 2005, la reprise des investissements avait été amorcée par les entreprises de services, principalement des grandes sociétés actives notamment dans les branches du transport maritime et, plus largement, des services logistiques, la plupart des branches d'activité ont participé à leur vigueur en 2006. Selon les indications des données issues des déclarations TVA et les résultats de l'enquête semestrielle de la Banque, l'industrie manufacturière n'a pas fait exception à cette tendance, alors que la formation brute de capital fixe y avait reculé de plus de 15 p.c. de 2000 à 2005.

Avec l'apaisement des facteurs d'incertitude qui avaient miné l'environnement économique les années précédentes, l'investissement a pleinement réagi aux conditions favorables de la demande. Dans l'industrie manufacturière, le renouvellement et l'extension du capital ont été encouragés par la forte hausse du taux d'utilisation des capacités de production. Ce dernier est passé de 78,2 p.c. au deuxième trimestre de 2005 à 84 p.c. un an plus tard, son niveau le plus haut depuis la fin de 2000, avant d'être ramené à quelque 83 p.c. lors des deux derniers trimestres de 2006. La proportion des entreprises qui ont invoqué l'insuffisance de la demande comme cause d'une sous-utilisation des capacités a fortement diminué au cours de la même période, atteignant un point bas au troisième trimestre.

De manière générale, outre la demande, les conditions de financement ont également stimulé l'investissement au cours de l'année sous revue. Sur le plan du financement externe, les cours de bourse ont de nouveau évolué à la hausse en moyenne annuelle, l'indice Belgian All Shares enregistrant une progression de 24,1 p.c. en 2006. Pour leur part, les niveaux des taux d'intérêt nominaux, en dépit d'une certaine remontée, sont demeurés historiquement bas.

Sur le plan du financement interne, l'excédent brut d'exploitation des sociétés a progressé plus rapidement que le PIB pour la cinquième année d'affilée. Sa part dans le PIB, qui s'était maintenue entre 20 et 21 p.c. de 1995 à 2002, a ainsi augmenté régulièrement pour s'établir à 23 p.c. en 2006. Selon les indications disponibles dans les comptes nationaux depuis 1995, et sur la base d'informations comparables rétro-polées jusqu'à 1980, elle a dépassé de la sorte, à partir de 2004, le précédent sommet qu'elle avait atteint en 1989, à 21,8 p.c.

Cette évolution est à mettre en parallèle avec l'amélioration générale de la rentabilité et de la solvabilité des sociétés au cours des dernières années, telle qu'elle ressort des données comptables. En effet, comme le décrit plus en détail l'encadré 5, l'évolution des ratios

TABLEAU 17 COMPTE DES SOCIÉTÉS:
PRINCIPALES COMPOSANTES ET DÉTERMINANTS DE L'EXCÉDENT BRUT D'EXPLOITATION, À PRIX COURANTS

	2002	2003	2004	2005	2006 e
Déterminants de l'excédent brut d'exploitation des sociétés (pourcentages de variation par rapport à l'année précédente)					
Excédent brut d'exploitation	5,3	5,6	12,2	3,3	8,1
Marge brute d'exploitation par unité vendue ⁽¹⁾	4,5	3,5	7,0	0,9	4,1
Prix de vente unitaire ⁽¹⁾	0,2	-0,3	2,6	3,1	3,1
Sur le marché intérieur ⁽¹⁾	0,9	1,7	2,7	2,3	1,7
À l'exportation	-0,5	-2,2	2,5	3,8	4,4
Coûts par unité vendue ⁽¹⁾	-0,4	-0,9	2,0	3,4	2,9
Biens et services importés	-1,2	-2,0	2,8	4,6	4,0
Coûts d'origine intérieure par unité produite ⁽¹⁾⁽²⁾	0,8	0,2	0,3	1,4	1,0
dont: coûts salariaux unitaires	1,3	-0,1	-0,8	1,9	0,5
Ventes finales en volume	0,8	2,0	4,9	2,4	3,8
Sur le marché intérieur ⁽¹⁾	0,4	1,1	3,8	1,9	3,9
À l'exportation	1,2	2,9	5,9	2,8	3,7
Principales composantes du compte des sociétés (pourcentages du PIB)					
Revenu disponible brut					
Excédent brut d'exploitation	20,4	21,0	22,3	22,4	23,0
Autres composantes du revenu disponible brut ⁽³⁾	-8,2	-7,2	-7,7	-8,8	-9,2
Utilisations					
Formation brute de capital	12,2	12,2	13,2	13,5	14,1
Transferts en capital ⁽⁴⁾⁽⁵⁾	-0,4	0,7 ⁽⁶⁾	-0,2	-0,4 ⁽⁷⁾	-0,8
Solde de financement	0,4	0,9 ⁽⁶⁾	1,6	0,5 ⁽⁷⁾	0,5

Sources: ICN, BNB.

(1) Y compris les variations des stocks.

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

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

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

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

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

(7) Conformément aux données publiées par l'ICN, non compris le transfert en capital de 2,4 p.c. du PIB effectué par le Fonds de l'infrastructure ferroviaire (FIF) au profit de la SNCB au titre de reprise de dette, ces deux entités faisant partie du secteur des sociétés non financières. Selon Eurostat, le FIF fait partie du secteur des administrations publiques et cette reprise de dette doit être enregistrée comme une recette de transfert en capital des sociétés non financières en provenance des administrations publiques.

caractérisant la situation des sociétés non financières belges fait apparaître que leurs bilans et comptes de résultats ont été sensiblement assainis depuis 2002.

Après un ralentissement passager en 2005, le rythme d'accroissement de l'excédent brut d'exploitation a retrouvé un niveau soutenu en 2006, de 8,1 p.c. En effet, l'embellie de la conjoncture économique s'est traduite par un raffermissement des ventes en volume et un rétablissement de la productivité du travail, dégradée en 2005, permettant ainsi de limiter la progression des coûts salariaux unitaires. En outre, l'accroissement des coûts à l'importation, sous l'impulsion notamment du renchérissement des matières premières, est allé de pair avec une augmentation plus

rapide des prix à l'exportation, de sorte que les termes de l'échange se sont légèrement améliorés au cours de l'année sous revue, après des pertes les trois années précédentes.

Si de 2002 à 2004, le gonflement de l'excédent brut d'exploitation des sociétés leur a permis de majorer leur capacité de financer les autres secteurs de l'économie, il n'en a plus été de même les deux dernières années dans la mesure où les entreprises ont affecté plus largement les ressources additionnelles au versement d'impôts et de dividendes et à leurs dépenses de formation brute de capital fixe. Leur capacité de financement est ainsi revenue de 1,6 p.c. du PIB en 2004 à 0,5 p.c. en 2006.

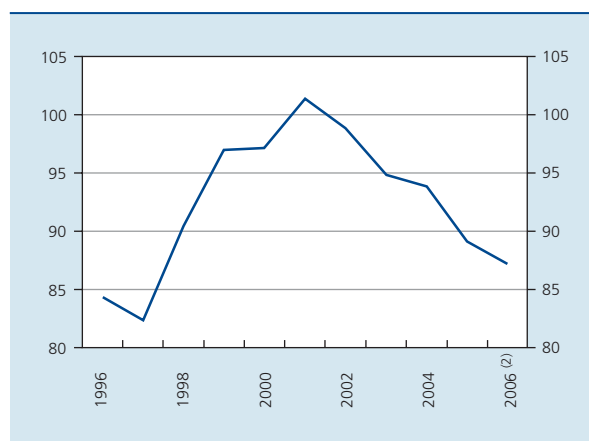
Encadré 5 – Amélioration de la situation financière des entreprises

Un des fondements de la forte croissance économique en 2006 a été l'accroissement rapide des investissements des entreprises, dans le prolongement de la tendance observée depuis 2004. Leur reprise a été favorisée notamment par l'amélioration de la situation financière des sociétés. L'endettement et les résultats des entreprises, qui s'étaient quelque peu détériorés de la fin des années 1990 jusque, respectivement, en 2001 et 2002, se sont raffermis par la suite.

Selon les données des comptes financiers, l'endettement des sociétés non financières a augmenté de 1997 à 2001, pour atteindre cette année-là un montant légèrement supérieur au total de leur valeur ajoutée. Depuis lors, les sociétés non financières ont réduit l'importance de leur dette par rapport à la valeur ajoutée.

ENDETTEMENT DES SOCIÉTÉS NON FINANCIÈRES ⁽¹⁾

(pourcentages de la valeur ajoutée)



Sources : ICN, BNB.

(1) Total des crédits octroyés par les institutions financières de la zone euro et des titres à revenu fixe émis, à l'exclusion des prêts entre entreprises liées.

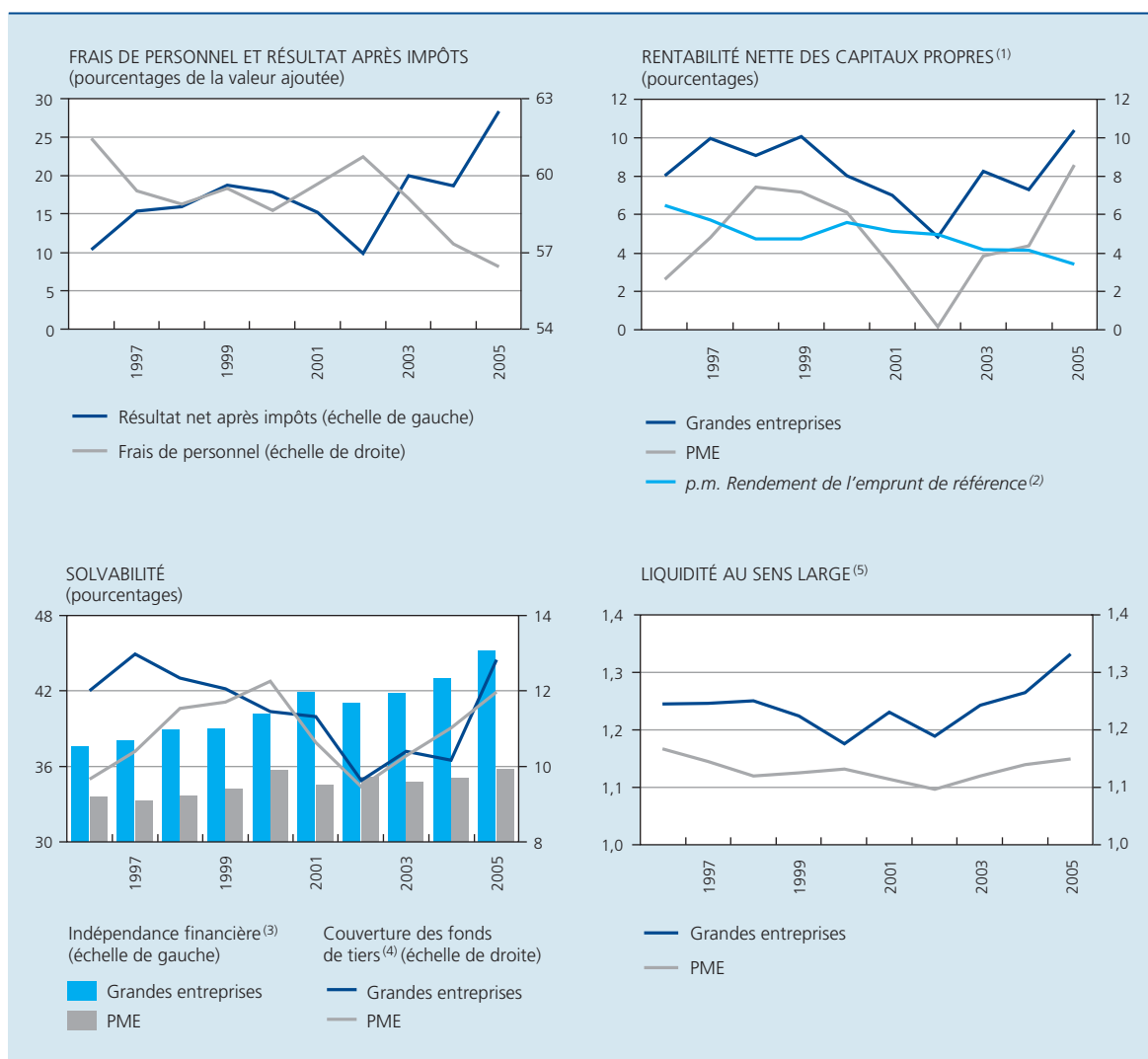
(2) Données pour les neuf premiers mois, en proportion de la valeur ajoutée des quatre derniers trimestres.

Ce retournement dans l'évolution de l'endettement des entreprises est allé de pair avec une amélioration de leurs ratios comptables, tels qu'ils ressortent des publications réalisées au départ des données de la Centrale des bilans de la Banque ⁽¹⁾. Le constat vaut à la fois pour les grandes entreprises et pour les PME, même si les mouvements sont moins marqués chez ces dernières. Ci-dessous, on considérera successivement l'évolution du résultat, de la rentabilité, de la solvabilité et de la liquidité.

De 1999 à 2002, la part du résultat net après impôts dans la valeur ajoutée s'est quasiment réduite de moitié, passant de 18,8 à 9,8 p.c. Cette détérioration, spécialement en 2001 et 2002, a été en partie provoquée par l'importance croissante des frais de personnel, qui étaient passés de 59,5 à 60,7 p.c. de la valeur ajoutée, ainsi que par d'importantes réductions de valeurs sur leurs immobilisations financières. À partir de 2003, la part de ces frais a diminué constamment, atteignant un point bas en 2005, à 56,4 p.c. La maîtrise des coûts salariaux a contribué à la vive progression de la part du résultat net après impôts dans la valeur ajoutée. Celle-ci a presque triplé en trois ans, de 9,8 à 28,4 p.c. La progression du résultat net après impôts a d'ailleurs été plus vive que celle de l'excédent brut d'exploitation, en raison de la contribution substantielle d'autres composantes du compte de

(1) Lagneaux F. et D. Vivet (2006), *Évolution des résultats et de la structure financière des entreprises en 2005*, Revue économique, BNB, décembre, pp. 31-55. Les résultats ont été actualisés pour l'année 2005.

SITUATION FINANCIÈRE DES SOCIÉTÉS NON FINANCIÈRES



Source : BNB (Centrale des bilans).

(1) Rapport entre le résultat net après impôts et les capitaux propres.

(2) Taux de rendement sur le marché secondaire des emprunts de l'État belge à dix ans (OLO) (moyenne annuelle).

(3) Rapport entre les capitaux propres et le total du passif.

(4) Part des dettes qu'une entreprise pourrait rembourser si elle affectait à cette fin la totalité du *cash-flow* de l'exercice.

(5) Rapport entre le total des actifs réalisables et disponibles (stocks, créances à un an au plus, placements de trésorerie, valeurs disponibles et comptes de régularisation) et le passif à court terme (dettes à un an au plus et comptes de régularisation).

résultats à l'amélioration du bénéfice net, telles que le solde des produits et charges financiers et celui des produits et charges exceptionnels, spécialement en 2005.

La rentabilité financière, mesurée en exprimant le résultat net après impôts en proportion des capitaux propres, avait également atteint un plancher en 2002, à la fois pour les grandes entreprises et pour les PME. Elle a rebondi depuis, revenant en 2005 au niveau de la fin des années 1990 pour les grandes entreprises, et le dépassant même pour les PME. Pour ces dernières, traditionnellement moins rentables que les grandes entreprises, la rentabilité nette des capitaux propres a ainsi excédé le rendement brut d'une obligation d'État à dix ans.

La solvabilité rend compte, quant à elle, de la capacité des sociétés à honorer leurs engagements financiers à court et à long termes. Une première mesure de la solvabilité rapporte les capitaux propres au total du passif ; un ratio élevé indique dès lors que l'entreprise est indépendante des fonds de tiers. De manière générale, les grandes entreprises et les PME ont accru leur indépendance financière sur la période de dix ans considérée. Cette tendance devrait, d'ailleurs, se poursuivre de manière accélérée en 2006, en raison des apports de fonds propres effectués cette année pour bénéficier du nouveau régime fiscal des intérêts notionnels. Une autre mesure de la solvabilité est le degré de couverture des fonds de tiers par le *cash-flow* : elle indique le potentiel de remboursement des dettes de l'entreprise. Ce ratio, qui avait atteint un point bas en 2002, est reparti fermement à la hausse, se rapprochant en 2005 du niveau élevé réalisé respectivement en 1997 ou 2000 selon qu'il s'agit des grandes entreprises ou des PME. Globalement, la solvabilité des sociétés s'est donc améliorée significativement les dernières années.

La liquidité, enfin, donne une indication de la capacité des entreprises à mobiliser les actifs réalisables et disponibles (moyens de trésorerie, etc.) pour faire face à leurs engagements à court terme, à savoir les dettes échéant dans l'année. Tant pour les PME que pour les autres entreprises, le ratio de liquidité au sens large est resté supérieur à l'unité tout au long de la période, ce qui correspond à un fonds de roulement net positif. Alors que le ratio avait quelque peu baissé de 1997 à 2002 pour les deux catégories d'entreprises, il s'est redressé nettement depuis, spécialement dans les grandes firmes, dont le degré de liquidité a atteint un niveau record en 2005.

L'assainissement de la situation financière des sociétés non financières n'est pas une spécificité belge, puisqu'il a également été constaté dans l'ensemble de la zone euro. Il y a constitué un prérequis au redressement des investissements des entreprises.

Particuliers

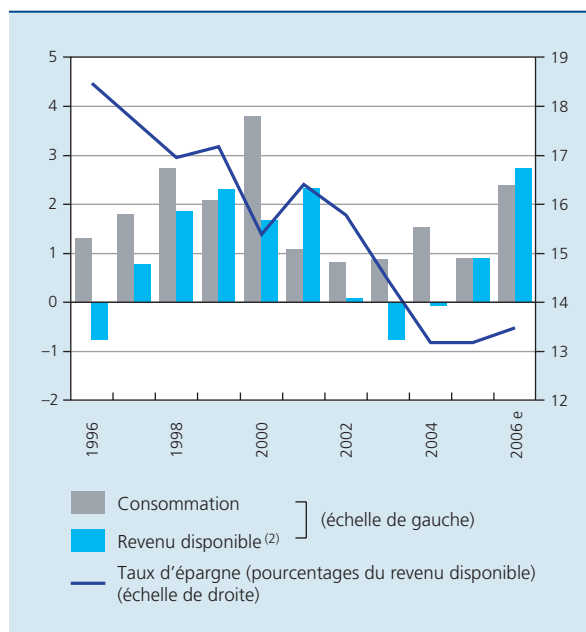
Poursuivant un mouvement amorcé dès 2003, un an avant la reprise des investissements des entreprises, les ménages ont de nouveau accru en 2006 leurs dépenses de construction et de rénovation de logements, de 4,8 p.c. en volume, à un rythme plus rapide que la progression du PIB. Comme les années précédentes, cette évolution a été favorisée par le niveau encore bas des taux d'intérêt et par l'augmentation substantielle des prix immobiliers sur le marché secondaire (pour plus de détails, voir l'encadré 6).

En outre, pendant l'année sous revue, le pouvoir d'achat des ménages s'est renforcé de manière significative, alors qu'en termes cumulés, il n'avait guère progressé de 2001 à 2005. Il en a résulté une accélération, presque de même ampleur, de leurs dépenses de consommation, dont l'accroissement en volume est passé de 0,8 à 2,4 p.c. Celles-ci ont constitué de la sorte le principal moteur de l'accélération de la croissance du PIB en 2006.

Au total, le taux d'épargne des particuliers a légèrement progressé, de 13,2 p.c. du revenu disponible les deux années précédentes à 13,5 p.c. Deux facteurs ont joué en sens inverse sur le comportement d'épargne des ménages en 2006. D'une part, le raffermissement de leur confiance,

GRAPHIQUE 26 CONSOMMATION, REVENU DISPONIBLE ET TAUX D'ÉPARGNE DES PARTICULIERS

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



Sources : ICN, BNB.

(1) Données non corrigées des effets de calendrier.

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

TABLEAU 18 REVENU DISPONIBLE BRUT DES PARTICULIERS, À PRIX COURANTS
 (pourcentages de variation par rapport à l'année précédente, sauf mention contraire)

	2002	2003	2004	2005	2006 e	p.m. 2006 e, milliards d'euros
Revenu primaire brut	1,4	0,4	2,3	3,6	3,8	230,2
<i>p.m. En termes réels</i> ⁽¹⁾	0,1	-1,2	-0,1	0,7	1,6	
Rémunérations des salariés	3,9	1,9	2,8	3,4	3,8	161,2
Emploi salarié	-0,1	0,0	0,6	1,0	1,1	
Rémunération par personne	4,0	1,8	2,1	2,4	2,7	
Excédent brut d'exploitation et revenu mixte brut	-1,4	2,1	2,1	3,2	4,3	41,4
dont: revenu d'activité des indépendants . . .	-1,7	3,8	2,7	1,4	5,0	22,2
Revenu de la propriété mobilière ⁽²⁾	-6,5	-9,2	0,0	5,5	3,7	27,6
Transferts courants ⁽²⁾	1,6	-1,4	2,2	2,8	-1,4	-40,5
Transferts courants reçus	5,0	3,5	4,2	3,6	3,4	67,7
Transferts courants versés	3,6	1,5	3,4	3,3	1,6	108,1
Revenu disponible brut	1,4	0,9	2,4	3,8	5,0	189,7
<i>p.m. En termes réels</i> ⁽¹⁾	0,1	-0,8	-0,1	0,9	2,7	
Dépenses de consommation finale	2,1	2,6	4,0	3,8	4,7	166,1
Taux d'épargne ⁽³⁾	15,8	14,4	13,2	13,2	13,5	

Sources: ICN, BNB.

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

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

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

à mesure qu'ils percevaient comme durable l'amélioration de la situation économique générale, en particulier de l'emploi, les a conduits à réduire leur épargne de précaution. D'autre part, ils ont également tendance à lisser dans leurs dépenses de consommation des variations importantes de leur revenu disponible réel telles que celle constatée durant l'année sous revue.

Celui-ci a nettement progressé, de 2,7 p.c., sous l'effet de la mise en œuvre de la dernière phase de la réforme visant à alléger l'impôt des personnes physiques. Son affermissement a été d'autant plus vif que l'inflation mesurée par le déflateur de la consommation privée a ralenti en 2006. Le revenu primaire brut en termes nominaux y a aussi contribué, mais de manière modeste: après une vive accélération en 2005, à 3,6 p.c., il s'est accru à un rythme encore légèrement plus soutenu, de 3,8 p.c.

Globalement, les rémunérations des salariés – qui représentent quelque 70 p.c. du revenu primaire des particuliers – ont augmenté de 3,8 p.c. en termes nominaux, contre 3,4 p.c. en 2005, en raison d'une hausse plus marquée de la rémunération par personne, mais aussi

d'un rythme d'accroissement de l'emploi salarié un peu plus élevé. Sous l'impulsion d'une conjoncture favorable, l'ensemble des revenus constitué de l'excédent brut d'exploitation et du revenu mixte brut s'est renforcé davantage, progressant de 4,3 p.c. en 2006, contre 3,2 p.c. l'année précédente. Cette amélioration s'est concentrée dans les revenus des indépendants, qui ont progressé de 5 p.c., tandis que les loyers imputés aux propriétaires occupants – qui sont enregistrés sous l'excédent brut d'exploitation – se sont accrus plus lentement que l'année précédente. L'accroissement des revenus nets de la propriété mobilière est revenu de 5,5 p.c. en 2005 à 3,7 p.c. Cette évolution trouve son origine dans une expansion moins vive des revenus de la propriété attribués dans le cadre des contrats d'assurance ainsi que des dividendes reçus par les ménages. La progression de ces dividendes n'en est pas moins demeurée soutenue, compte tenu du fait que la hausse enregistrée l'année précédente pouvait être considérée comme exceptionnelle, s'assimilant à un mouvement de rattrapage après des baisses continues de 2002 à 2004. Par contre, pour la première fois depuis 2001, les revenus nets d'intérêts des particuliers ont légèrement haussé par rapport à l'année précédente.

Les transferts courants nets à charge des particuliers ont diminué, de 1,4 p.c., en raison principalement de l'augmentation modérée des transferts courants versés. Celle-ci a été limitée à 1,6 p.c., contre 3,3 p.c. en 2005, compte tenu de l'évolution des impôts sur les revenus

du travail et du patrimoine. Le rythme de croissance des transferts reçus, qui pour l'essentiel correspondent aux allocations de sécurité sociale à l'exception des soins de santé, a, pour sa part, quelque peu décéléré, passant de 3,6 à 3,4 p.c.

Encadré 6 – Prix immobiliers et investissements en logements

Depuis la mi-2002, la situation conjoncturelle s'est améliorée de manière constante dans le secteur de la construction, tandis que dans les autres secteurs, le climat conjoncturel était sujet à plus d'incertitudes. L'expansion du secteur de la construction s'est poursuivie en 2006 et elle a soutenu, de manière significative, l'accélération de l'ensemble de l'activité économique. Au troisième trimestre de 2006, la croissance de la valeur ajoutée de ce secteur a atteint un sommet, de l'ordre de 9 p.c. par rapport au trimestre correspondant de l'année précédente.

La conjoncture favorable dans le secteur de la construction peut être attribuée à plusieurs facteurs. Une décomposition des investissements liés à la construction montre que le résidentiel, qui représente environ 55 p.c. du total, en est largement à la base. En outre, en 2005 et 2006, l'augmentation des investissements des pouvoirs locaux a également largement soutenu la construction, sous l'effet du cycle électoral. Il s'agit toutefois dans ce cas d'un facteur temporaire.

Après une longue période de faible croissance dans les années 1990 et au début des années 2000, les investissements en logements ont augmenté, au total sur la période 2004-2006, de 18,2 p.c. D'autres indicateurs, tels que le nombre de logements mis en chantier ou le nombre de permis de bâtir délivrés, qui peuvent être considérés comme précurseurs, confirment la reprise de l'activité de construction résidentielle.

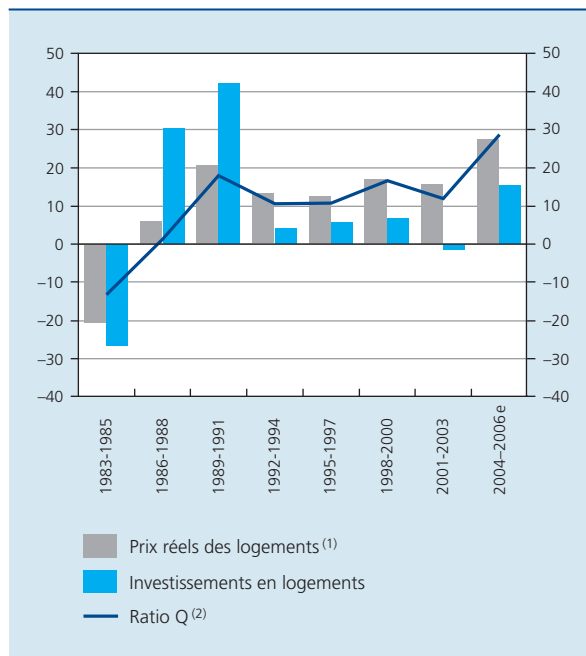
Les résultats remarquables des dépenses de construction et de rénovation de logements ont coïncidé avec une période où les prix réels des habitations ont accusé une hausse relativement importante sur le marché dit secondaire. Les deux mouvements ne sont pas étrangers l'un à l'autre et peuvent être attribués tant à des facteurs structurels, comme l'évolution socio-démographique, qu'à des variables macroéconomiques, telles que le revenu disponible des ménages et les taux d'intérêt. Des motivations de nature fiscale, des changements dans les conditions pratiquées en matière de crédit hypothécaire ou des restrictions imposées par de nouvelles réglementations en matière d'environnement ou d'aménagement du territoire sont également susceptibles d'avoir affecté ces mouvements.

D'autre part, les modifications de prix enregistrées sur le marché secondaire peuvent elles-mêmes avoir une incidence sur les investissements résidentiels et, donc, sur l'activité économique réelle. Cet encadré vise à expliquer l'importance de cette interrelation dans le cas de la Belgique.

La littérature décrit principalement deux canaux par lesquels les prix immobiliers peuvent exercer un effet sur l'activité économique. Le premier canal, qui bénéficie en général de la plus grande attention, passe via la consommation privée: les effets dits de richesse – notamment par la réalisation des plus-values immobilières et l'utilisation des biens immobiliers comme garantie lors de l'obtention de crédits – impliquent une relation positive entre les prix des logements et la consommation privée. L'autre canal, important pour l'activité dans la construction, passe par les investissements sous forme de maisons ou d'appartements. Il est basé sur la comparaison entre la valeur de marché et le coût de remplacement, appelé aussi effet Q de Tobin, un concept qui s'applique à tout type d'investissements. Toutes autres choses restant égales, une hausse des prix des constructions existantes rend les nouveaux logements relativement meilleur marché, ce qui signifie en d'autres termes que des augmentations de prix sur le marché secondaire peuvent stimuler la construction de nouveaux immeubles. La vigueur de cette réaction est bien entendu aussi déterminée par d'autres facteurs, comme les rigidités de l'offre découlant de la

**PRIX DES LOGEMENTS SUR LE MARCHÉ SECONDAIRE ET
INVESTISSEMENTS EN VOLUME SOUS FORME DE LOGEMENTS**

(pourcentages de variation par rapport à la période précédente)



Sources : ICN ; SPF Économie, PME, classes moyennes et énergie ; STADIM ; BNB.

(1) Prix nominaux des logements déflatés au moyen du déflateur des dépenses de consommation finale des particuliers.

(2) Le ratio Q est défini ici comme le rapport entre l'indice des prix nominaux des logements et le déflateur des investissements en logements.

disponibilité des terrains à bâtir, de sorte que la réaction des investissements aux prix des logements est plutôt limitée et retardée.

La recherche empirique montre que l'effet de richesse sur la consommation est relativement faible en Belgique. En témoigne la corrélation minimale observée en Belgique entre la hausse des prix réels des logements et la croissance de la consommation privée : sur la base de données annuelles relatives à la période 1980-2006, elle atteint seulement 0,2. Une explication à cette relative faiblesse est l'absence de formules souples sur les marchés financiers belges permettant aux particuliers de majorer leur crédit hypothécaire en fonction de l'augmentation de la valeur de leur bien immobilier, contrairement à ce qui existe par exemple dans les pays anglo-saxons ou aux Pays-Bas. La corrélation entre les prix réels des logements et les investissements en logements sur la même période s'élève en revanche à 0,6, ce qui suggère une influence plus importante de l'effet Q de Tobin.

Globalement, le lien positif pour les logements entre prix et investissements s'avère nettement plus significatif en Belgique que dans les autres pays de la zone euro⁽¹⁾. Depuis 1980, les baisses de prix sur le marché secondaire ont été de pair avec une variation négative des investissements, tandis que les hausses de prix ont généralement donné lieu à une augmentation. La réaction des investissements aux prix n'est cependant pas stable dans le temps. Ainsi, dans les années 1980, l'élasticité apparente était relativement élevée, tandis que dans les années 1990 et au début des années 2000, ils ont à peine réagi à l'ascension des prix sur le marché secondaire.

(1) Voir European Commission (2006), *Economic situation in the euro area*, Quarterly Report on the Euro area, Vol. 5 N° 1, pp. 5-25. L'élasticité pour la Belgique y est estimée à 1,4, soit un niveau nettement plus élevé que la moyenne de la zone euro (0,4). Les élasticités des autres pays de la zone varient entre 0,0 (Espagne) et 0,8 (Allemagne).



Le ratio Q de Tobin, qui donne une indication de la mesure dans laquelle les investissements réagissent à l'évolution des prix sur le marché secondaire, peut être calculé comme le rapport entre les prix nominaux des habitations et le déflateur des investissements en logements. À la suite de la baisse sensible des prix immobiliers au début des années 1980, ce ratio s'est détérioré, de sorte que les nouvelles constructions ont perdu de leur attrait par rapport à un achat sur le marché secondaire. Du fait des accroissements de prix sur ce marché dans la deuxième moitié des années 1980, l'attractivité des nouvelles constructions s'est accrue, ce qui a entraîné une envolée des investissements. En revanche, bien que le ratio Q de Tobin se soit élevé de façon quasiment constante dans les années 1990, en raison des augmentations continues de prix sur le marché secondaire, les investissements en logements ont à peine progressé pendant cette période. Plus récemment, l'accélération de la hausse des prix de l'immobilier a de nouveau rendu plus attractive la construction neuve, ce qui pourrait expliquer la reprise des investissements résidentiels.

La situation des années 1990 montre toutefois que le ratio Q de Tobin n'est pas le seul déterminant de la réaction des investissements aux prix des logements, celle-ci étant déterminée par une multiplicité d'autres éléments tels que, par exemple, l'évolution des prix des terrains à bâtir, elle-même fonction notamment de la disponibilité de surfaces à bâtir. Plutôt que de peser sur l'importance totale des investissements immobiliers, ce facteur peut toutefois entraîner une réallocation vers la construction d'appartements, telle qu'on l'observe ces dernières années. Enfin, des facteurs exogènes, comme la construction de logements sociaux, les incitants fiscaux ou les mesures d'amnistie fiscale (telles que la déclaration libératoire unique), jouent également un rôle.

La réaction des investissements immobiliers aux prix sur le marché secondaire n'est pas uniquement importante pour en évaluer l'effet sur l'activité économique, mais également parce que, en retour, ils peuvent tempérer l'évolution des prix de l'immobilier via une hausse de l'offre. Ainsi, le fait que, comme mentionné plus haut, celle-ci soit plus réactive en Belgique que dans les autres pays de la zone euro, peut constituer un facteur explicatif de la progression généralement plus modérée des prix des logements en Belgique par rapport aux autres pays de la zone.

Administrations publiques

Les dépenses de consommation finale des administrations publiques ont crû de 1,3 p.c. en termes réels, après le recul, exceptionnel, de 0,6 p.c. l'année précédente. L'ensemble des catégories de dépenses publiques ont progressé plus rapidement qu'en 2005, en ce compris les rémunérations des fonctionnaires et les soins de santé. En 2005, ces prestations sociales avaient pratiquement stagné en volume, après deux années de dérapage par rapport à la norme de 4,5 p.c. admise par le gouvernement. En 2006, elles ont renoué avec la croissance, mais celle-ci a été limitée à 1,3 p.c.

À l'inverse des dépenses de consommation, les investissements publics, qui avaient augmenté de 13,5 p.c. en 2005, ont reculé de 3 p.c. Ces évolutions ont été cependant fortement influencées par les ventes de bâtiments publics, qui sont considérées en vertu des conventions comptables comme des désinvestissements du secteur des administrations publiques. Comme en 2004, ces opérations ont, en effet, représenté quelque 0,2 p.c. du

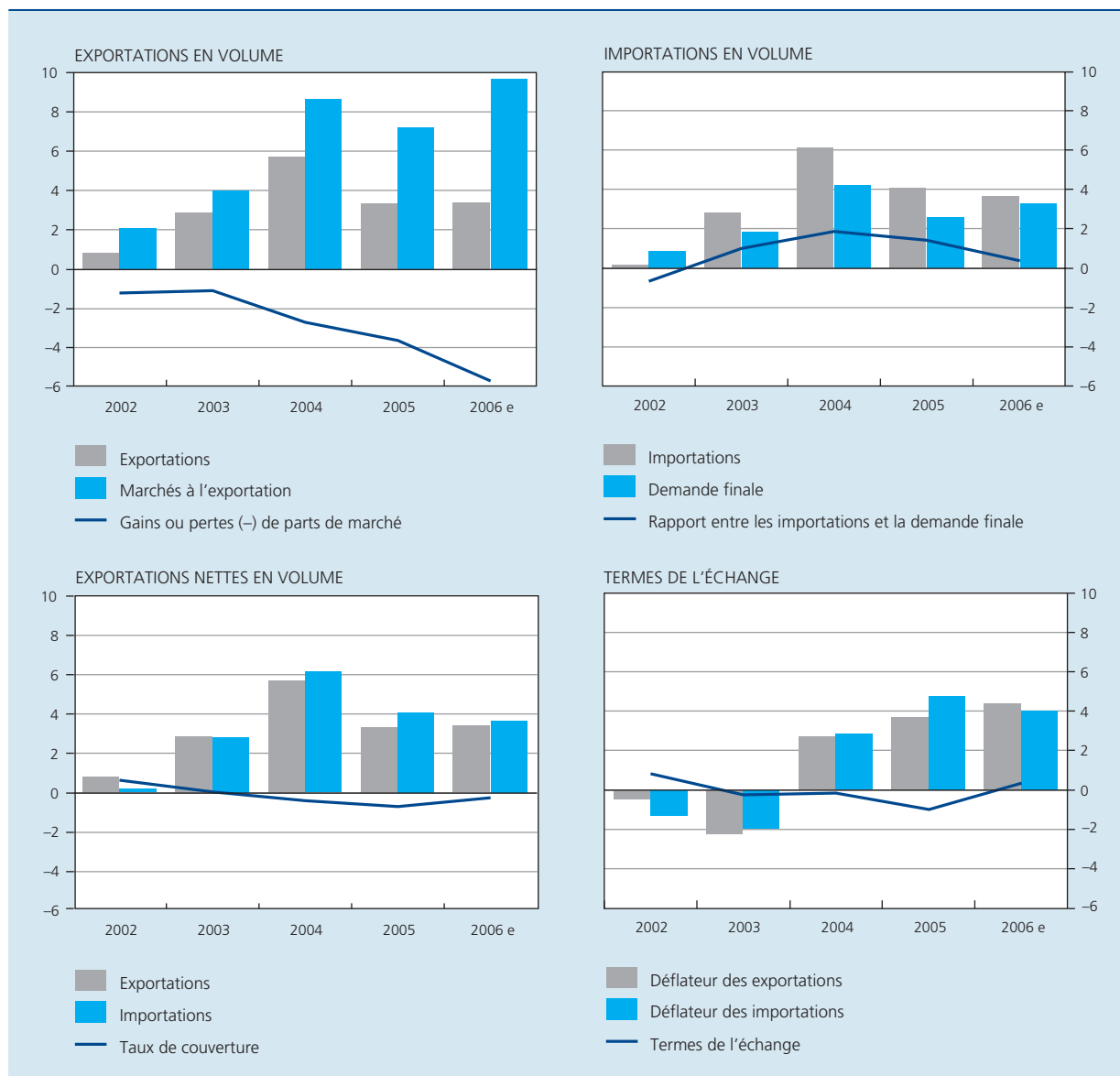
PIB au cours de l'année sous revue, soit six fois plus qu'en 2005, où elles avaient, il est vrai, été négligeables. Si l'on fait abstraction de celles-ci, le volume des investissements publics a, au contraire, augmenté de 5,9 p.c. en 2006, un rythme de près de 2 points de pourcentage supérieur à celui de l'année précédente. Cette accélération s'explique par les dépenses du pouvoir fédéral et des communautés et régions, dont le niveau s'était réduit l'année précédente. La contribution la plus importante à l'accroissement des investissements publics est venue toutefois des pouvoirs locaux en raison des élections communales et provinciales, même si comme c'est généralement le cas lors de ces scrutins, leur rythme de progression s'est inscrit en retrait par rapport à l'année précédente.

Reste du monde

Sur l'ensemble de l'année sous revue, le volume des exportations de biens et services a progressé, avec 3,4 p.c., pratiquement au même rythme qu'en 2005. Cette évolution relativement similaire masque toutefois

GRAPHIQUE 27 EXPORTATIONS ET IMPORTATIONS DE BIENS ET SERVICES

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



Sources : OCDE, ICN, BNB.

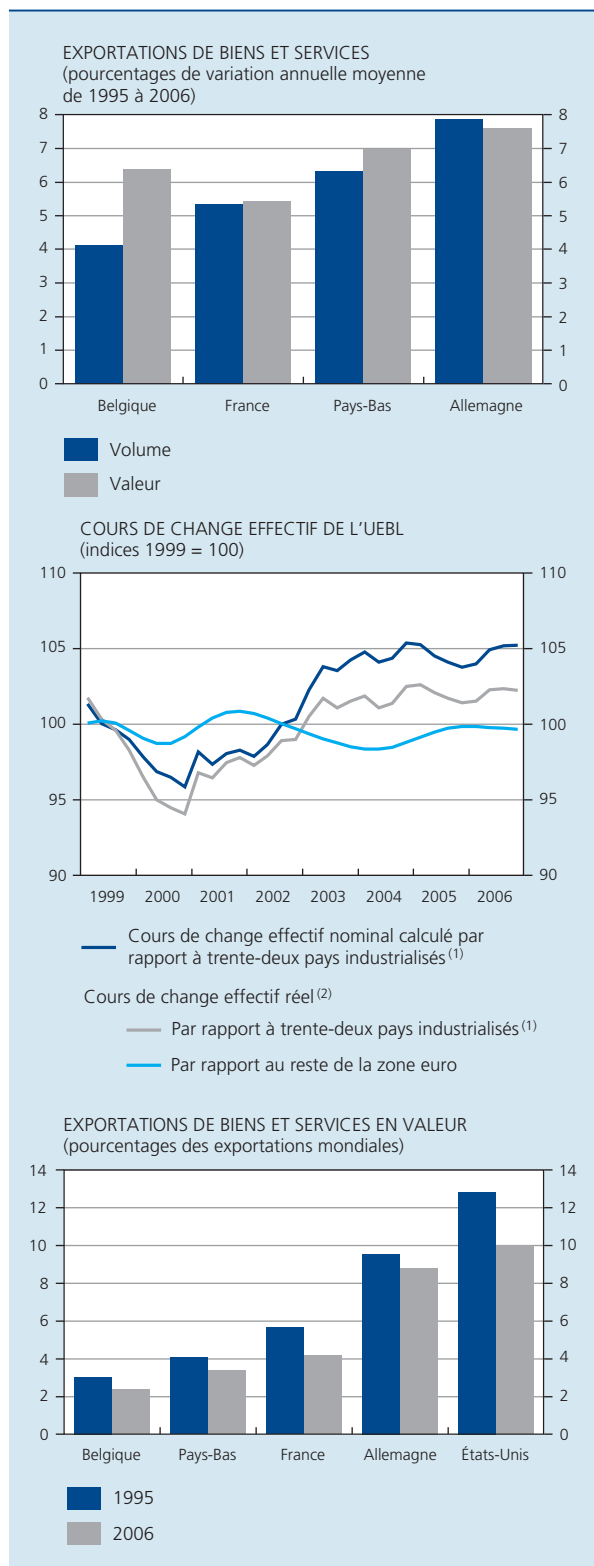
le redressement sensible des exportations dans le courant de 2006, soutenu par la reprise de l'activité dans la zone euro, après que celles-ci eurent été atones pendant la majeure partie de l'année précédente.

La progression des exportations apparaît néanmoins limitée au regard de l'expansion des marchés pertinents pour la Belgique qui ont, selon les calculs de l'OCDE, globalement crû de 9,7 p.c., contre 7,2 p.c. en 2005. Ces chiffres sont toutefois affectés par la présence de carrousels TVA au Royaume-Uni, qui ont pour effet de gonfler les statistiques d'exportations et d'importations de ce pays.

Ces opérations frauduleuses ayant vraisemblablement pris de l'ampleur au cours du premier semestre, les importations britanniques auraient progressé de quelque 12 p.c. en 2006, soit presque deux fois plus rapidement que l'année précédente. Dans la mesure où le Royaume-Uni a représenté 8,1 p.c. des exportations belges de biens en 2005, la contribution de ce facteur à la croissance totale des marchés n'est pas négligeable.

La demande extérieure potentiellement adressée à la Belgique n'en a pas moins été vigoureuse, en particulier celle émanant des pays voisins. En conséquence, les pertes

GRAPHIQUE 28 EXPORTATIONS DE BIENS ET SERVICES ET COURS DE CHANGE EFFECTIF



Sources : CE, OCDE, ICN, BNB.

(1) Moyenne pondérée du cours de change vis-à-vis des monnaies du reste de l'UE25 et des pays suivants : Australie, Canada, États-Unis, Japon, Mexique, Norvège, Nouvelle-Zélande, Suisse et Turquie.

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

de parts de marché auraient, semble-t-il, de nouveau été importantes, de l'ordre de 5,7 p.c. contre 3,6 p.c. en 2005. Elles se seraient accélérées pour la troisième année consécutive, même en faisant abstraction de la surévaluation des importations du Royaume-Uni. Depuis 1995, les pertes de parts de marché en volume se seraient élevées au total à quelque 24 p.c., soit une performance relativement moins bonne que dans la plupart des autres pays avancés.

L'examen des parts de marché de la Belgique requiert cependant la plus grande prudence. Mesurées en valeur, les exportations belges se révèlent, en effet, aussi dynamiques que la moyenne européenne, ce qui, combiné à la relative faiblesse de la progression des volumes, indique une croissance tendanciellement plus vive des prix à l'exportation. Une explication de nature purement statistique à ces divergences entre évolutions en volume et en valeur ne peut être exclue. Celles-ci sont, en effet, difficilement conciliables eu égard aux informations disponibles pour d'autres indicateurs relatifs de prix et de coûts domestiques.

En particulier, l'ampleur cumulée des pertes de parts de marché en volume ne peut être intégralement imputée aux évolutions de la compétitivité-coût. Mesurée par le cours de change effectif réel de l'UEBL, celle-ci est apparue relativement stable au cours des trois dernières années, période durant laquelle les pertes de parts de marché se sont accentuées. Les mouvements récents de la compétitivité ont, en outre, été largement dictés par le cours de change effectif nominal de l'euro, après une amélioration tangible des coûts relatifs en monnaies locales en 2003. Par ailleurs, vis-à-vis de ses principaux concurrents que sont les pays de la zone euro, l'UEBL a stabilisé sa compétitivité en 2006, après une légère détérioration en 2004 et dans la première moitié de 2005.

Dans un contexte international marqué par l'émergence rapide de nouveaux pôles d'activité et l'intensification du caractère mondialisé des échanges, la perte relative de parts de marché constitue un phénomène attendu pour les économies situées à un stade avancé de développement. De fait, en participant de façon accrue au commerce mondial, les économies émergentes contribuent à en amplifier le volume global, entre autres au travers des relations qu'elles développent entre elles. Les pays anciennement industrialisés occupent dès lors logiquement une place moindre dans un commerce mondial en forte expansion. Si la Belgique n'est pas épargnée, la part de la valeur de ses exportations dans le commerce mondial ne s'est pas contractée outre mesure par rapport aux pays voisins ou aux États-Unis au cours des onze dernières années.

TABLEAU 19 PRÊT NET AU RESTE DU MONDE

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

	2002	2003	2004	2005	2006 e	Neuf premiers mois	
						2005	2006
1. Compte courant	12,4	11,4	10,2	7,5	7,7	6,4	4,4
Biens et services	12,3	11,3	10,7	8,4	8,3	6,3	4,1
Biens	10,2	9,7	7,8	4,7	n.	4,5	2,1
Services	2,1	1,6	2,9	3,7	n.	1,8	2,0
Transport	1,0	0,8	1,6	1,3	n.	0,9	1,0
Voyages	-3,4	-3,6	-3,9	-4,0	n.	-3,4	-3,7
Autres services	4,6	4,4	5,2	6,5	n.	4,3	4,7
Revenus de facteurs	4,7	5,7	4,6	4,2	4,8	4,2	4,7
Revenus du travail	3,3	3,5	3,7	3,8	n.	2,8	2,8
Revenus des placements et investissements	1,4	2,2	1,0	0,4	n.	1,4	1,8
Transferts courants	-4,6	-5,7	-5,2	-5,1	-5,4	-4,0	-4,4
Transferts des administrations publiques	-3,7	-4,1	-3,8	-3,8	n.	-3,0	-3,6
Transferts des autres secteurs	-0,9	-1,6	-1,4	-1,4	n.	-1,1	-0,8
2. Compte de capital	-0,6	-0,9	-0,4	-0,7	-0,4	-0,5	-0,6
3. Prêt net au reste du monde (1 + 2) ..	11,8	10,4	9,8	6,8	7,2	5,9	3,8
<i>p.m. Idem, pourcentages du PIB</i>	<i>4,4</i>	<i>3,8</i>	<i>3,4</i>	<i>2,3</i>	<i>2,3</i>	<i>2,7</i>	<i>1,6</i>
<i>Capacité de financement des secteurs intérieurs, pourcentages du PIB</i>	<i>4,8</i>	<i>4,4</i>	<i>3,6</i>	<i>2,5</i>	<i>2,4</i>	<i>n.</i>	<i>n.</i>

Sources: ICN, BNB.

Le rythme de croissance des importations s'est pour sa part légèrement infléchi, passant de 4,1 p.c. en 2005 à 3,7 p.c. en 2006. Le contraste apparent avec l'accélération concomitante de la demande finale s'explique par le fait qu'en 2006, la croissance économique a été soutenue dans une moindre mesure qu'en 2005 par les investissements des entreprises – hors achats de bâtiments publics –, dont le contenu en importation est élevé.

Au total, les exportations nettes de biens et services ont apporté une contribution légèrement négative à la croissance du PIB, de l'ordre de 0,1 point de pourcentage.

Pour la deuxième année consécutive, l'accroissement des prix des exportations et importations de biens et services s'est révélé plus rapide que celui des volumes. Sous l'impulsion conjointe du renchérissement des matières premières et d'une croissance de l'économie mondiale toujours vigoureuse, les prix à l'importation ont progressé en 2006 au rythme soutenu de 4 p.c. Pour leur part, les prix à l'exportation se sont accrus de 4,4 p.c., soit

encore plus rapidement que l'année précédente où ils avaient progressé de 3,8 p.c. Cette accélération témoigne vraisemblablement de l'incorporation dans les prix de production des produits manufacturés du renchérissement antérieur des composantes importées. Au cours de ces deux années, les mouvements de cours de change ont été importants, mais ils n'ont, au total, guère eu d'influence sur ces développements dans la mesure où, en moyenne annuelle, l'euro est resté relativement stable. Vu l'évolution relative des prix des opérations avec l'étranger, les termes de l'échange se sont améliorés de 0,3 p.c., après une détérioration cumulée de 1,2 p.c. au cours des trois années précédentes.

L'amélioration des termes de l'échange en 2006 a contrebalancé presque intégralement la dégradation du taux de couverture en volume des importations par les exportations. Exprimé à prix courants, le solde commercial de la Belgique s'est ainsi pratiquement stabilisé, à 8,3 milliards, alors qu'il s'était réduit sensiblement de 2003 à 2005. Cette stabilisation porterait tant sur le solde des

opérations sur marchandises que sur celui des échanges de services.

S'agissant du solde des transactions liées aux prestations de services, le renforcement de l'excédent observé au cours des neuf premiers mois de 2006, à raison de 0,2 milliard, résulte d'évolutions contrastées parmi les différentes catégories d'opérations. La hausse des recettes provenant des services de transport terrestre de fret et des services de conseil aux entreprises, de même que celle des redevances et des droits de licence perçus par des résidents et la réduction des dépenses en matière de services financiers, ont participé à son accroissement. Celui-ci a toutefois été limité par une nouvelle expansion des dépenses de voyage et de transport aérien, ainsi que par une diminution des recettes provenant des services aux entreprises liées établies à l'étranger.

En passant de 4,2 milliards d'euros en 2005 à 4,8 milliards en 2006, l'excédent des paiements des revenus des facteurs a, quant à lui, contribué à l'élargissement du solde des opérations courantes. Sa progression s'explique notamment par un accroissement des revenus d'intérêts issus de prêts octroyés par les entreprises résidentes à des sociétés liées. Elle a, en outre, été renforcée par une hausse des dividendes générés par les investissements en portefeuille, à la suite d'acquisitions par les résidents de nombreuses parts dans des organismes de placement collectif étrangers. L'amélioration du solde des revenus des facteurs a néanmoins été quelque peu amoindrie par, entre autres, une hausse des taux d'intérêt des instruments du marché monétaire, les engagements nets envers l'étranger sous cette forme ayant par ailleurs augmenté, ainsi que par un déclin des revenus nets issus des autres catégories d'investissements. Principalement déterminé par les salaires versés aux résidents par les institutions européennes, le solde positif généré par les revenus du travail est pour sa part demeuré stable.

Tandis que le déficit des transferts courants opérés par les ménages et les entreprises s'est réduit par rapport à son niveau de 2005, celui généré par les administrations publiques s'est sensiblement élargi, notamment en raison d'une réduction importante des transferts reçus de l'UE, compte tenu de la fin de la période de programmation 2000-2006 des Fonds structurels dont les entités fédérées ont bénéficié. Le mali du solde des transferts courants a ainsi été porté à 5,4 milliards.

À la suite de la vente du domaine de l'ambassade de Belgique à Tokyo à la fin de l'année sous revue, le déficit du solde du compte de capital a été ramené de 0,7 à 0,4 milliard d'euros. Durant les neuf premiers mois de 2006, ce solde s'était quelque peu détérioré en raison

des effets du système d'échanges de quotas d'émission de gaz à effet de serre établi par l'UE dans le cadre des accords de Kyoto. Mis en œuvre depuis le 1^{er} janvier 2005 par les pays membres, ce système vise à inciter les entreprises industrielles à limiter leurs rejets de dioxyde de carbone – ou de tout autre gaz à effet équivalent – en leur allouant un nombre limité de droits d'émission. En fonction des quantités de gaz qu'elles génèrent, celles-ci peuvent revendre leurs quotas excédentaires ou en acheter à d'autres entreprises via des plates-formes d'échange, de façon à être en mesure de restituer, au cours des quatre premiers mois de chaque année, un nombre de quotas correspondant à leurs émissions de l'année précédente. En termes nets, les sociétés belges ont acheté plus de quotas qu'elles n'en ont revendus au reste du monde.

Au total, le prêt net de la Belgique au reste du monde, qui, selon les concepts de la balance des paiements, correspond à la somme des soldes des comptes courant et de capital, s'est, contrairement aux trois années précédentes, inscrit en progression, passant de 6,8 milliards en 2005 à 7,2 milliards en 2006, ce qui correspond à une stabilisation en pourcentage du PIB, à 2,3 p.c.

3.4 Développements structurels

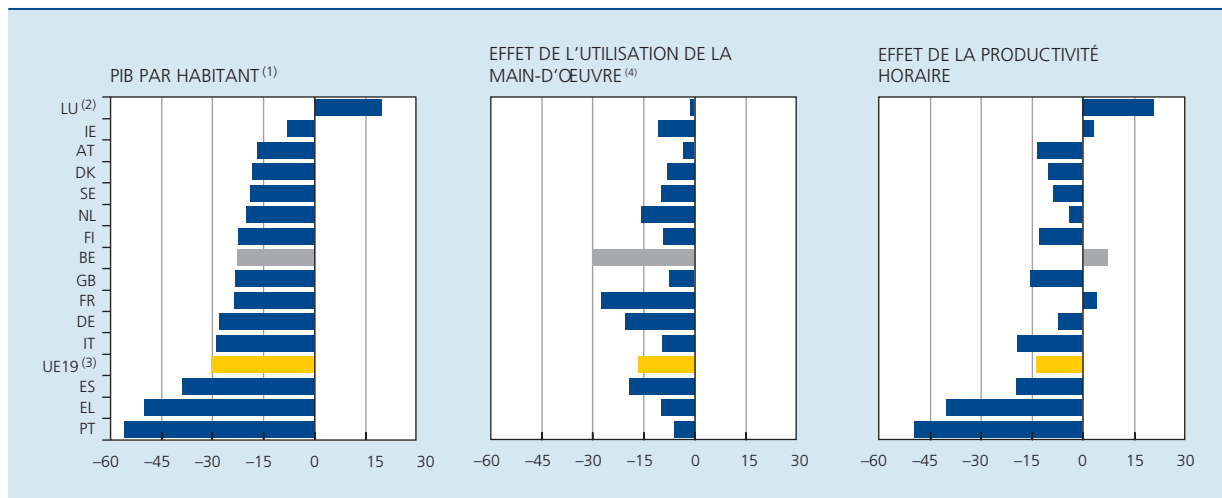
La croissance vigoureuse du PIB en 2006 en Belgique a surtout reposé sur les excellentes performances au début de l'année. Le ralentissement observé par la suite a ramené la progression de l'activité vers un rythme plus compatible avec les capacités potentielles de l'économie, c'est-à-dire avec la croissance de la production qui peut être réalisée durablement, compte tenu des disponibilités de facteurs de production – le travail et le capital – et des gains de productivité, sans générer de déséquilibres sur les marchés de produits et du travail, notamment sous la forme de pressions inflationnistes.

La croissance potentielle d'un pays détermine son niveau de développement économique et de prospérité moyenne de la population. Selon les calculs de l'OCDE, le PIB par habitant en Belgique dépasse celui des principaux pays de l'UE25. Les pays nordiques, les autres pays du Benelux, l'Autriche et l'Irlande affichent toutefois des résultats plus élevés.

La Belgique se distingue particulièrement par un niveau de productivité horaire largement supérieur à celui des autres pays considérés, à l'exception du Luxembourg ; il est même supérieur à celui des États-Unis, dont le PIB par habitant est pourtant nettement plus élevé. Cette performance peut être, en partie, attribuée à une plus grande intensité capitalistique du processus de production. En revanche, la mobilisation de la force de travail, mesurée

GRAPHIQUE 29 COMPARAISON INTERNATIONALE DU PIB PAR HABITANT

(écart par rapport aux États-Unis en 2004, points de pourcentage)



Source : OCDE.

(1) Sur la base des parités de pouvoir d'achat en 2000.

(2) Dans le cas du Luxembourg, la population a été augmentée des travailleurs transfrontaliers afin de tenir compte de leur contribution au PIB.

(3) Les pays de l'UE15 et les quatre nouveaux États membres également membres de l'OCDE, à savoir, par ordre décroissant de PIB par tête, la République tchèque, la Hongrie, la Slovaquie et la Pologne.

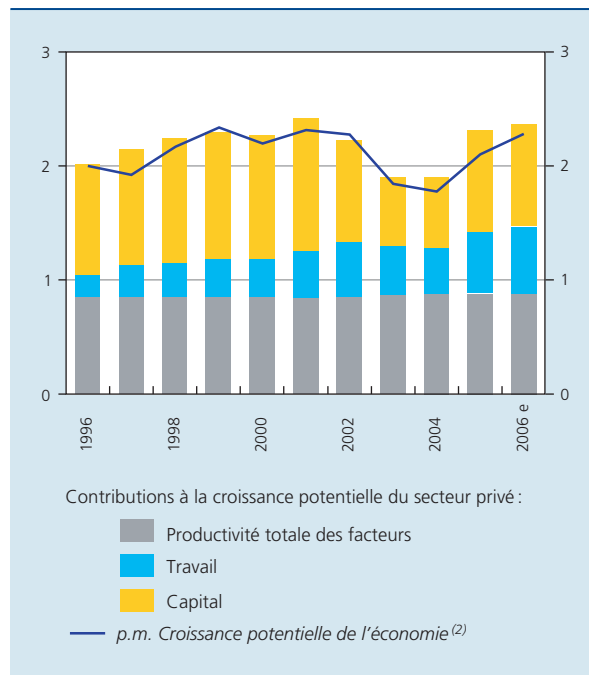
(4) Rapport entre le nombre d'heures prestées et la population.

par le nombre d'heures prestées par habitant, est moindre en Belgique. Cette position résulte à la fois d'un nombre d'heures prestées par travailleur inférieur à la moyenne européenne et du faible taux d'emploi de la population, spécialement pour ce qui est des personnes âgées de plus de cinquante-cinq ans et des personnes peu qualifiées. Par effet de retour, cette dernière caractéristique tend à rehausser le niveau moyen de productivité apparente du travail dans l'économie.

La croissance potentielle d'une économie n'étant pas directement mesurable, elle doit être estimée. La méthode privilégiée par la Banque, à l'instar de la CE, se base sur l'utilisation d'une fonction de production, qui permet de mesurer la contribution des différents déterminants que sont les facteurs de production et la productivité totale de ces facteurs (PTF). Sous réserve des incertitudes inhérentes à ce type d'estimation, la croissance potentielle de l'économie belge aurait été de 2,1 p.c. en moyenne sur les dix dernières années. Elle n'a toutefois pas été constante au cours de cette période : en effet, après avoir oscillé autour de 2,3 p.c. de 1999 à 2002, elle a temporairement reculé, jusqu'à 1,8 p.c. en 2004, avant de revenir à un niveau estimé à 2,3 p.c. en 2006.

GRAPHIQUE 30 CROISSANCE POTENTIELLE ET DÉTERMINANTS (1)

(points de pourcentage, sauf mention contraire)



Sources : ICN, BNB.

(1) Pour plus de détails, voir Rigo C. (2005), *Croissance potentielle de l'économie belge et ses déterminants*, Revue économique, BNB, n° 3, pp. 47-67.

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

Ces variations dans le rythme d'expansion du PIB potentiel ont été principalement déterminées par des modifications dans la contribution du stock de capital. En particulier en 2002 et 2003, les entreprises ont diminué leurs investissements, et, étant donné l'accroissement tendanciel des amortissements, la progression du stock de capital net s'est fortement ralentie. La contribution du stock de capital des entreprises à la croissance potentielle a ainsi été amputée de 0,6 point de pourcentage entre 2001 et 2003. Par après, elle s'est redressée de 0,3 point de pourcentage, à la faveur de la reprise des investissements.

La contribution du facteur travail a, pour sa part, eu tendance à s'accroître légèrement, mais de manière quasiment constante, au fil des années. Sur l'ensemble de la période 1996-2006, elle a triplé, passant de 0,2 à 0,6 point de pourcentage. Le principal élément ayant contribué à cette accélération est la progression plus rapide de la population en âge de travailler en raison, notamment, d'une hausse du solde migratoire, spécialement après l'an 2000. La contribution du facteur travail a également été renforcée dans les autres pays européens, de sorte que le taux d'emploi est resté, en Belgique, inférieur à la moyenne européenne.

La contribution de la PTF, quant à elle, est restée stable. La PTF constitue un indicateur de l'efficacité avec laquelle les facteurs de production sont conjointement utilisés. Elle reflète un ensemble d'éléments tels que l'efficacité de l'organisation des procédés de production ou la qualité des facteurs de production mis en œuvre. La PTF est ainsi influencée par un grand nombre de variables pouvant être liées à plusieurs dimensions telles que la stabilité macroéconomique, le fonctionnement des marchés, l'enseignement et la formation, les infrastructures de base, la recherche, l'innovation et la technologie.

Apprécier l'évolution de la PTF et son potentiel de croissance à moyen terme passe dès lors par une analyse détaillée de ces différentes dimensions, qu'il est souvent malaisé d'appréhender dans les statistiques traditionnelles. Pour contourner cet écueil, diverses sources d'information sont exploitables. Ainsi, on peut se référer aux indicateurs et recommandations que publient la CE et l'OCDE dans le cadre respectivement de la Stratégie de Lisbonne renouvelée et du processus « Objectif croissance ». Une autre source d'information est constituée par les indicateurs composites de compétitivité, mis au point par des

organismes tels que l'Institute for Management Development (IMD) et le Forum économique mondial (FEM), qui bénéficient d'une couverture médiatique assez large, leur attrait tenant à leur relative simplicité et à la formule du classement des pays en fonction de leur performance apparente. Le recours à de tels indicateurs synthétiques peut effectivement fournir des indications utiles, pour autant qu'une certaine prudence soit gardée dans leur interprétation, comme expliqué dans l'encadré 7.

Dans le cas de la Belgique, on retiendra de l'analyse plus détaillée des indicateurs de l'IMD et du FEM que notre pays occupe une position intermédiaire au sein de l'UE15 dans les classements globaux établis sur cette base et que son classement a reculé de 2001 à 2006. Ce recul en termes relatifs porte sur un grand nombre de déterminants et de variables sous-jacentes, en particulier ceux se rapportant à l'efficacité des administrations publiques (qualité des institutions publiques, etc.), celle des entreprises (leur productivité, etc.), les résultats de l'innovation, ainsi que l'environnement macroéconomique. En revanche, la Belgique a encore renforcé deux de ses points forts, à savoir les infrastructures de base et l'enseignement supérieur.

Un certain nombre de ces constats peuvent être corroborés par le recours à des indicateurs spécifiques. À titre d'exemple, selon l'indicateur synthétique de l'innovation mis au point par le Service communautaire d'information sur la R&D de la CE (Cordis), la Belgique occupe une position intermédiaire au sein de l'UE15 pour ce qui est de son classement global. Cette position résulte d'un effort pour la recherche et l'innovation supérieur à la moyenne, mais d'une carence dans l'application des résultats de la recherche en nouveaux produits et procédés.

Pour l'avenir, agir sur les faiblesses mises en lumière par ces indicateurs composites permettrait d'améliorer la PTF et, ainsi, compte tenu du niveau élevé du taux d'investissement en 2006, de faire face à l'érosion attendue de la croissance potentielle qui découlera des évolutions démographiques, spécialement du vieillissement de la population. Un autre moyen d'accroître le rythme de progression de la croissance potentielle consiste à relever le taux d'emploi. Les indicateurs structurels de la CE mettent régulièrement le doigt sur le niveau, toujours nettement inférieur à celui des autres pays, du taux d'emploi de la Belgique, notamment des personnes âgées de plus de cinquante-cinq ans.

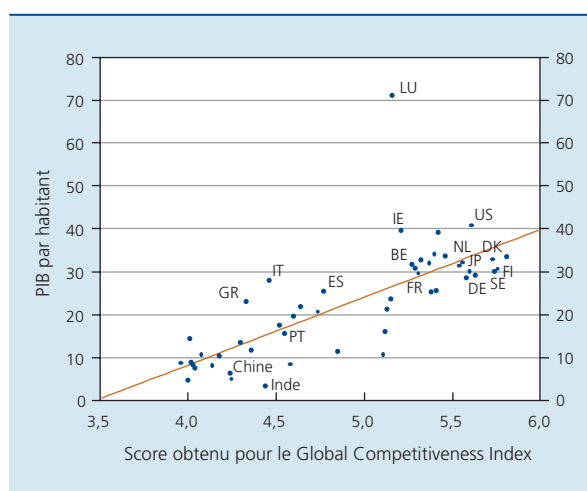
Encadré 7 – Indicateurs composites de compétitivité

L'utilisation d'indicateurs composites peut aider à l'identification des éléments sur lesquels agir pour assurer la croissance future d'une économie et pérenniser ses avantages compétitifs, notamment en influant sur la productivité totale des facteurs ou la disponibilité des facteurs de production que sont le travail et le capital.

Ces indicateurs visent à intégrer les informations d'un nombre généralement important de variables jugées pertinentes et à les résumer au moyen de procédures statistiques d'agrégation. Calculés en principe de façon analogue pour un large nombre de pays, dans une logique de *benchmarking*, ils permettent ainsi de situer les performances d'une économie dans plusieurs domaines liés à sa capacité compétitive au moyen d'une comparaison internationale. En outre, les variables entrant dans leur composition offrent des informations détaillées sur les différents facteurs favorisant le bon fonctionnement de l'économie, ainsi que sur la manière dont ils évoluent dans le temps.

Composés de variables quantitatives, réunies à partir de diverses sources statistiques, et d'informations qualitatives, généralement récoltées au moyen de questionnaires adressés à des responsables d'entreprise, les indicateurs publiés par diverses institutions se différencient par les aspects qu'ils ambitionnent de couvrir. S'agissant des indicateurs globaux de compétitivité, les plus réputés sont ceux calculés par l'Institute for Management Development (IMD) et le Forum économique mondial (FEM). Les aspects pris en compte par ces indicateurs sont aussi nombreux que variés et leur établissement est d'autant plus complexe que les performances dans certains des domaines liés au potentiel de productivité sont parfois difficiles à mesurer avec précision. Ainsi, les limitations en matière de disponibilité des statistiques uniformisées imposent souvent l'omission de certaines variables pourtant pertinentes pour apprécier le dynamisme d'une économie. Parmi les autres limites communes aux différents indices, on peut encore relever le nombre limité des personnes sondées, le choix des pondérations attribuées aux différentes variables, qui peuvent affecter sensiblement les classements auxquels ils donnent lieu, ainsi que les changements méthodologiques fréquents, qui, bien que contribuant à améliorer la qualité des indicateurs, peuvent toutefois fausser les comparaisons des classements d'une année à l'autre.

RELATION ENTRE LE GLOBAL COMPETITIVENESS INDEX DU FEM ET
LE PIB⁽¹⁾ PAR HABITANT



Sources : Banque mondiale, FEM.

(1) PIB de 2005, en milliers de dollars des États-Unis, corrigé pour les parités de pouvoir d'achat.

Compte tenu de ces limites, il convient donc d'interpréter ces indices, ainsi que les classements qui en découlent, avec une certaine prudence. Ainsi, plutôt que d'attacher trop d'importance aux résultats précis, il est préférable de croiser les informations issues des classements établis par différentes institutions et de les considérer comme un faisceau d'indicateurs permettant de dégager une image reflétant une réalité économique pertinente. Il est à cet égard intéressant de noter que les informations incorporées dans ces indices peuvent contribuer à expliquer les écarts de niveau de richesse observés entre plusieurs nations. En particulier, les pays qui apparaissent en tête du classement réalisé par le FEM sur la base de son indice de compétitivité global, tendent à s'illustrer par des niveaux de PIB par habitant parmi les plus élevés.

Concernant la position obtenue par la Belgique, certains enseignements liés aux facteurs qui la sous-tendent dans les classements de l'IMD et du FEM méritent d'être soulignés. Classée en 2006 à la 26^e place suivant l'indicateur global (le « Global Competitiveness Indicator ») calculé par l'IMD, et à la 20^e place selon l'indice de référence du FEM (le « Global Competitiveness Index »), la Belgique occupe dans les deux cas une position intermédiaire parmi les pays de l'UE15.

Un examen détaillé des variables entrant dans la composition de ces deux indices montre qu'elle présente un certain nombre d'atouts. Ceux-ci concernent notamment la qualité de l'infrastructure de base, l'enseignement supérieur et la formation continue, le niveau élevé de la productivité des entreprises, ainsi que l'ouverture internationale.

La Belgique est, en revanche, pénalisée par des performances plus faibles en ce qui concerne les charges fiscales et parafiscales élevées, les résultats en termes d'innovation et le taux d'emploi. En dépit des efforts consentis en matière d'assainissement des finances publiques, le taux d'endettement encore élevé des administrations publiques et la qualité des institutions, qui semblent souffrir d'une image négative auprès des chefs d'entreprise, pèsent également sur les scores obtenus par la Belgique.

Tant l'indicateur global d'IMD que les différents indices calculés par le FEM font apparaître un recul progressif de la position de la Belgique depuis 2001. Ces rétrogradations ne sont toutefois que relatives; bien que des progrès aient été enregistrés dans plusieurs domaines, ils ont toutefois été moindres que dans des pays que la Belgique devançait il y a encore cinq ans. Dans le cas du « Growth Competitiveness Index » calculé par le FEM, la dégradation du score de la Belgique peut être également en partie attribuée à l'inclusion en 2005 du niveau d'endettement des administrations publiques parmi les variables entrant dans sa composition.

Au-delà des aspects purement méthodologiques, un examen plus approfondi des variables déterminant le niveau des indices calculés par l'IMD et le FEM met en exergue un recul de l'efficacité des administrations publiques et des entreprises. Les premières seraient davantage considérées comme bureaucratiques et plus critiquées pour la qualité des politiques mises en œuvre, notamment en termes de lisibilité, de transparence et d'adaptabilité aux changements économiques. Le recul de la compétitivité des secondes concernerait surtout la productivité, ainsi que certains éléments d'appréciation de l'évolution du marché du travail, tels que les coûts de la main-d'œuvre, les relations de travail et les niveaux de qualification. Par ailleurs, tandis que le positionnement de la Belgique en matière d'infrastructures de base et d'enseignement a progressé de 2001 à 2006, les aspects liés aux performances et au potentiel d'innovation semblent avoir évolué de manière défavorable.

4.

4.1 Marché du travail

Le renforcement de l'activité économique observé dans le courant de 2005 s'est traduit, avec le retard traditionnel de deux à trois trimestres, par une accélération de la croissance de l'emploi. Alors que, à partir du troisième trimestre de 2005, celle-ci s'était infléchie jusqu'au début de l'année sous revue, revenant alors à 0,8 p.c. à un an d'écart, l'augmentation du nombre de postes de travail s'est ensuite systématiquement accrue, pour atteindre 1,5 p.c. à la fin de 2006. En moyenne annuelle, la progression de l'emploi intérieur en 2006 a dès lors été légèrement supérieure à celle enregistrée l'année précédente, de 1,1 contre 1 p.c.

Le volume de travail – c'est-à-dire le nombre total d'heures prestées au sein de l'économie belge – a augmenté plus vivement que le nombre de personnes en emploi, de

1,4 p.c. en moyenne en 2006, à l'inverse de ce qui avait été observé en 2005. Il est habituel, en effet, que le temps de travail par personne diminue en période d'affaiblissement conjoncturel, comme ce fut le cas cette année-là. Lorsque l'économie se redresse, la main-d'œuvre disponible est à nouveau utilisée de manière plus intensive, avant que l'effectif employé ne puisse être ajusté aux nouvelles conditions de l'activité. Le caractère conjoncturel du volume de travail ne se reflète cependant pas entièrement dans les données publiées par l'ICN, étant donné que celles-ci ne comportent aucune information quant au nombre d'heures supplémentaires prestées par les travailleurs à temps plein.

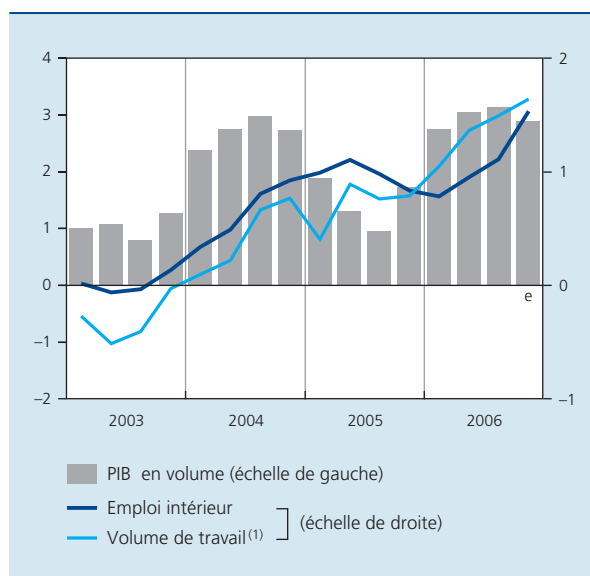
Le rapport des évolutions de l'activité économique à celles du facteur de production travail, exprimé en termes de personnes occupées ou d'heures prestées, mesure les variations de la productivité apparente du travail. Des fluctuations relativement importantes de celle-ci surviennent lors des mouvements cycliques de l'activité du fait de l'ajustement plus lent du nombre de postes de travail. L'adaptation du nombre d'heures prestées est par contre plus rapide, grâce notamment au recours, dans les branches où cela est possible, à des instruments de gestion plus flexible des ressources humaines, tels que les modifications de régime de temps de travail ou le chômage temporaire. Les variations de la productivité par heure prestée sont, dès lors, en principe, plus restreintes.

À la suite de l'intégration de nouvelles technologies dans le stock de capital et du relèvement des qualifications et compétences de la main-d'œuvre, la productivité du travail augmente de façon tendancielle. Toutes autres choses restant égales, la quantité de travail nécessaire pour produire une unité de bien ou de service a ainsi tendance à diminuer de façon continue. L'intensité en emplois de la croissance, que l'on peut définir comme le rapport de la progression de l'emploi à la croissance de l'activité, évolue donc de manière inversement proportionnelle à celle de la productivité apparente du travail.

L'intensité en emplois de la croissance varie en fonction de la nature de l'activité : elle est relativement élevée dans les branches des services, et en particulier dans les services

GRAPHIQUE 31 ACTIVITÉ ET MARCHÉ DU TRAVAIL

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



Sources : ICN, BNB.

(1) Nombre total d'heures prestées par les salariés et les indépendants.

aux personnes; dans les branches primaire et secondaire, par contre, elle est plus faible et affiche une tendance baissière marquée. En ce qui concerne l'industrie, la sous-traitance d'activités d'appoint, pour lesquelles des gains de productivité sont plus difficiles à réaliser, renforce le mouvement lié à l'intégration du progrès technologique et induit un glissement de l'emploi vers les branches des services. Au niveau de l'ensemble de l'économie, l'intensité en emplois est tributaire de la structure de l'activité et son évolution est influencée à la hausse par le glissement progressif vers une économie de services. Des mesures des pouvoirs publics visant à accroître l'emploi des personnes peu qualifiées, moins productives, par exemple par des allègements des cotisations pour les salaires les plus faibles ou par le subventionnement du système des titres-services, entraînent de facto une augmentation de l'intensité en emplois. Cette dernière est également susceptible de s'accroître sous l'effet d'efforts de modération salariale, dans la mesure où une évolution relative du coût du travail plus favorable contribue à freiner la substitution du facteur travail par du capital. Enfin, l'évolution du contenu en emplois de la croissance est aussi fonction du rythme d'expansion de l'économie : une croissance économique minimale est ainsi nécessaire, eu égard à la hausse tendancielle de la productivité, pour créer des postes de travail. Cette évolution ne dépend pas exclusivement de l'ampleur de la croissance, mais également de la phase conjoncturelle dans laquelle se situe l'économie. Lorsque l'activité reprend vigueur, l'intensité en emplois tend à diminuer dans la mesure où l'augmentation du rythme de la production est d'abord absorbée par une élévation du temps de travail et/ou de la productivité du personnel en place. En revanche, la main-d'œuvre complémentaire à laquelle il peut devoir être fait appel dans un deuxième temps peut s'avérer moins productive dans l'immédiat, ce qui constitue un soutien au contenu en emplois de la croissance.

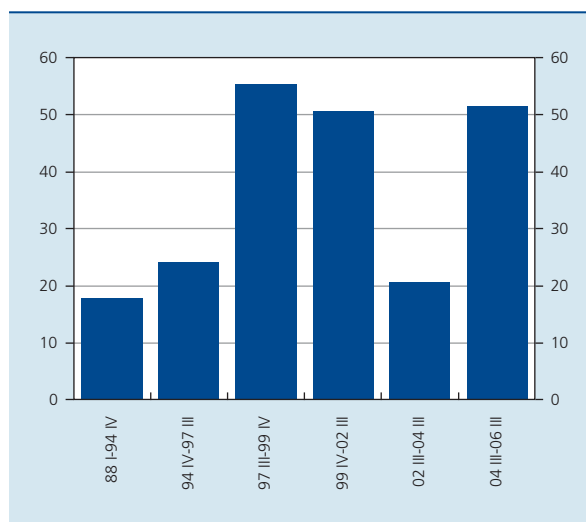
L'interaction de ces différents facteurs s'est reflétée dans les fluctuations relativement importantes de l'intensité en emplois de la croissance au cours des vingt dernières années. Ainsi, si l'on examine l'évolution de celle-ci au travers des périodes comprises entre deux sommets conjoncturels qui se sont succédé depuis le deuxième trimestre de 1988, on observe qu'elle a oscillé dans une fourchette de quelque 15 à 55 p.c. alors que, si l'on excepte la période 1997-1999 où la croissance du PIB avait atteint en moyenne 0,7 p.c. par trimestre, les divers cycles conjoncturels ainsi définis ont été caractérisés par un rythme moyen d'expansion de l'activité relativement similaire, compris entre 0,5 et 0,6 p.c. par trimestre. Au cours des deux cycles observés de 1988 à 1997, le nombre de postes de travail avait augmenté en moyenne de 0,1 p.c. par trimestre, le contenu en emplois de la

croissance étant dès lors de l'ordre de 20 p.c. Pendant le cycle suivant, qui avait duré jusqu'à la fin de 1999 et qui était caractérisé par une progression plus élevée de l'activité, une hausse beaucoup plus vive de l'emploi l'avait fait grimper à 55 p.c. L'intensité en emplois s'était maintenue à un niveau élevé durant la période 2000-2002, caractérisée pourtant par un rythme de croissance plus faible de l'activité. À cette époque, les entreprises, qui avaient eu du mal à recruter les travailleurs qualifiés en nombre suffisant pour répondre à leurs besoins lors du cycle précédent, avaient probablement préféré conserver leurs effectifs, dans l'attente du retour à une croissance plus soutenue, pour éviter les coûts d'ajustement ultérieurs, plutôt que de les licencier. Cela avait cependant eu pour effet que lors de la période 2002-2004, les entreprises n'avaient pas dû embaucher en grand nombre et que le contenu en emplois de la croissance avait chuté de plus de la moitié, à quelque 20 p.c. Dans le cadre du cycle le plus récent, entamé en 2004, l'emploi a en moyenne augmenté de 0,3 p.c. par trimestre, portant l'intensité en emplois de la croissance à 51 p.c., soit un taux comparable aux niveaux élevés enregistrés à la fin des années 1990 et au début de l'actuelle décennie.

Dans ce contexte, quelque 46.000 postes de travail supplémentaires ont été créés en Belgique en 2006, soit un nombre supérieur à celui enregistré en 2005, ce qui constitue la plus vive augmentation depuis celle de 58.000 personnes en 2001. Comme en 2005, cette progression trouve

GRAPHIQUE 32 INTENSITÉ EN EMPLOIS DE LA CROISSANCE ⁽¹⁾

(données corrigées des variations saisonnières et des effets de calendrier; rapport, en pourcentages, de la variation moyenne à un trimestre d'écart de l'emploi intérieur à la variation moyenne correspondante du PIB en volume)



Sources : ICN, BNB.

(1) Les différentes périodes considérées dans le graphique correspondent à des cycles conjoncturels complets, allant d'un pic à l'autre.

TABLEAU 20 OFFRE ET DEMANDE DE TRAVAIL

(moyennes annuelles, milliers de personnes; variation à un an d'intervalle, sauf mention contraire)

	2002	2003	2004	2005	2006 e	2005, niveau
Population en âge de travailler ⁽¹⁾	31	30	30	44	49	6.879
Population active	16	48	66	61	38	4.860
Emploi national	-6	1	27	41	46	4.264
Travailleurs frontaliers	0	1	1	0	0	51
Emploi intérieur	-5	1	27	41	46	4.212
Indépendants	-7	-5	-1	7	8	685
Salariés	1	5	27	34	38	3.527
Secteur public	17	10	12	-2	6	786
Secteur privé	-15	-5	15	36	32	2.742
Demandeurs d'emploi inoccupés	22	47	38	20	-8	596

Sources: FOREM, ICN, ONEM, ORBEM, VDAB, BNB.

(1) Personnes âgées de 15 à 64 ans.

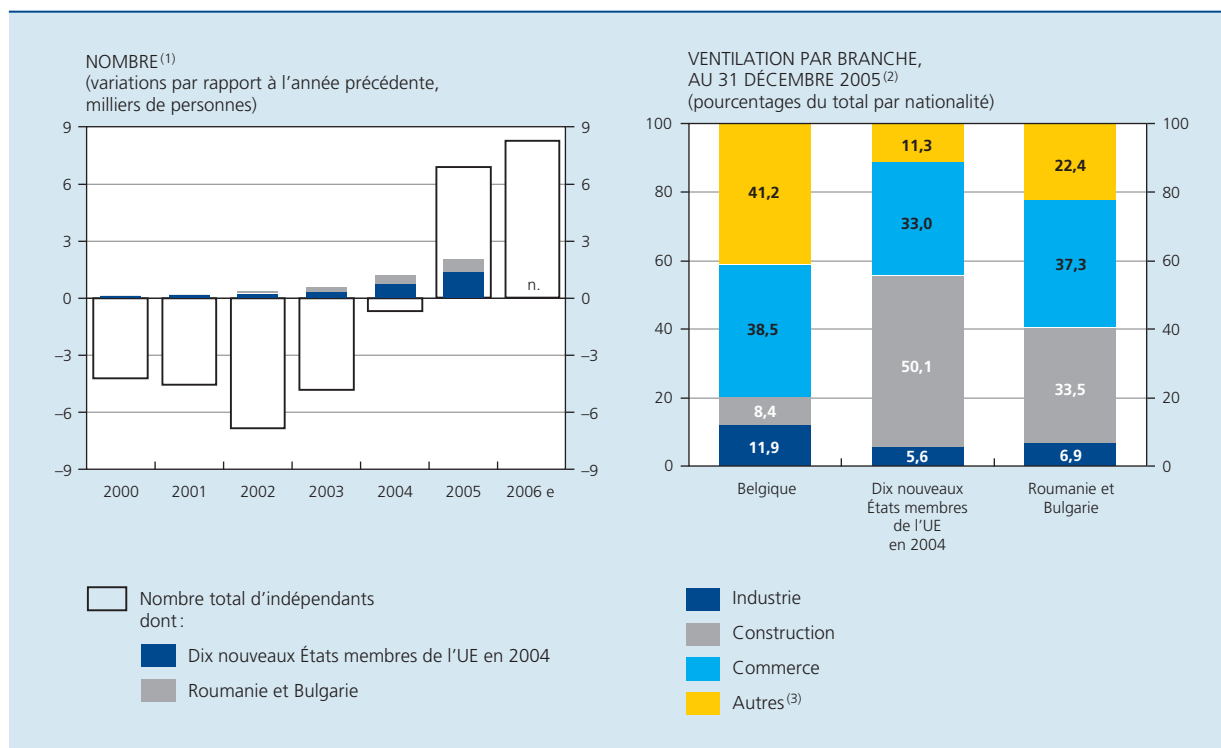
son origine tant dans l'accroissement du nombre de travailleurs indépendants que de celui des salariés.

De 1996 à 2004, le nombre de travailleurs indépendants n'a cessé de diminuer, passant de 711.000 à un minimum de 678.000, selon le recensement de l'ICN. Interrompant cette série de baisses, un mouvement haussier s'était amorcé en 2005 et s'est poursuivi en 2006: le nombre d'indépendants a augmenté de respectivement 7.000 et 8.000 personnes au cours de ces deux années. Cette reprise s'explique, en partie, par les mesures prises par les pouvoirs publics en vue de stimuler l'esprit d'entreprise et de rendre l'activité professionnelle indépendante plus attrayante, notamment auprès des jeunes. Il s'agit par exemple des crédits accordés à des conditions favorables par le Fonds de participation du pouvoir fédéral, entre autres aux jeunes et aux demandeurs d'emploi. Mais, le nombre d'indépendants inscrits a également augmenté à la suite de l'intérêt porté à ce statut par les ressortissants des États qui ont adhéré à l'UE depuis 2004. De 2004 à 2005, le nombre de ces personnes inscrites auprès de l'INASTI, principalement de nationalité polonaise, a progressé de 1.400 unités, soit un cinquième de la hausse totale enregistrée par l'ICN; il avait déjà augmenté en 2004, alors que le nombre total d'indépendants était encore en régression. En 2004 et en 2005, quelque 500 et 700 nouveaux indépendants de nationalité roumaine ou bulgare ont également été enregistrés. Si ces deux pays n'ont rejoint l'UE qu'au 1^{er} janvier 2007, ils bénéficiaient déjà, depuis 1995, du fait des accords d'association européens avec les PECO,

d'une dispense de l'obligation de disposer d'une carte professionnelle pour exercer une activité indépendante. Au total, 3.480 indépendants polonais ont été recensés en moyenne en Belgique en 2005, et respectivement 1.166 et 657 pour les deux autres nationalités susmentionnées. Ces travailleurs indépendants étrangers sont principalement actifs dans la branche de la construction. À la fin de 2005, la moitié des indépendants originaires des États membres ayant adhéré à l'UE en 2004 et un tiers des ressortissants roumains et bulgares inscrits comme indépendants en Belgique étaient, en effet, occupés dans cette branche, alors qu'à peine 8,4 p.c. des indépendants belges y sont actifs.

Si l'offre accrue de main-d'œuvre en provenance de ces pays a concerné surtout des activités indépendantes, c'est en grande partie en raison des restrictions imposées au principe de libre accès au marché du travail qui s'applique à l'intérieur de l'UE. En effet, lors de l'adhésion des dix nouveaux États membres en mai 2004, afin d'éviter une distorsion du marché du travail à la suite d'un afflux de main-d'œuvre bon marché, les autorités belges ont décidé, comme celles d'une majorité d'autres pays de l'UE15, d'user de la faculté offerte par la législation européenne de maintenir, à titre transitoire, des mesures visant à limiter l'accès direct à l'emploi salarié des ressortissants de ces nouveaux pays pendant une période de deux ans, susceptible d'être prolongée, au maximum, jusqu'en 2011. Ce régime dérogatoire n'a toutefois pas été appliqué aux travailleurs d'origine chypriote ou maltaise. Aucune limitation de ce type ne s'appliquait

GRAPHIQUE 33 EMPLOI DES INDÉPENDANTS



Sources : ICN, INASTI, BNB.

(1) Une ventilation par nationalité n'est pas disponible pour l'année 2006.

(2) Les administrateurs de sociétés dans l'industrie incluant également ceux actifs dans la construction, leur nombre a été réparti entre ces deux branches d'activité sur la base de la clé de répartition observée pour les autres indépendants.

(3) Agriculture et pêche, professions libérales, services et professions diverses.

aux travailleurs indépendants, si bien que le recours à ce statut a permis aux ressortissants des huit pays d'Europe centrale et orientale de développer en toute légalité une activité professionnelle en Belgique. Au début de 2006, le gouvernement a décidé de prolonger la période transitoire; les restrictions ont cependant été assouplies, tant en faveur de ces huit États qu'à l'égard de la Bulgarie et de la Roumanie, pour un certain nombre de professions dites critiques, c'est-à-dire des fonctions pour lesquelles il y a peu de candidats adéquats parmi la main-d'œuvre locale. Des listes de ces professions critiques ont été établies par région, en concertation avec les partenaires sociaux. Cette réglementation restera d'application jusqu'à ce que soit mis en place un système d'enregistrement qui recensera tous les travailleurs étrangers actifs en Belgique. Ce répertoire permettra aussi d'enregistrer les travailleurs détachés par des entreprises étrangères, qui ne travaillent en principe en Belgique que pendant une période limitée, dans le cadre de l'exercice de la libre prestation de services au sein de l'UE, et ne doivent de ce fait pas être pris en compte dans les statistiques belges de l'emploi.

L'assouplissement du régime d'accès des travailleurs salariés originaires des nouveaux États membres, à l'occasion duquel plusieurs professions de la construction ont été classées comme critiques, pourrait contribuer à rendre moins attractif le statut d'indépendant et affaiblir ainsi la dynamique observée ces deux dernières années dans l'évolution de l'emploi indépendant au profit du statut de salarié.

Au cours de l'année sous revue, le nombre de travailleurs salariés a augmenté de 38.000 unités, contre 34.000 en 2005. Cette année-là, en raison d'une contraction du personnel de la fonction publique, l'augmentation de l'emploi était due exclusivement au secteur privé. En 2006, le nombre de salariés dans le secteur public a à nouveau progressé, de l'ordre de 6.000 personnes. Il ne s'agit cependant pas nécessairement de fonctionnaires statutaires. On observe, en effet, un glissement progressif dans la composition du personnel de la fonction publique : en 1999, le rapport entre les fonctionnaires statutaires et les travailleurs contractuels était de 60 p.c. contre 40 p.c.; cinq ans plus tard, ce dernier groupe représentait 43 p.c. de l'emploi dans la fonction publique.

TABLEAU 21 INDICATEURS HARMONISÉS⁽¹⁾ DU MARCHÉ DU TRAVAIL POUR LES 15 À 64 ANS
(moyennes annuelles)

	2002	2003	2004	2005	2006 e ⁽²⁾
Taux d'activité harmonisé ⁽³⁾	64,8	64,9	65,9	66,7	66,4
Bruxelles	63,9	63,1	64,3	65,7	64,8
Flandre	66,8	66,8	68,0	68,6	68,0
Wallonie	61,4	62,2	62,6	63,7	63,4
Taux d'emploi harmonisé ⁽⁴⁾	59,9	59,6	60,4	61,1	60,9
Bruxelles	54,5	53,2	54,1	54,8	53,4
Flandre	63,5	62,9	64,3	64,9	64,4
Wallonie	54,9	55,4	55,1	56,1	55,9
Taux de chômage harmonisé ⁽⁵⁾	7,6	8,2	8,4	8,5	8,3
Bruxelles	14,7	15,8	15,9	16,5	17,7
Flandre	4,9	5,7	5,4	5,5	5,2
Wallonie	10,6	10,9	12,1	11,9	11,8

Sources: CE; SPF Économie, PME, classes moyennes et énergie; BNB.

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

(2) Estimation annuelle pour la Belgique, et moyenne des trois premiers trimestres pour les régions.

(3) Population active (soit les personnes occupées et les demandeurs d'emploi) en pourcentage de la population totale en âge de travailler.

(4) Personnes occupées en pourcentage de la population totale en âge de travailler.

(5) Demandeurs d'emploi en pourcentage de la population active en âge de travailler.

En dépit de la nette progression du nombre de postes de travail, le taux d'emploi harmonisé, qui indique la proportion de personnes occupées parmi celles qui sont en âge de travailler, à savoir les personnes âgées de 15 à 64 ans, a légèrement reculé, à 60,9 p.c. Le calcul des taux d'activité, d'emploi et de chômage harmonisés ne se fonde pas sur des données administratives, mais sur les résultats des enquêtes sur les forces du travail, harmonisées au niveau européen. Le niveau et l'évolution de ces taux peuvent, par conséquent, différer de ceux calculés sur la base des données administratives. L'enquête sur les forces de travail présente le grand avantage de fournir des données comparables au niveau international, de même que de nombreux détails sur les caractéristiques socio-économiques des personnes interrogées. Cependant, comme avec toute enquête, les résultats sont affectés d'un intervalle de confiance. De légères fluctuations d'une année à l'autre, comme celles enregistrées en 2006, doivent donc être considérées avec prudence.

Le statut socio-économique des participants à l'enquête, c'est-à-dire leur situation exacte par rapport au marché du travail (en emploi, demandeur d'emploi ou inactif), est déterminé à partir d'une série de critères établis par le Bureau international du travail (BIT). Ainsi, une personne est considérée comme ayant un emploi si elle a effectué un travail rémunéré pendant au moins une heure au cours

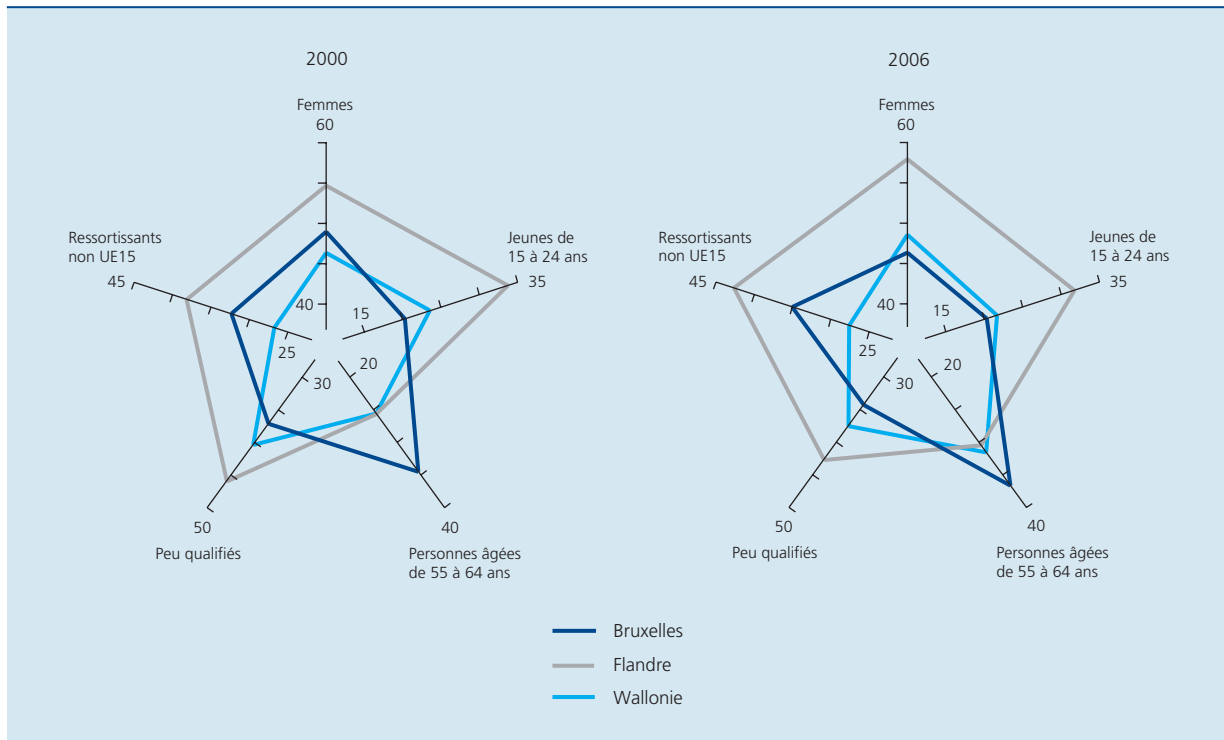
de la semaine précédant l'enquête. Pour être répertoriées comme demandeurs d'emploi, les personnes interrogées doivent satisfaire trois critères simultanément: ne pas travailler, rechercher activement un emploi et être disponible pour le marché du travail. Les personnes qui ne sont ni occupées, ni chômeuses au sens du BIT, sont recensées comme inactives.

Les résultats de l'enquête sur les forces de travail illustrent la situation très contrastée des marchés du travail régionaux. Ainsi, durant les trois premiers trimestres de 2006, 64,4 p.c. de la population de Flandre âgée de 15 à 64 ans avait un travail, contre respectivement 53,4 et 55,9 p.c. pour Bruxelles et la Wallonie. Ces écarts sont relativement stables, reflétant l'absence d'un mouvement de convergence entre les trois régions.

Par ailleurs, en comparaison à d'autres pays, la Belgique est caractérisée par un taux d'emploi relativement faible pour les femmes, les jeunes, les seniors, les personnes peu qualifiées et les allochtones. Reflétant la situation respective du marché du travail dans les trois régions du pays, la proportion en emploi de ces personnes à risque est presque toujours plus faible à Bruxelles et en Wallonie qu'en Flandre: s'agissant des femmes, des jeunes et des non-ressortissants de l'UE15, l'écart entre ces deux régions et la Flandre a, en moyenne, atteint ou dépassé

GRAPHIQUE 34 TAUX D'EMPLOI HARMONISÉS⁽¹⁾ DES GROUPES À RISQUE

(moyenne annuelle pour 2000, moyenne des trois premiers trimestres pour 2006 ; pourcentages de la population en âge de travailler correspondante)



Sources : CE ; SPF Économie, PME, classes moyennes et énergie.
(1) Sur la base des données de l'enquête sur les forces de travail.

10 points de pourcentage pendant les trois premiers trimestres de 2006. Il convient, par ailleurs, de noter que le taux d'emploi des jeunes, sauf à Bruxelles, et celui des peu qualifiés a reculé depuis 2000, en dépit des mesures qui ont été prises en leur faveur dans le passé récent. Cela s'explique, en partie, par le fait que l'année 2000 était dans une phase de haute conjoncture plus avancée que l'année sous revue. Même s'il reste faible, le taux d'emploi des personnes non ressortissantes de l'UE15 a globalement progressé depuis le début de la décennie, marquant une évolution nettement plus favorable que pour la population dans son ensemble.

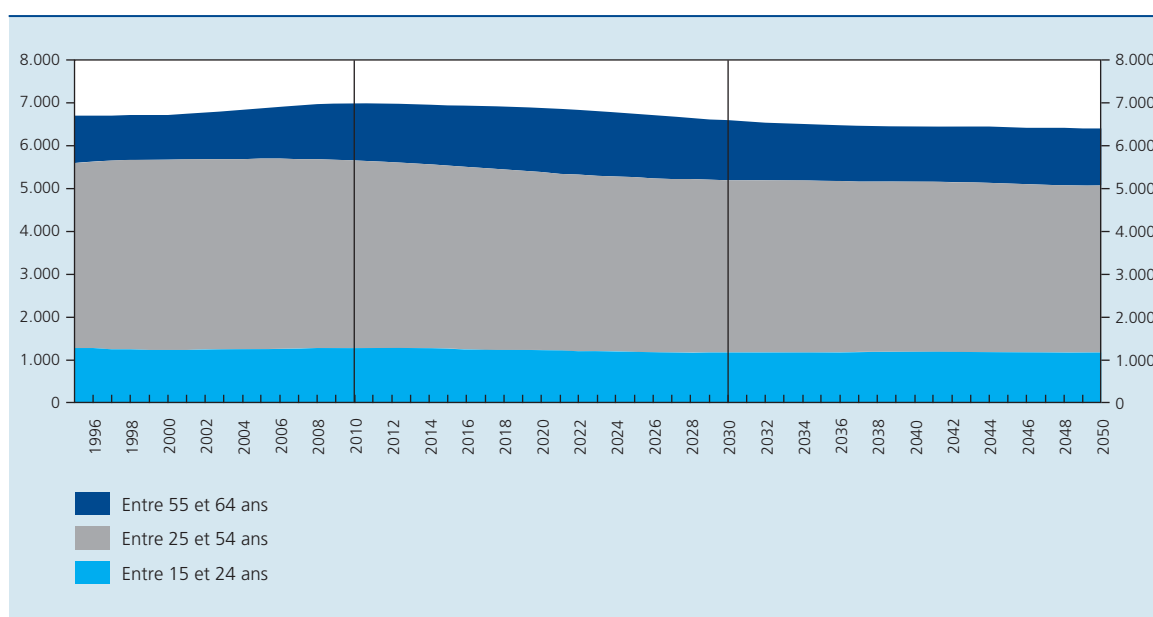
La situation des 55-64 ans sur le marché du travail s'est aussi améliorée : depuis 2000, leur taux d'emploi a progressé dans toutes les régions, de 2 à 6 points de pourcentage selon le cas. Contrairement aux autres groupes à risque, leur position relative est nettement plus favorable à Bruxelles, où 37 p.c. de ces personnes travaillaient en 2006, qu'en Wallonie ou en Flandre, où 31 p.c. environ avaient un emploi. Malgré l'amélioration constatée, en moyenne moins d'une personne âgée de 55 à 64 ans sur trois était au travail en Belgique. On est loin de l'objectif de 50 p.c. à l'horizon 2010 fixé lors du sommet européen de Stockholm en 2001, pour l'ensemble de l'UE25, dont le taux d'emploi des travailleurs âgés s'est élevé en 2006 à 44 p.c.

Encadré 8 – L'offre de travail : évolution récente et perspectives à moyen terme

En Belgique, comme dans la plupart des pays de l'UE, le déficit de naissances pour les générations nées après la deuxième guerre mondiale se traduira à terme par une diminution de la population en âge de travailler, à savoir les personnes de 15 à 64 ans. Selon des perspectives de population 2000-2050 établies par l'INS et le Bureau fédéral du Plan, celle-ci continuerait à s'accroître jusqu'en 2010, avant de diminuer en termes absolus, d'au total près de 600.000 unités jusqu'à l'horizon de projection en 2050.

ÉVOLUTION ET PROJECTION À MOYEN TERME DE LA POPULATION EN ÂGE DE TRAVAILLER EN BELGIQUE

(milliers de personnes)



Sources : BFP, INS.

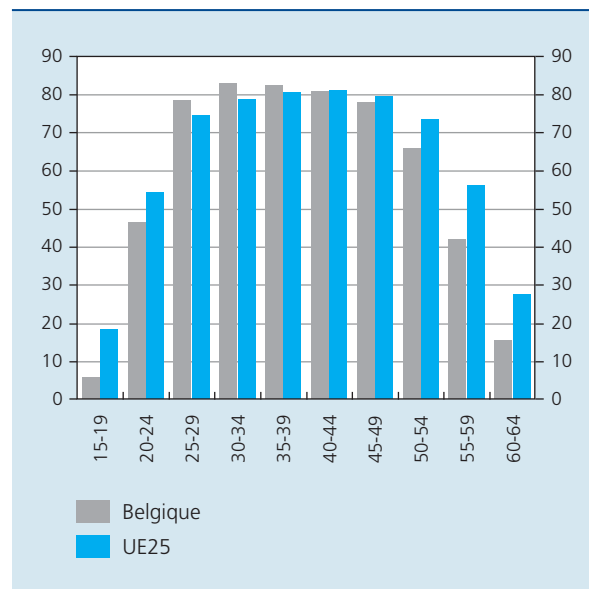
Le vieillissement de la population se manifeste dès à présent par une augmentation de la proportion des plus âgés. En 2006, les personnes âgées de 55 à 64 ans représentaient 17 p.c. de la population en âge de travailler ; cette part atteindrait quelque 22 p.c. à partir de 2020, pour revenir à 21 p.c. en 2050.

Les conséquences du vieillissement de la population sont d'autant plus importantes en Belgique que les taux d'emploi à partir de cinquante ans y restent faibles dans une perspective européenne, en raison notamment du recours plus important aux régimes permettant la sortie définitive du marché du travail avant l'âge légal de la retraite. À terme, l'accroissement de la part des personnes de 55 à 64 ans dans la population en âge de travailler, dont le taux d'emploi est le plus faible, conduit, tout autres choses égales, à une réduction de l'offre de main-d'œuvre et du potentiel de croissance de l'économie.

Le vieillissement de la population place donc l'économie belge, comme celle de la plupart des autres pays avancés, face à des défis importants. Pour simplement maintenir le taux de croissance de l'activité à l'avenir, une forte augmentation de la participation au marché du travail sera indispensable. Une contribution importante peut difficilement être attendue des 25-49 ans, dont le taux d'emploi se situe déjà à un niveau élevé : avec 80,5 p.c.

TAUX D'EMPLOI PAR TRANCHE D'ÂGE, EN BELGIQUE ET DANS L'UE25, EN 2006⁽¹⁾

(pourcentages de la population en âge de travailler correspondante)



Source : CE.

(1) Sur la base des données du deuxième trimestre de l'enquête sur les forces de travail.

en 2006, celui-ci dépassait de 1,5 point de pourcentage la moyenne de l'UE25. En ce qui concerne les plus jeunes, qui sont encore pour la plupart aux études, ce qui a une influence positive sur leur participation ultérieure au marché du travail et accroît leurs chances de trouver un emploi, il pourrait être envisagé de davantage combiner travail et études, comme c'est le cas dans différents États membres de l'UE. Il s'agit alors souvent d'emplois à temps partiel. Un soutien significatif à la hausse du taux d'emploi doit, dès lors, surtout être recherché chez les 50 ans et plus.

Dans son Rapport annuel de mai 2006, le Comité d'étude sur le vieillissement (CEV) montre que si l'on fait l'hypothèse d'une croissance annuelle moyenne de la productivité du travail de 1,75 p.c. à l'horizon 2050, le taux d'emploi global devrait augmenter d'environ 8 points de pourcentage d'ici 2030 pour permettre à la croissance annuelle moyenne de l'activité économique de se maintenir à 2 p.c., soit à peine celle enregistrée depuis 2000.

Cette simulation du CEV prend en compte les mesures que le gouvernement a décidé de mettre en œuvre en vue de restreindre les retraits anticipés du marché du travail dans le cadre du pacte de solidarité entre les générations, hormis celles visant à diminuer l'attrait des régimes dits *Canada Dry* pour lesquels le CEV ne disposait pas d'éléments d'information suffisants. Il en ressort que les effets du pacte apparaissent relativement modestes puisque, à l'horizon 2030, le renforcement de l'emploi serait limité à 45.000 unités, celui du taux d'emploi global à 0,7 point de pourcentage et celui du taux d'emploi des personnes âgées de 55 à 64 ans à 2,6 points de pourcentage.

Outre un effet de cohorte, lié à la participation plus grande des femmes au marché du travail de génération en génération, la progression observée du nombre de travailleurs âgés est liée, en partie, au durcissement des conditions d'accès à un certain nombre de régimes de retrait anticipé du marché du travail. L'impact de ces mesures ne doit dans l'ensemble pas être sous-estimé, comme en témoigne l'évolution de 2000 à 2006 du nombre de bénéficiaires.

De 2002 à 2004, l'âge pour bénéficier du statut de chômeur âgé non demandeur d'emploi a été porté progressivement de cinquante à cinquante-huit ans, de sorte que les nouveaux chômeurs de cette tranche d'âge doivent rester disponibles sur le marché du travail. Le recours au statut de chômeur âgé a, de ce fait, notablement reculé: au cours de l'année sous revue, 116.000 personnes étaient dispensées de la recherche de travail dans le cadre de ce régime, alors qu'en 2000, elles étaient encore 141.000. Un pour cent des 50-54 ans, tous des anciens bénéficiaires, y avait encore recours,

contre quelque 8 p.c. en 2000. Un recul a également été enregistré chez les 55-59 ans, mais dans une plus faible mesure, puisque les nouveaux chômeurs de cinquante-huit ou cinquante-neuf ans peuvent toujours prétendre au système. De plus, ceux qui, avant 2002, pouvaient revendiquer la dispense à partir de cinquante ans et ont conservé ce statut après le relèvement de l'âge d'accès, ont entre-temps quasiment tous atteint la catégorie d'âge de 55-59 ans. En revanche, chez les plus de 60 ans, qui n'étaient pas touchés par la réforme, la part des chômeurs âgés a encore augmenté de quelque 3 points de pourcentage de 2000 à 2006.

Le recours à la prépension à temps plein a aussi quelque peu diminué. En 2000, 6,6 p.c. des 50 à 64 ans bénéficiaient d'une prépension à temps plein; au cours de l'année sous revue, ils étaient 5,8 p.c. à être recensés sous ce statut. Ce recul concerne toutes les tranches d'âge des 50 ans et plus, même si, depuis 2003, on observe à nouveau une légère progression du nombre de prépensionnés à temps plein.

TABLEAU 22 RETRAITS DU MARCHÉ DU TRAVAIL DES PERSONNES DE 50 À 64 ANS

(milliers de personnes, moyennes annuelles, sauf mention contraire; entre parenthèses, pourcentages de la population du groupe d'âge correspondant)

	2000				2006 ⁽¹⁾			
	50-54 ans	55-59 ans	60-64 ans	Total 50-64 ans	50-54 ans	55-59 ans	60-64 ans	Total 50-64 ans
Chômeurs âgés non demandeurs d'emploi	55 (8,1)	58 (11,1)	28 (5,3)	141 (8,2)	7 (1,0)	64 (9,5)	45 (8,4)	116 (6,0)
Prépensions à temps plein	9 (1,3)	38 (7,2)	68 (13,0)	114 (6,6)	5 (0,7)	42 (6,3)	64 (12,0)	111 (5,8)
Interruptions de carrière complètes / crédit-temps à temps plein	2 (0,3)	1 (0,3)	0 (0,0)	3 (0,2)	2 (0,3)	5 (0,7)	0 (0,1)	7 (0,4)
Pensions								
Secteur privé ⁽²⁾	1 (0,2)	4 (0,7)	201 (38,2)	206 (12,0)	3 (0,4)	3 (0,4)	138 (27,2)	144 (7,6)
dont: sans carrière mixte secteur privé-public ⁽³⁾	n. (n.)	n. (n.)	n. (n.)	n. (n.)	3 (0,4)	3 (0,4)	111 (21,9)	117 (6,1)
Secteur public ⁽⁴⁾	7 (1,1)	16 (3,1)	54 (10,4)	78 (4,5)	8 (1,1)	20 (3,0)	62 (12,3)	89 (4,8)
Invalidité ⁽⁵⁾	40 (5,8)	40 (7,6)	35 (6,7)	115 (6,6)	44 (6,2)	53 (7,8)	37 (7,2)	134 (7,0)

Sources: FOREM; INAMI; ONEM; ONP; ORBEM; SPF Économie, PME, classes moyennes et énergie; Sd PSP; VDAB; BNB.

(1) Pour les pensions du secteur public et l'invalidité, les données portent sur l'année 2005.

(2) Total des personnes qui bénéficient d'une pension de retraite du secteur privé (régime des salariés et/ou régime des indépendants), y compris les personnes qui combinent cette pension avec une pension du régime public. Situation au 1^{er} janvier.

(3) Total des personnes qui bénéficient d'une pension de retraite du secteur privé (régime des salariés et/ou régime des indépendants), à l'exception des personnes qui combinent cette pension avec une pension du régime public. Situation au 1^{er} janvier.

(4) Total des personnes qui bénéficient d'une pension de retraite du secteur public, y compris les personnes qui combinent cette pension avec une pension du secteur privé. Ces dernières ne peuvent pas être isolées des données disponibles. Situation au 1^{er} juillet.

(5) Situation au 31 décembre.

En Belgique, comme dans bon nombre de pays, il est apparu que lorsque des dispositions sont prises pour décourager le recours à certains mécanismes de sortie anticipée du marché du travail, des déplacements s'opèrent vers d'autres systèmes. Ceci explique sans doute pourquoi les plus de 50 ans ont opté ces dernières années plus souvent pour une interruption de carrière complète ou un crédit-temps à temps plein. En 2006, il ne s'agissait cependant que de 7.000 personnes, contre 3.000 six ans plus tôt.

Pour les femmes, un relèvement progressif de l'âge de la pension légale dans le secteur privé est en cours depuis 1997. De 60 ans, il passera à compter de 2009 à 65 ans, comme pour les hommes et, d'une manière générale, dans les administrations publiques. La possibilité existe cependant, tant pour les femmes que pour les hommes, d'accéder à la pension anticipée après un certain nombre d'années de carrière. De 1997 à 2005, cette période d'activité a été progressivement augmentée de 20 à 35 années. Ces réformes ont très nettement réduit le flux de nouveaux pensionnés de moins de 65 ans. Ainsi, au 1^{er} janvier 2006, 144.000 personnes âgées de 50 à 64 ans, soit 7,6 p.c. de la population de cette tranche d'âge, bénéficiaient d'une pension du secteur privé, alors que six ans plus tôt, il s'agissait de 12 p.c. de cette population, soit 206.000 personnes. Dans un cas comme dans l'autre, les plus de 60 ans représentent la très grande majorité de ces pensionnés de moins de 65 ans. Ces statistiques comprennent les personnes qui, après une carrière mixte, combinent une pension du secteur privé, salarié ou indépendant, et du régime public. Au 1^{er} janvier 2006, elles étaient 27.000 dans le cas.

Si, dans le secteur public, l'âge normal de la retraite est fixé à 65 ans, les fonctionnaires peuvent bénéficier d'une pension anticipée dès 60 ans, à la condition d'avoir exercé leur fonction pendant un minimum de 5 ans. Il existe néanmoins, comme dans le privé, des régimes spécifiques à certains corps, qui autorisent une retraite plus précoce. Au total, le nombre de personnes âgées de 50 à 64 ans qui bénéficient d'une pension de retraite du régime public a augmenté depuis le début de la décennie: en 2000, il s'agissait de 78.000 personnes, ou 4,5 p.c. de la catégorie de la population concernée; en 2005, ce nombre est passé à 89.000 pensionnés, soit 4,8 p.c. du nombre total des 50-64 ans. Cette progression s'est marquée exclusivement au niveau de la tranche d'âge de 60 à 64 ans, où la proportion est passée de 10,4 à 12,3 p.c.

Même s'il ne s'agit pas d'un mécanisme habituel de sortie anticipée du marché du travail en Belgique, le recours au régime d'invalidité a également augmenté ces dernières années. À la fin de 2000, il concernait

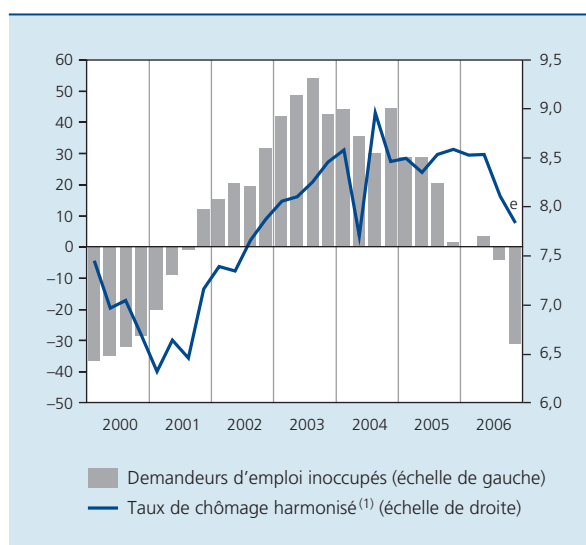
115.000 personnes, alors qu'en 2005, 134.000 personnes percevaient une rente d'invalidité, soit 7 p.c. des résidents âgés de 50 à 64 ans.

Au total, au travers de l'ensemble de ces régimes, en 2006, près d'une personne âgée de 50 à 64 ans sur trois résidant en Belgique avait quitté le marché du travail. Il s'agit majoritairement de sexagénaires, mais il n'en reste pas moins que ces retraits anticipés concernent une personne sur quatre entre 55 et 59 ans et une sur dix entre 50 et 54 ans.

Afin de mieux préparer le pays au choc du vieillissement démographique (pour plus de détails, voir l'encadré 8), le gouvernement fédéral a adopté, en décembre 2005, après concertation avec les partenaires sociaux, le pacte de solidarité entre les générations. Dans ce cadre, l'accès au dispositif ordinaire de prépension a été restreint. L'âge de la prépension conventionnelle, précédemment fixé à cinquante-huit ans sous condition d'une ancienneté de vingt-cinq ans, sera porté à soixante ans en 2008, sous condition d'une ancienneté de trente ans pour les hommes. À partir de 2012, l'ancienneté requise sera graduellement relevée à trente-cinq ans, tant pour les hommes que pour les femmes. Des dérogations restent possibles pour certains métiers lourds, encore à définir, le secteur de la construction, le travail de nuit, ainsi que les longues carrières. La définition d'entreprise en

GRAPHIQUE 35 CHÔMAGE

(variations par rapport au trimestre correspondant de l'année précédente, milliers de personnes, sauf mention contraire)



Sources : CE, ONEM, BNB.

(1) Selon le concept de l'enquête sur les forces de travail. Pourcentages de l'ensemble de la population active en âge de travailler, c'est-à-dire de 15 à 64 ans. Données corrigées des variations saisonnières.

restructuration a également été modifiée de façon à limiter les possibilités de recours à des prépensions anticipées lors de licenciements collectifs. Dans les entreprises concernées, une cellule pour l'emploi doit être mise en place pour une durée de six mois, en vue de l'accompagnement des travailleurs touchés par un licenciement dans leur recherche d'un nouvel emploi.

De manière plus générale, le pacte met en place un cadre pour encourager le maintien ou permettre le retour à l'emploi des personnes en fin de carrière. Des incitants financiers ont été introduits, tels de nouvelles réductions des charges sociales pour les entreprises qui occupent ou embauchent des seniors, un nouveau système de bonus octroyant un supplément de pension pour les personnes continuant à travailler après soixante-deux ans, la possibilité de combiner dans une mesure plus large une pension et un revenu du travail, ou encore un traitement fiscal plus avantageux des revenus du deuxième pilier des systèmes de pension en cas de reprise du travail ou du maintien en emploi jusqu'à l'âge légal de la pension.

Le nombre de demandeurs d'emploi repris dans les statistiques administratives a diminué au cours de l'année sous revue. Il s'agit de la première baisse depuis 2001. Celle-ci s'explique non seulement par l'augmentation de l'emploi, mais aussi par une croissance de la population active moins importante qu'au cours des années précédentes. Le recul du chômage, qui s'est nettement accéléré au dernier trimestre de 2006, est toutefois demeuré limité, ne représentant en moyenne annuelle que 8.000 unités.

Le taux de chômage harmonisé aurait également affiché un recul marqué au deuxième semestre de 2006 et sa moyenne annuelle aurait diminué de 8,5 à 8,3 p.c. de la population active. Cette évolution contraste avec celle de l'ensemble de l'UE25, où le taux de chômage harmonisé des 15 à 64 ans a régressé plus nettement en 2006, revenant de 9,1 à 8,3 p.c. Selon les résultats des enquêtes sur les forces de travail, ce rythme différent de diminution trouve son origine dans l'augmentation moins rapide de l'emploi en Belgique, ainsi que dans la progression plus marquée de la population en âge de travailler. Le taux

TABLEAU 23 DEMANDEURS D'EMPLOI INOCCUPÉS EN 2006
(moyennes annuelles, pourcentages du total par zone géographique)

	Belgique	Bruxelles	Flandre	Wallonie
Ventilation par sexe				
Hommes	47,4	50,8	46,5	46,9
Femmes	52,6	49,2	53,5	53,1
Ventilation par âge				
Moins de 25 ans	21,5	16,7	21,8	22,9
25 à 54 ans	73,2	79,1	71,2	72,8
55 ans et plus	5,3	4,2	7,0	4,4
Ventilation par niveau d'études				
Enseignement primaire et premier niveau du secondaire	26,5	23,8	28,6	25,9
Niveaux supérieurs du secondaire ⁽¹⁾	58,5	51,2	56,5	62,6
Enseignement supérieur	13,4	16,0	14,9	11,3
Autres ⁽²⁾	1,6	9,0	0,0	0,2
Ventilation par durée de chômage				
Moins de six mois	28,5	23,5	35,8	24,6
Six mois à deux ans	33,1	33,0	35,5	31,2
Plus de deux ans	38,4	43,6	28,7	44,2
<i>p.m.</i> Nombre total de chômeurs ⁽³⁾	588	97	217	274
<i>Pourcentages du nombre total de chômeurs</i>	100,0	16,5	36,8	46,6

Sources: FOREM, ONEM, ORBEM, VDAB.

(1) Y compris les contrats d'apprentissage.

(2) Diplômes non reconnus en Belgique, ou niveau de formation inconnu.

(3) Milliers de personnes.

d'activité s'est, en outre, quelque peu accru dans l'UE25, passant de 70 à 70,4 p.c., au contraire de la Belgique, où il a diminué, de 66,7 à 66,4 p.c.

Sur le plan régional, la situation plus favorable sur le marché du travail en Flandre s'exprime également dans les chiffres du chômage. En moyenne, pendant les trois premiers trimestres de 2006, le taux de chômage harmonisé était de 5,2 p.c. dans cette région, alors qu'il s'élevait à 11,8 p.c. en Wallonie et à 17,7 p.c. à Bruxelles. En 2006, les habitants de la Flandre, qui constituent 58 p.c. de la population belge en âge de travailler, représentaient environ 37 p.c. des 588.000 chômeurs repris dans les statistiques administratives de l'ONEM, tandis que 46,6 p.c. habitaient en Wallonie et 16,5 p.c. à Bruxelles, la population en âge de travailler de ces deux régions couvrant respectivement quelque 32 et 10 p.c. du total. La structure de la population au chômage affiche également de nettes différences entre régions. Sur le plan de la durée du chômage, environ 36 p.c. des chômeurs flamands étaient depuis moins de six mois au chômage; moins de 30 p.c. depuis plus de deux ans. À Bruxelles et en Wallonie, en revanche, le pourcentage de chômeurs de longue durée s'élevait à plus de 40 p.c. et un quart seulement des chômeurs l'étaient depuis moins de six mois. En ce qui concerne la ventilation par âge, sexe et niveau d'études, Bruxelles se démarque. Alors que la structure du chômage en Flandre et en Wallonie est assez comparable à celle de l'ensemble de la Belgique, la capitale enregistrait, en termes relatifs, davantage de chômeurs masculins, moins de jeunes demandeurs d'emploi et moins de chômeurs de qualification moyenne. Bruxelles comptait également davantage de chômeurs qui, selon les statistiques de l'ONEM, ont un diplôme non reconnu en Belgique, ce qui s'explique par la forte proportion de personnes d'origine étrangère dans cette région.

Pour mieux répondre aux disparités régionales observées sur le marché du travail, les services régionaux de l'emploi ont entrepris de renforcer leur collaboration: l'accord du 24 février 2005 entre les régions et communautés concernant la mobilité interrégionale des demandeurs d'emploi a été intégré dans les cadres réglementaires respectifs. Il prévoit la transmission automatique des informations relatives aux postes vacants portés à la connaissance d'un de ces services aux autres, si ces offres d'emploi concernent une autre région ou si elles appartiennent à la liste des fonctions critiques. La collaboration s'étend également à d'autres domaines comme la formation professionnelle.

Depuis juillet 2006, le programme d'activation du comportement de recherche d'emploi, qui associe accompagnement à la recherche d'emploi et contrôle du respect des critères d'indemnisation du chômage, mis en œuvre en

juillet 2004, concerne tous les chômeurs complets indemnisés de moins de cinquante ans, à l'exception des personnes qui sont en incapacité de travail. Il vise à suivre individuellement les demandeurs d'emploi, pour les aider dans leurs efforts de recherche ou à entamer un projet de formation professionnelle permettant d'envisager une réinsertion satisfaisante sur le marché du travail. Quoiqu'il en soit, il est tenu compte des situations spécifiques, c'est-à-dire de l'âge, du niveau de formation, des aptitudes, de la situation sociale et familiale, des possibilités de déplacement et d'éventuels éléments de discrimination dont les demandeurs d'emploi pourraient être l'objet. La situation du marché du travail dans la sous-région où le chômeur est domicilié est également prise en considération. Pour compléter l'information émanant des services régionaux de l'emploi sur la participation aux actions organisées dans le cadre de leur mission, l'ONEM convie les demandeurs d'emploi à un ou plusieurs entretiens personnalisés afin d'évaluer leurs efforts de recherche d'emploi. Si ceux-ci sont jugés insuffisants, un plan d'action est imposé, qui, s'il n'est pas respecté, conduit à des sanctions, qui peuvent prendre la forme d'une suspension ou d'une réduction temporaire, voire définitive, des allocations.

Ce dispositif est toujours en phase de croissance puisque les demandeurs d'emploi âgés de quarante à quarante-neuf ans n'y ont été intégrés qu'en juillet 2006. Le nombre de personnes bénéficiant d'un premier entretien continue donc à croître. Selon les statistiques disponibles au 31 décembre 2006, sur les 96.634 personnes interrogées lors d'un premier entretien, 53 p.c. faisaient des efforts suffisants pour trouver un emploi. Les démarches des autres ont été évaluées insuffisantes et un plan d'action personnel conclu. Le pourcentage de personnes satisfaisant d'emblée les critères de l'ONEM est en recul par rapport aux résultats publiés précédemment. À la fin de juin 2005, il était de 69 p.c. Ce déclin s'explique en partie par la plus grande hétérogénéité, notamment liée à l'âge, des demandeurs d'emploi interrogés au fur et à mesure que le phasage du programme s'achève.

Au total, depuis la mise en place du système, de juillet 2004 à décembre 2006, 4.774 personnes ont été sanctionnées d'une privation partielle de leur droit aux allocations, dont 1.507 en Flandre, 2.766 en Wallonie et 501 à Bruxelles. Quelque 4.600 autres demandeurs d'emploi – à raison de respectivement 1.550, 2.143 et 884 selon la région – ont également vu leur allocation suspendue, la plupart pour absence injustifiée aux entretiens. Ce type de sanction est susceptible d'être levé dès que le chômeur se présente au rendez-vous fixé par l'ONEM. La suspension totale des allocations, autrement dit l'exclusion de l'assurance-chômage, a en revanche été décidée pour 1.055 personnes (soit 1,1 p.c. des personnes ayant

passé un premier entretien), dont 318 en Flandre, 595 en Wallonie et 142 à Bruxelles.

4.2 Coûts salariaux dans le secteur privé

L'évolution des coûts salariaux dans le secteur privé est déterminée dans une large mesure par les accords interprofessionnels conclus tous les deux ans au niveau national entre représentants des employeurs et des travailleurs. Pour la période 2005-2006, ceux-ci ne s'étaient toutefois pas tous ralliés au projet d'accord interprofessionnel qui prévoyait une norme indicative de croissance des coûts salariaux nominaux par heure prestée de 4,5 p.c. À défaut de consensus entre les partenaires sociaux, cette norme a été rendue obligatoire par le gouvernement, par arrêté royal au début de 2005, en application de la loi de 1996 relative à la promotion de l'emploi et à la sauvegarde préventive de la compétitivité. En pratique, elle aurait été légèrement dépassée, les coûts salariaux horaires dans le secteur privé augmentant au total de 4,6 p.c., avec une progression de respectivement 2,2 et 2,4 p.c. en 2005 et 2006.

Après deux ans d'indexations modérées, les coûts salariaux ont subi en 2005 et 2006 une pression plus importante liée à l'évolution de l'indice-santé des prix à la consommation. Compte tenu de l'inflation plus élevée que prévu,

l'incidence de l'indexation des salaires, qui a représenté au total 3,9 p.c., a excédé les 3,3 p.c. sur lesquels tablait le Secrétariat du Conseil central de l'économie (CCE) dans son rapport technique de novembre 2004 et qui sous-tendaient le calcul de la marge maximale disponible pour l'évolution du coût salarial réel servant de base pour les négociations interprofessionnelles. Cette progression plus rapide de l'indexation est à l'origine du léger dépassement de la norme salariale.

Le net renchérissement des prix pétroliers a, de fait, exercé une incidence à la hausse sur l'inflation, qui s'est reportée sur les salaires par le biais du mécanisme d'indexation automatique. Sa transmission n'a toutefois pas été intégrale, dans la mesure où l'essence et le diesel ne sont pas repris dans le panier de l'indice-santé. En outre, elle s'est réalisée avec un certain délai, variable en fonction du mécanisme d'indexation en usage au sein de chaque commission paritaire. La manière d'appliquer l'indexation automatique des salaires est déterminée dans les conventions sectorielles et peut, donc, présenter des différences marquées d'une commission à l'autre. Dans le large éventail des méthodes d'indexation, on peut distinguer deux grandes catégories de mécanismes de liaison. Dans la première, comme par exemple dans la sous-commission paritaire pour les hôpitaux privés (CP 305.01), l'indexation se fait au moment où la moyenne mobile de l'indice-santé dépasse un indice-pivot. Dans la seconde – qui gagne en importance –, les indexations ont lieu à périodes fixes,

TABLEAU 24 COÛTS SALARIAUX DANS LE SECTEUR PRIVÉ

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

	2001	2002	2003	2004	2005	2006 e
Salaires bruts par heure prestée	4,0	3,1	1,4	2,8	2,5	2,4
Salaires conventionnels ⁽¹⁾	3,5	3,7	1,8	2,3	2,5	2,3
Adaptations conventionnelles réelles	0,9	1,4	0,4	0,9	0,4	0,5
Indexations	2,5	2,3	1,4	1,4	2,1	1,8
Glissement des salaires ⁽²⁾	0,5	-0,6	-0,4	0,5	0,0	0,0
Cotisations sociales des employeurs ⁽³⁾	0,4	1,2	0,2	-0,5	-0,3	0,0
Sécurité sociale	0,0	0,6	0,0	-0,2	-0,2	0,0
dont : incidence des réductions de cotisations	0,0	-0,1	-0,2	-0,5	-0,3	0,0
Autres cotisations ⁽⁴⁾	0,4	0,5	0,2	-0,2	-0,1	0,0
Coûts salariaux par heure prestée	4,4	4,1	1,5	2,4	2,2	2,4

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

(1) Augmentations salariales fixées en commissions paritaires.

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

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

(4) Cotisations effectives qui ne sont pas versées aux administrations publiques et cotisations imputées.

à savoir mensuellement (par exemple dans la commission paritaire de l'industrie du gaz et de l'électricité, CP 326), tous les deux mois (par exemple dans la commission paritaire pour les banques, CP 310), tous les trois mois (par exemple dans la commission paritaire de la construction, CP 124), tous les quatre mois (par exemple dans la commission paritaire pour les employés occupés chez les notaires, CP 216), tous les six mois (par exemple dans la commission paritaire pour les entreprises de nettoyage et de désinfection, CP 121) ou annuellement (par exemple dans la commission paritaire de l'industrie alimentaire, CP 118). Globalement, l'évolution de la moyenne mobile quadrimestrielle de l'indice-santé, retardée de deux mois, constitue une bonne approximation du rythme auquel l'indexation des rémunérations s'effectue en pratique dans le secteur privé considéré dans son ensemble.

Au cours de l'année sous revue, deux facteurs ont, en revanche, atténué l'incidence de l'indexation sur les salaires. Tout d'abord, ainsi qu'on le commente en détail dans l'encadré 12, l'introduction du nouvel indice des prix à la consommation national, en janvier 2006, a exercé un effet modérateur sur l'indice-santé qui peut être estimé à 0,5 point de pourcentage en 2006 et, par conséquent, sur l'indexation automatique des salaires. Ensuite, de nombreuses commissions paritaires ont inséré les dernières années une formule dite *all-in* dans leur convention bisannuelle. Celle-ci fait dépendre l'ampleur des augmentations réelles des indexations salariales effectives: si ces dernières sont supérieures à celles découlant des prévisions d'inflation faites lors de la préparation de l'accord interprofessionnel, la différence est déduite en tout ou partie, selon les cas, des augmentations salariales réelles attribuées la deuxième année – 2006 donc, pour les conventions conclues en 2005 – ou durant la période conventionnelle suivante. D'après des données du SPF Emploi, travail et concertation sociale relatives aux accords sectoriels conclus en 2005, un cinquième des travailleurs du secteur privé relèveraient d'une convention collective de travail comportant une clause *all-in*.

Combinées avec les efforts de modération salariale convenus entre les partenaires sociaux, les clauses *all-in* expliquent, en partie, les faibles augmentations réelles en 2006. Alors qu'en 2005, celles-ci n'avaient déjà représenté que 0,4 p.c., elles se sont, en effet, élevées à 0,5 p.c. seulement. Depuis le début de la décennie, à l'exception de 2003, des progressions aussi réduites n'avaient jamais été enregistrées. Il faut, en outre, rappeler que dans le cycle bisannuel des accords salariaux, les augmentations de la deuxième année sont systématiquement supérieures, compte tenu des délais nécessaires à la conclusion et à la mise en œuvre des accords au sein des commissions paritaires.

Contrairement à 2005, la contribution des cotisations patronales à la sécurité sociale à l'évolution des coûts salariaux a été neutre au cours de l'année sous revue. Cette situation est liée à des facteurs d'ordre administratif et aux évolutions en matière de réductions des cotisations à la sécurité sociale versées par les employeurs aux administrations publiques, dont la part dans la masse salariale globale est restée inchangée, à 3,9 p.c. Cette stabilisation s'explique notamment par le fait que les réductions consenties aux employeurs sont des montants fixes, non indexés sur l'évolution des prix, ce qui a compensé l'effet positif de l'introduction, le 1^{er} juillet, d'une nouvelle mesure de réduction des charges patronales, le « bonus jeunes », destinée à encourager l'embauche de travailleurs faiblement rémunérés de moins de trente ans. Celle-ci s'est ajoutée aux réductions existantes en faveur de groupes cibles sur le marché du travail, en l'occurrence les travailleurs âgés, les demandeurs d'emploi de longue durée, les premiers engagements de travailleurs salariés par une entreprise, les jeunes travailleurs, les travailleurs concernés par une réduction collective du temps de travail et la semaine de quatre jours et, enfin, les travailleurs victimes d'une restructuration. L'enveloppe dégagée pour ces groupes a progressé de près de 200 millions d'euros en 2006, pour atteindre 498 millions, soit plus d'un huitième des moyens dégagés pour la mesure de réduction générale de cotisations de sécurité sociale, dite structurelle.

D'autres incitants visant à réduire les coûts salariaux ont gagné en importance au cours de l'année sous revue. Il s'agit du soutien sous la forme de diminutions du précompte professionnel, en vue de favoriser des formes de travail spécifiques, telles que le travail en équipe et les heures supplémentaires, de même que la recherche. Dans ce régime, afin d'éviter que les réductions accordées ne se traduisent par une hausse des salaires nets, l'employeur est tenu de retenir la totalité du précompte professionnel sur les rémunérations imposables, mis à part pour les heures supplémentaires où la moitié du rabais était rétrocédée aux travailleurs. Au final, après déduction des diminutions susvisées, le solde du précompte est reversé au Trésor. Compte tenu de ces particularités, la partie conservée par les sociétés est comptabilisée comme un subside dans les comptes nationaux, plutôt que comme une réduction directe de charges. Ce régime de subventions salariales a connu une forte expansion au cours des dernières années: alors qu'elles s'élevaient à peine à 25 millions d'euros en 2004, ces subventions ont atteint 121 millions en 2005 et 335 millions en 2006, soit respectivement 0,1 et 0,3 p.c. de la masse salariale totale.

Les autres cotisations sociales des employeurs ont également exercé, en 2006, un effet neutre sur l'évolution des coûts salariaux. Il s'agit, d'une part, des cotisations sociales

TABLEAU 25 RÉDUCTIONS DES COTISATIONS PATRONALES À LA SÉCURITÉ SOCIALE

(encours, millions d'euros)

	2003	2004	2005	2006 e
Total	3.451	4.073	4.547	4.697
<i>p.m. Pourcentages de la masse salariale du secteur privé</i>	3,2	3,6	3,9	3,9
dont:				
Réductions structurelles ⁽¹⁾	2.944	3.423	3.822	3.872
Groupes cibles	–	201	309	498
dont:				
Jeunes travailleurs	–	–	–	65
Travailleurs âgés	–	98	103	111
<i>p.m. Réductions du précompte professionnel⁽²⁾</i>				
<i>Millions d'euros</i>	8	25	121	335
<i>Pourcentages de la masse salariale du secteur privé</i>	0,0	0,0	0,1	0,3

Sources: Exposé général du budget des voies et moyens, ONSS.

(1) Y compris celles ciblées sur les bas salaires, d'une part, et les salaires élevés, d'autre part.

(2) À l'exception des réductions accordées aux universités et hautes écoles.

imputées, telles que les indemnités de licenciement, d'autre part, des versements effectués par les employeurs dans le cadre d'un plan de pension complémentaire. Compte tenu de l'orientation favorable de la conjoncture en 2006, les indemnités de licenciement n'ont pas exercé de pressions supplémentaires.

Le glissement des salaires n'a pas, non plus, contribué à l'évolution des coûts salariaux au cours de l'année sous revue. Traditionnellement très volatile, la contribution de ce facteur est restée, en moyenne, légèrement négative depuis le début de la décennie. Sa tendance à exercer une pression de plus en plus limitée s'observe également de façon générale dans la zone euro.

Le glissement des salaires comprend la partie de l'évolution des coûts salariaux horaires qui ne s'explique pas par celle des salaires conventionnels ou des cotisations sociales des employeurs. Il inclut notamment les primes et boni extraconventionnels, les sursalaires octroyés dans le cadre de la prestation d'heures supplémentaires, l'incidence des variations de salaires dans le groupe restreint des travailleurs auxquels ne s'applique aucune convention sectorielle ou celle des conventions salariales conclues au niveau des entreprises qui s'écartent des accords sectoriels. De plus en plus de commissions paritaires prévoient explicitement dans leurs accords la possibilité pour les firmes de conclure des conventions spécifiques, car c'est à ce niveau que peuvent être adoptées des politiques de salaire qui reflètent le plus fidèlement les conditions

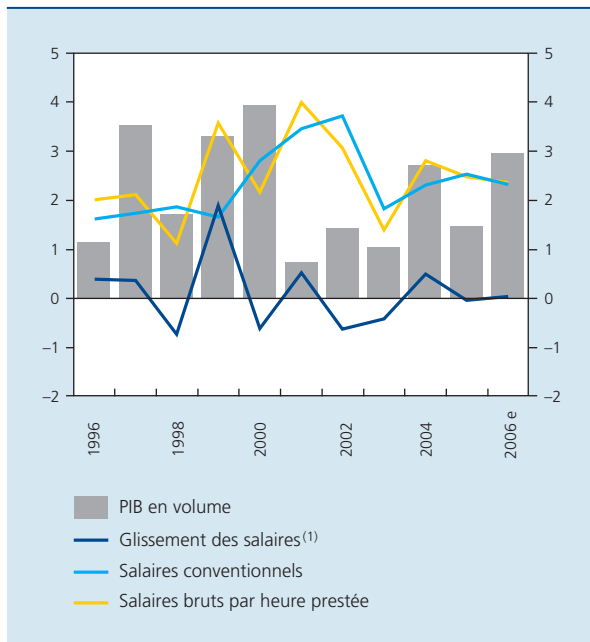
d'activité et de concurrence auxquelles sont confrontés en pratique les employeurs. Il n'existe toutefois pas de sources qui permettent un suivi systématique des conventions d'entreprises. D'une manière générale, on constate que les variations du glissement des salaires présentent un certain lien avec l'évolution de la conjoncture économique.

Au-delà de ces développements, plusieurs facteurs peuvent être invoqués pour comprendre la tendance du glissement des salaires à diminuer en importance relative. Tout d'abord, la pression concurrentielle découlant de la mondialisation accrue a incité les entreprises à poursuivre leur politique de modération salariale, en dépit de l'orientation conjoncturelle plus favorable. De plus, certaines mesures relatives à l'emploi qui permettent aux sociétés de recruter du personnel à des salaires bruts moins élevés, comme le système des titres-services, ont exercé une influence à la baisse sur le glissement des salaires. D'autres modifications dans la structure de l'emploi ont eu un effet similaire, comme la participation accrue des femmes au marché du travail, car elles sont en moyenne moins bien payées que les hommes, ainsi que l'extension du travail à temps partiel et des conventions de travail temporaire, dans la mesure où ces régimes peuvent constituer un frein à la dynamique des salaires durant la carrière.

Bien que le mécanisme de négociations salariales se base sur une norme unique, définie dans le cadre d'accords interprofessionnels conclus au niveau national, il permet néanmoins une certaine différenciation, tant au niveau

GRAPHIQUE 36 GLISSEMENT DES SALAIRES DANS LE SECTEUR PRIVÉ

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



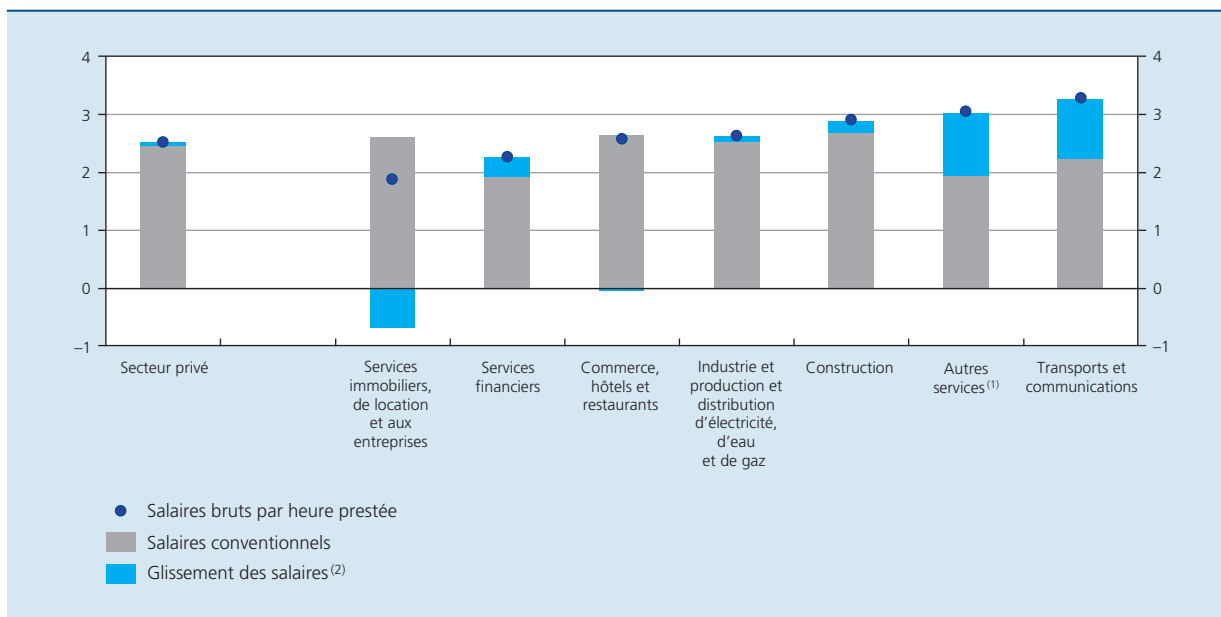
Sources : ICN ; SPF Emploi, travail et concertation sociale ; BNB.
 (1) Contribution à la variation des coûts salariaux, points de pourcentage.

des salaires conventionnels que des composantes salariales qui se reflètent dans le glissement des salaires. À cet égard, la comparaison des ajustements salariaux annuels entre branches d'activité a peu de sens, puisque les salaires ne réagissent pas nécessairement en même temps au cycle économique ou aux fluctuations des prix; une comparaison de l'augmentation annuelle moyenne sur une période déterminée est donc plus indiquée. Il en ressort que l'évolution des salaires horaires bruts durant la période 1996-2005 est loin d'avoir été similaire dans toutes les branches d'activité. Si l'augmentation moyenne des salaires horaires bruts dans le secteur privé s'est établie à 2,5 p.c. par an, elle a oscillé entre 1,9 p.c. dans les services immobiliers, de location et aux entreprises et 3,3 p.c. dans les transports et communications. Cette différenciation entre branches d'activité s'explique par des évolutions divergentes au niveau tant des salaires conventionnels que du glissement des salaires.

Ainsi, si la norme salariale indicative convenue au niveau national est prise en compte par les commissions paritaires au niveau sectoriel, il va de soi que les caractéristiques spécifiques de la branche d'activité, comme les conditions de concurrence, les perspectives en matière de débouchés, les résultats d'exploitation ou le rapport de force entre employeurs et travailleurs jouent un rôle important dans les négociations. De fait, alors que les salaires conventionnels

GRAPHIQUE 37 SALAIRES BRUTS PAR HEURE PRESTÉE DANS LE SECTEUR PRIVÉ PAR BRANCHE D'ACTIVITÉ : 1996-2005

(moyenne des pourcentages de variation annuelle de 1996 à 2005, sauf mention contraire)



Sources : ICN ; SPF Emploi, travail et concertation sociale ; BNB.
 (1) Soit les branches « santé et action sociale », « services collectifs, sociaux et personnels » et « services domestiques ».
 (2) Moyenne de la contribution annuelle à la variation des coûts salariaux, points de pourcentage.

ont augmenté en moyenne de 2,4 p.c. par an durant la période 1996-2005 pour le secteur privé dans son ensemble, cette hausse a atteint 2,7 p.c. dans la construction et 1,9 p.c. dans les services financiers et la branche des autres services, soit un écart de 0,8 point de pourcentage.

Des écarts beaucoup plus importants peuvent être observés entre branches au niveau du glissement des salaires, dans lequel s'exprime notamment l'effet des ajustements salariaux au niveau des entreprises mêmes, ce qui ne présage en rien de modifications apportées à la structure des salaires au sein des firmes. Si, de 1996 à 2005, le glissement des salaires a contribué à la hausse des coûts salariaux à hauteur de 0,1 point de pourcentage en moyenne par an dans

le secteur privé, sa contribution a atteint 1,1 point dans les autres services et -0,7 point dans les services immobiliers, de location et aux entreprises, soit une différence de 1,8 point de pourcentage en moyenne par an.

La différenciation des coûts salariaux ne se produit enfin pas uniquement au niveau sectoriel ou des entreprises, mais également à celui des rémunérations individuelles. D'un examen de la littérature empirique consacrée à ce sujet, synthétisé dans l'encadré 9, il ressort que les variations de salaires sont caractérisées en Belgique et à l'étranger par une dispersion non négligeable et que la diversité salariale en Belgique est comparable à celle d'autres pays avancés.

Encadré 9 – Études empiriques consacrées à la différenciation des coûts salariaux

Un certain nombre de travaux empiriques, présentés à l'occasion d'un colloque organisé en octobre 2006 par la Banque sur le thème des rigidités de salaires et de prix, aboutissent à la conclusion que l'économie belge est caractérisée par une diversité salariale comparable à celle d'autres pays avancés. On y observe aussi une grande dispersion des variations salariales et des niveaux de salaires.

Une de ces études, réalisées dans le cadre d'un projet international sur la flexibilité des salaires (*International Wage Flexibility Project – IWFP*)⁽¹⁾, analyse les variations salariales annuelles dans seize pays avancés, dont la Belgique, sur différentes périodes. Il y est constaté que les variations salariales sont caractérisées, quasiment partout et pour toutes les périodes considérées, par une forte concentration autour d'une moyenne annuelle. Il apparaît donc que, chaque année, une part importante des travailleurs reçoit une augmentation salariale proche de la moyenne. D'autre part, on observe une dispersion importante autour de cette moyenne annuelle, avec un nombre non négligeable de variations salariales élevées, faibles et même négatives. C'est le cas en Belgique, comme dans les quinze autres pays avancés étudiés. Ces résultats ressortent des données administratives étudiées par le IWFP pour la période 1978-1985, mais également de données de l'enquête du *Panel Study of Belgian Households* (PSBH) pour la période 1994-2001. Des recherches préliminaires menées sur des statistiques administratives analysées par la Banque pour la période 1990-2002 confirment ces constatations.

Une autre étude, effectuée par un groupe de chercheurs de l'ULB⁽²⁾, a examiné le niveau des salaires en Belgique sur plusieurs années, les écarts persistants qui sont observés et les causes de ce phénomène. Elle fait apparaître que les salaires des travailleurs belges sont déterminés dans une large mesure par leurs caractéristiques individuelles – comme par exemple leur niveau de formation, leur âge, leur ancienneté, leur catégorie professionnelle, leur sexe et leur contrat de travail –, ainsi que par les caractéristiques de leurs employeurs, telles que la taille de l'entreprise et la région. On observe ainsi encore des différences significatives entre travailleurs présentant les mêmes caractéristiques, mais qui sont employés dans des branches d'activité différentes. Les écarts salariaux au niveau sectoriel ne s'expliquent donc que partiellement par des différences dans la structure de l'emploi. Il est montré que les entreprises plus rentables payent en moyenne des salaires plus élevés et que cette pratique explique une part importante des écarts salariaux au niveau sectoriel. Lorsque le processus de formation des

(1) Dickens W.T., L. Goette, E.L. Groshen, S. Holden, J. Messina, M.E. Schweitzer, J. Turunen et M.E. Ward (2006), *How wages change: micro evidence from the International Wage Flexibility Project*, National Bank of Belgium, Working Paper n° 96.

(2) Plasman R., F. Rycx et I. Tojerow (2006), *Industry wage differentials, unobserved ability, and rent-sharing: evidence from matched worker-firm data, 1995-2002*, National Bank of Belgium, Working Paper n° 90.



salaires est décentralisé, on s'attend à ce que, à travail égal, un travailleur soit mieux payé dans une entreprise plus productive et plus rentable. Il apparaît que les écarts salariaux au niveau sectoriel en Belgique se situent autour de la moyenne des pays avancés, la dispersion étant plus importante dans les pays anglo-saxons et plus faible dans les pays scandinaves. Un mécanisme coordonné de formation des salaires comme celui de la Belgique ne semble donc pas rendre impossible un ajustement des salaires à la réalité microéconomique.

Les écarts salariaux au niveau sectoriel en Belgique sont confirmés par une étude de chercheurs de la KUL⁽¹⁾. Il en ressort que les travailleurs occupent une position de négociation plus forte et peuvent donc obtenir des salaires relativement plus élevés dans les branches d'activité soumises à moins de concurrence. Dans ces branches d'activité, les entreprises ne sont pas nécessairement plus productives, mais elles ont davantage de pouvoir de marché, de sorte qu'elles peuvent plus aisément fixer leurs prix de vente au-delà de leurs coûts unitaires. Un tel ajustement des salaires à la pression concurrentielle ressort également de la constatation que la position de négociation des travailleurs et le pouvoir de marché des entreprises s'avèrent plus limités dans les branches d'activité caractérisées par un taux de pénétration plus élevé des importations. Les salaires semblent donc s'adapter dans une certaine mesure en Belgique à la concurrence internationale à laquelle doivent faire face un grand nombre d'entreprises.

(1) Abraham F., J. Konings et S. Vanormelingen (2006), *Price and wage setting in an integrating Europe: firm level evidence*, National Bank of Belgium, Working Paper n° 93.

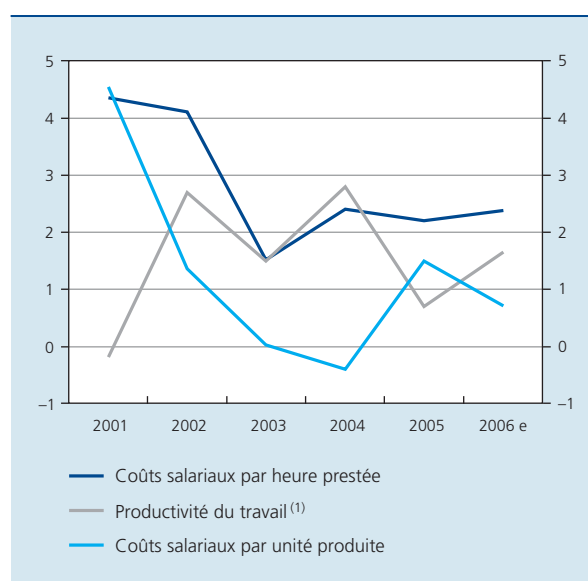
Si l'on tient compte des écarts de productivité entre les branches, on observe une différenciation encore plus importante au niveau des coûts salariaux par unité produite. Globalement, la progression de ceux-ci pour l'ensemble du secteur privé s'est réduite, pour atteindre 0,7 p.c. au cours de l'année sous revue, ce qui traduit un rapprochement des développements en matière de coûts salariaux horaires et de productivité. Le ralentissement de l'activité économique, couplé à une évolution plus favorable de l'emploi, avait en effet entraîné une réduction importante des gains de productivité en 2005, alors que la croissance des coûts salariaux par heure prestée fléchissait à peine.

Certaines branches, comme l'industrie, la construction et les transports et communications, bien qu'affichant une hausse plus importante que la moyenne des salaires horaires bruts, ont enregistré durant la période 1996-2005 des gains de productivité du travail en ligne avec l'augmentation des coûts salariaux horaires, de sorte que la progression des coûts du travail par unité produite s'y est avérée plus faible que la moyenne, déjà modérée, du secteur privé. En revanche, celle-ci a été relativement plus élevée dans les autres services où l'expansion plus rapide des coûts salariaux horaires que dans le reste du secteur privé n'a pas été de pair avec une croissance plus vive de la productivité. Dans les services immobiliers, de location et aux entreprises, les efforts de modération salariale ont été insuffisants pendant la période susvisée pour compenser l'évolution de la productivité, impliquant une forte progression des coûts salariaux par unité produite. Dans

les services financiers, en revanche, la croissance modérée des salaires s'est conjuguée à des gains importants de productivité, avec pour conséquence un net recul des coûts salariaux par unité produite de 1996 à 2005.

GRAPHIQUE 38 COÛTS SALARIAUX ET PRODUCTIVITÉ DU TRAVAIL DANS LE SECTEUR PRIVÉ

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



Sources : ICN, BNB.

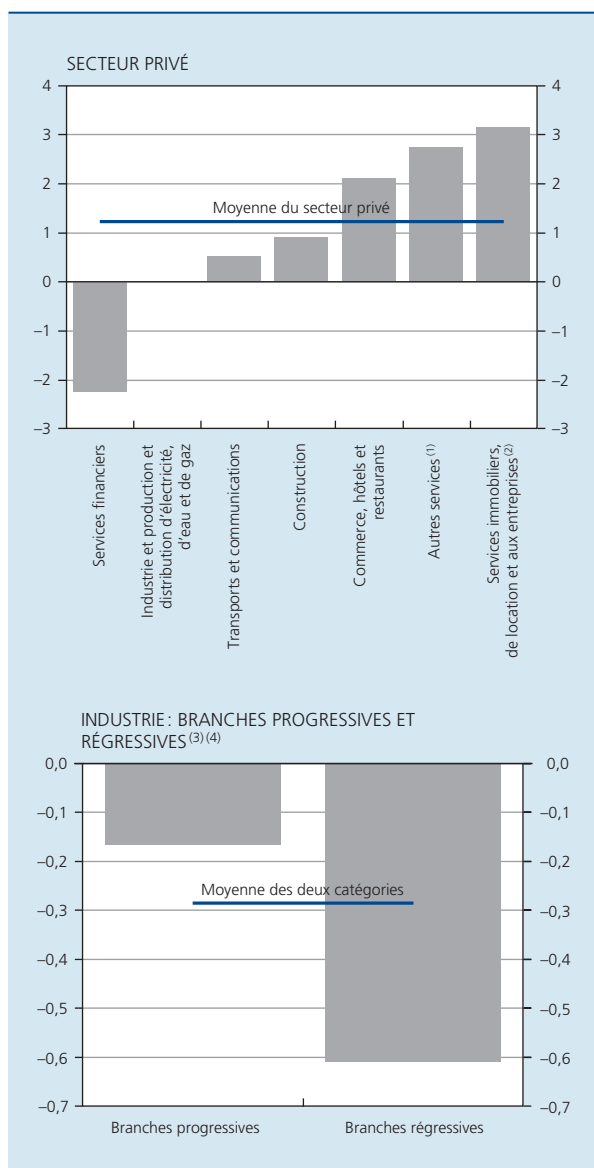
(1) Valeur ajoutée en volume, par heure prestée pour les travailleurs salariés et les indépendants.

Une analyse de la dynamique relative des exportations de l'industrie belge par rapport à l'évolution du commerce mondial permet, par ailleurs, la mise en évidence du rôle joué par les conditions de marché dans la formation des

salaires. Si l'on ventile les branches industrielles en deux catégories dites progressives ou régressives, selon que leurs marchés à l'exportation mesurés en volume sont plus ou moins dynamiques que la moyenne, on observe que, durant la période 1996-2005, les coûts salariaux par unité produite ont baissé en moyenne de 0,2 p.c. par an dans les branches progressives, tandis que le rythme de diminution s'est élevé à 0,6 p.c. dans les branches régressives. Les activités a priori plus vulnérables sur les marchés internationaux semblent donc avoir consenti des efforts plus importants pour adapter leurs coûts salariaux par unité produite aux pressions de la concurrence internationale.

GRAPHIQUE 39 COÛTS SALARIAUX PAR UNITÉ PRODUITE DANS LE SECTEUR PRIVÉ: 1996-2005

(moyenne des pourcentages de variation annuelle de 1996 à 2005)



Sources: ICN, BNB.

- (1) Soit les branches « santé et action sociale », « services collectifs, sociaux et personnels » et « services domestiques ».
- (2) À l'exclusion des services de logements.
- (3) La ventilation en branches progressives et régressives n'est possible que pour vingt branches d'activité qui couvrent plus de 80 p.c. de la valeur ajoutée de l'industrie. Elle est opérée sur la base des coefficients de progressivité calculés pour tous les produits recensés dans les statistiques du commerce extérieur pour la période 1995-2005. Ces coefficients se définissent comme le rapport entre la croissance en volume du commerce du produit et la croissance moyenne du commerce en volume de l'ensemble des produits de la zone de référence, à savoir l'UE15.
- (4) Pour une explication détaillée des notions de progressivité et régressivité, voir Melyn W. (2004), *Caractéristiques et évolution du commerce extérieur de la Belgique*, Revue économique, BNB, n° 3, pp. 7-28.

Le maintien de la position concurrentielle constitue une préoccupation essentielle dans la manière dont est établie la norme salariale indicative. Celle-ci est, en effet, basée sur la marge maximale calculée par le Secrétariat du CCE pour l'augmentation des coûts salariaux horaires dans le secteur privé, en fonction de l'évolution attendue pour ceux-ci dans les trois principaux pays voisins pour les deux années suivantes. Comme expliqué dans l'encadré 10, ce mécanisme a guidé l'évolution des salaires en Belgique durant les dix dernières années.

D'après le Secrétariat du CCE, le handicap salarial vis-à-vis des trois principaux pays voisins, calculé avec comme année de base 1996 conformément à la loi relative à la promotion de l'emploi et à la sauvegarde préventive de la compétitivité, avait été résorbé en 2003, mais s'est de nouveau accru par la suite. L'accroissement constaté durant les années 2005-2006 est imputable à l'indexation des salaires plus rapide que ce qui avait été escompté au moment des négociations, de même qu'à une progression des coûts salariaux à l'étranger inférieure aux prévisions de l'époque. Pour cette période, les coûts salariaux horaires ont globalement augmenté, selon le Secrétariat du CCE, de 4,7 p.c. en Belgique, contre 3,6 p.c. dans les trois principaux pays voisins. Cumulé depuis 1996, le handicap en termes de coûts salariaux – sans tenir compte des subventions salariales en Belgique ou dans les trois principaux pays voisins – s'est établi à 1,5 point de pourcentage.

Compte tenu des engagements pris dans le cadre de l'accord interprofessionnel 2007-2008, ce handicap devrait, toutes autres choses restant égales par ailleurs, se réduire de 0,5 point de pourcentage d'ici 2008. En effet, les partenaires sociaux ont convenu d'une norme de 5 p.c. alors que, selon les estimations du Secrétariat du CCE, le coût salarial horaire devrait en moyenne augmenter de 5,5 p.c. dans les trois principaux pays voisins sur la période 2007-2008, la progression s'établissant à 4,3 p.c. en Allemagne, à 6 p.c. aux Pays-Bas et à 7,1 p.c. en France.

Encadré 10 – Dix années d’accords interprofessionnels pour la définition de la norme salariale

Le suivi de l'évolution des coûts salariaux dans les entreprises belges s'est opéré jusqu'en 1996 dans le cadre de la loi de sauvegarde de la compétitivité du pays, adoptée le 6 janvier 1989. Cette loi conférait au gouvernement la faculté d'intervenir si la compétitivité était menacée et si les partenaires sociaux ne parvenaient pas à s'entendre sur les mesures à prendre. Plusieurs critères étaient utilisés afin d'évaluer la position concurrentielle de la Belgique par rapport à celle des sept principaux partenaires commerciaux. Depuis l'introduction de la loi du 26 juillet 1996 relative à la promotion de l'emploi et à la sauvegarde préventive de la compétitivité, le rôle des partenaires sociaux a été renforcé, dans la mesure où ceux-ci déterminent une marge d'augmentation salariale à l'occasion de la négociation bisannuelle d'un accord interprofessionnel, ce qui a introduit une dimension prospective dans le processus de formation des salaires.

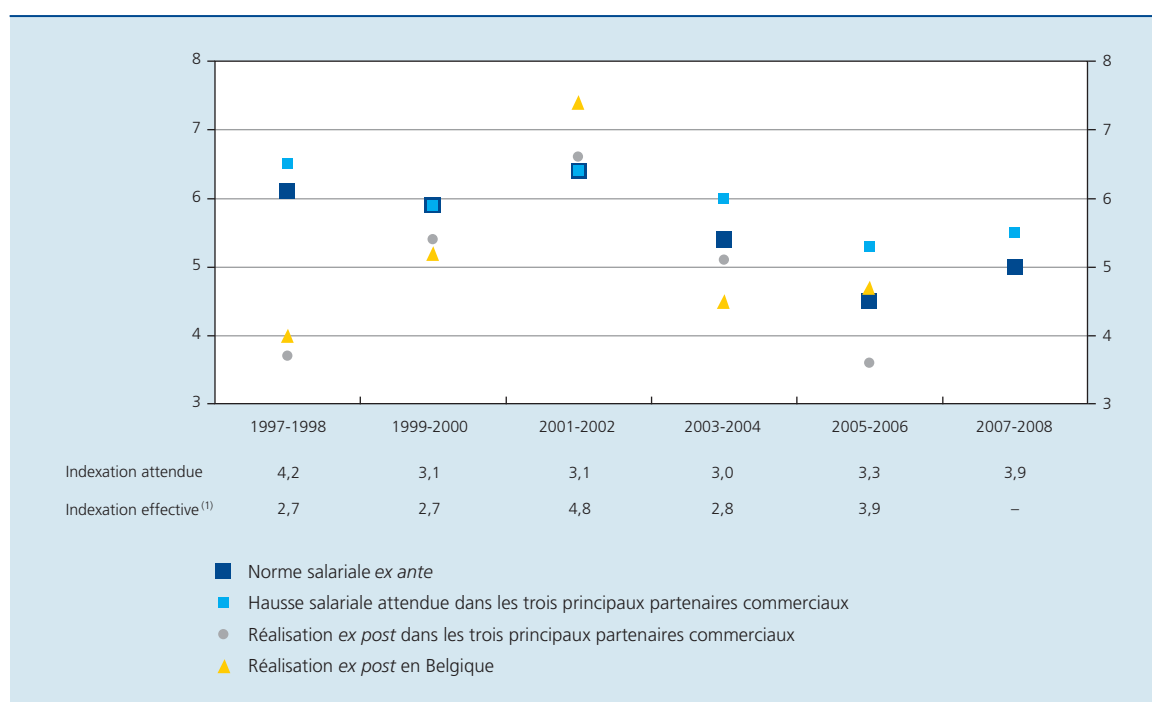
Cette marge, qui porte sur les coûts salariaux nominaux par heure prestée, est convenue en tenant compte de l'évolution des coûts salariaux chez les trois principaux partenaires commerciaux – l'Allemagne, la France et les Pays-Bas – et en la corrigeant d'éventuels dérapages subis au cours des deux années précédentes. Elle sert de norme pour les augmentations de salaires négociées au niveau des branches et des entreprises. La norme salariale comprend en tout état de cause au moins les indexations prévues, qui sont basées sur l'évolution attendue de l'indice-santé des prix à la consommation, et les augmentations barémiques estimées. Pour la fixer, les partenaires sociaux se fondent sur les évolutions attendues des coûts salariaux pour les trois principaux partenaires commerciaux, telles que calculées par le Secrétariat du CCE en fonction, d'une part, des prévisions de l'OCDE au sujet des coûts salariaux par travailleur, d'autre part, de prévisions propres des variations de la durée du travail. Le dérapage éventuel des années précédentes est également calculé par le Secrétariat du CCE, qui se base pour ce faire sur les données relatives à l'évolution des coûts salariaux par travailleur d'après des sources nationales et sur l'évolution de la durée du travail selon les enquêtes sur les forces du travail d'Eurostat. Depuis l'entrée en vigueur de la loi du 26 juillet 1996, six normes salariales ont été adoptées, en incluant celle conclue le 21 décembre 2006 pour la période 2007-2008. Le concept de norme a évolué d'une marge maximale prévue par les premiers accords, à une norme indicative, à partir de la période 2001-2002. Outre la définition de la norme salariale, les accords comprennent des mesures de promotion de l'emploi. Plus concrètement, des engagements sont pris concernant la formation, l'emploi des groupes à risque, l'élimination des pièges à l'emploi, la problématique de fin de carrière, l'équilibre entre vie professionnelle et vie privée, l'égalité des chances entre hommes et femmes, la mobilité, etc. Ces accords comprennent également des dispositions sur l'organisation et le temps de travail, la santé et la sécurité sur le lieu de travail, le rapprochement des statuts d'ouvrier et d'employé, le développement durable ou les mesures pour stimuler l'innovation et la R&D. Dans le cadre de l'accord 2007-2008, les partenaires sociaux ont ajouté à ces thèmes quatre nouveaux points d'ancrage concernant l'abrogation des clauses de liaison à l'âge dans les barèmes salariaux, l'octroi au personnel d'avantages liés aux résultats de l'entreprise, la problématique de la diversité et de la non-discrimination sur le lieu de travail et la politique de prévention contre l'usage d'alcool et de drogues au sein de l'entreprise. Dans toutes ces matières, de nouvelles dispositions seront négociées entre partenaires sociaux dans le courant de 2007.

Après la conclusion de l'accord interprofessionnel, les adaptations conventionnelles réelles sont adoptées au niveau sectoriel, plus précisément au niveau des commissions paritaires, et, le cas échéant, complétées par des accords conclus au niveau des entreprises, une pratique qui gagne en importance les dernières années. Même si la norme salariale maximale/indicative est toujours prise en considération, des dépassements *ex post* ont néanmoins été constatés. Si la norme a bien été respectée pendant les périodes 1997-1998, 1999-2000 et 2003-2004, les hausses des coûts salariaux en 2001-2002 et en 2005-2006 ont été supérieures à celles fixées par les accords salariaux des années correspondantes. Ceci s'explique dans les deux cas par le fait que les indexations se sont avérées plus élevées que prévu lors des négociations salariales. Ainsi, l'accord interprofessionnel portant sur la période 2001-2002 supposait que l'indexation s'élèverait à 3,1 p.c., alors qu'elle a en réalité atteint 4,8 p.c. Pour la période 2005-2006, une indexation de 3,3 p.c. avait été prise en compte, alors que l'indexation s'est élevée en

pratique à 3,9 p.c. Concernant l'accord pour la période 2001-2002, il convient de mentionner une disposition spécifique portant sur les branches dont les performances s'étaient avérées particulièrement positives : alors que la norme salariale indicative était fixée à 6,4 p.c., la hausse globale du coût salarial dans ces branches pouvait s'élever jusqu'à 7 p.c. Enfin, en ce qui concerne l'accord interprofessionnel 2007-2008, il a été convenu d'une norme de 5 p.c. pour l'augmentation du coût salarial horaire moyen dans le secteur privé ; les entreprises bénéficieront, en outre, à partir d'octobre 2007, d'une réduction de charge structurelle équivalant à 0,15 p.c. du coût salarial, sous la forme d'un subside correspondant au non-versement du précompte professionnel à concurrence de 0,25 p.c. du salaire brut. Dans le nouvel accord, les partenaires sociaux invitent, par ailleurs, les secteurs qui n'en disposent pas encore à négocier des mécanismes de correction visant à éviter d'éventuels écarts salariaux.

HAUSSES SALARIALES HORAIRES CONTENUES DANS LES ACCORDS INTERPROFESSIONNELS

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



Source : CCE.

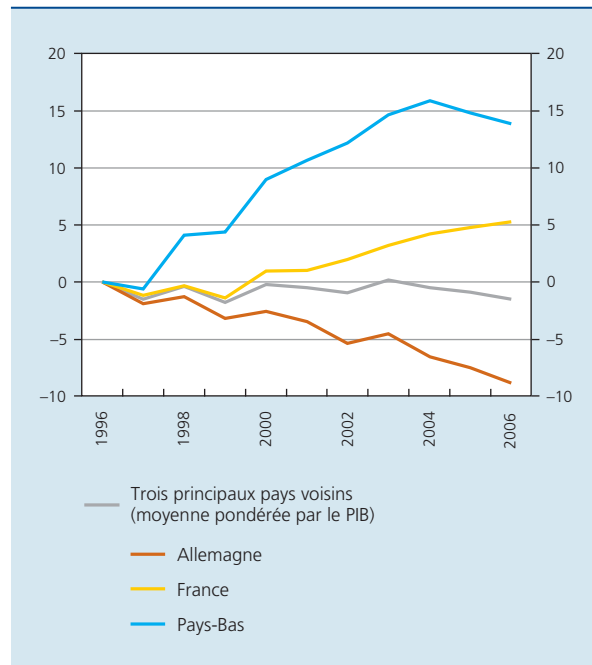
(1) Calculs sur la base des données du SPF Emploi, travail et concertation sociale.

Si le respect de la norme salariale *ex ante* est important, il est crucial pour la position concurrentielle des entreprises belges qu'il soit assuré sur une base effective *ex post*. Tel a été le cas en 1999-2000 et en 2003-2004. Par contre, les coûts salariaux en Belgique ont progressé plus rapidement que dans les trois pays limitrophes au cours des trois autres périodes, ce qui a alimenté le handicap salarial des entreprises belges à l'égard de leurs homologues étrangères. Ceci s'explique non seulement par l'effet mentionné précédemment d'indexations plus élevées qu'escompté, mais aussi par la surestimation pratiquement systématique, lors des négociations, des hausses salariales horaires prévues pour les trois pays voisins. Ce constat s'applique à toutes les périodes, sauf aux années 2001-2002. Ceci montre qu'il est délicat de fixer la norme salariale sur la base de prévisions et que le maintien de la compétitivité rend souhaitable la possibilité de corriger rapidement le tir si nécessaire, à l'instar de ce que permettent les accords *all-in* en cas de développements imprévus de l'indexation des salaires aux prix.

L'écart moyen des coûts salariaux par rapport aux trois principaux partenaires commerciaux masque des différences bilatérales importantes. Ainsi, l'évolution des coûts salariaux en Belgique a été, jusqu'en 2001 inclus, à peu près parallèle à celle de la France; ensuite, la Belgique a même connu une évolution plus favorable. Vis-à-vis des Pays-Bas, on a observé, surtout depuis 1999, un écart considérable en faveur de la Belgique. Le handicap salarial de la Belgique s'explique donc exclusivement par les évolutions très modérées des salaires horaires en Allemagne. Dans ce pays, en réaction à une longue période de faible croissance économique et de chômage élevé, ainsi qu'à la crainte de plus en plus vive d'une délocalisation de la production vers l'étranger, l'attention s'est progressivement davantage portée, durant les négociations collectives, sur le maintien de l'emploi. La modération salariale a également été favorisée par le déplacement ou le développement des activités dans l'ancienne Allemagne de l'Est. Elle a aussi été de pair avec une nette tendance à la décentralisation des négociations salariales, notamment par l'utilisation de clauses de sauvegarde, dites d'*opt-out*. En outre, de plus en plus d'entreprises ont pris des mesures de réduction des coûts, telles que l'augmentation du temps du travail sans compensation financière, la réduction de primes ou la liaison des rémunérations supplémentaires aux prestations. Enfin, dans le cadre de mesures en faveur de l'emploi, l'expansion rapide du nombre d'emplois peu rémunérés en Allemagne a également exercé une pression à la baisse sur les coûts salariaux horaires.

GRAPHIQUE 40 COÛTS SALARIAUX PAR HEURE PRESTÉE DANS LE SECTEUR PRIVÉ : ÉCART AVEC LA BELGIQUE SELON LE CCE ⁽¹⁾

(points de pourcentage, différence avec l'indice relatif à la Belgique, 1996 = 100)



Source : CCE.

(1) Données du CCE relatives aux coûts salariaux par travailleur et à la durée du travail.

5.

5.1 Vue d'ensemble

En 2006, l'inflation mesurée par l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) a atteint 2,3 p.c., contre 2,5 p.c. en 2005. Pour la deuxième année consécutive, elle

a ainsi légèrement dépassé celle de la zone euro, laquelle s'est établie à 2,2 p.c. aussi bien en 2005 qu'en 2006. Les variations de prix de nature principalement administrative ont contribué à réduire l'inflation à hauteur de 0,1 point de pourcentage environ en 2006, à la suite d'allègements

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

	Total							p.m. Indice-santé ⁽³⁾
		Produits énergétiques	Produits alimentaires non transformés ⁽¹⁾	Tendance sous-jacente de l'inflation ⁽²⁾	Produits alimentaires transformés	Biens industriels non énergétiques	Services	
2000	2,7	16,3	0,2	1,1	1,3	0,0	2,3	1,9
2001	2,4	1,4	6,9	2,1	2,2	2,0	2,0	2,7
2002	1,6	-3,6	3,2	2,1	1,5	1,7	2,6	1,8
2003	1,5	0,2	1,7	1,7	2,8	1,0	1,9	1,5
2004	1,9	6,6	0,9	1,4	2,2	0,3	2,1	1,6
2005	2,5	12,7	1,7	1,4	2,0	0,3	2,1	2,2
2006	2,3	7,3	3,3	1,6	2,1	0,9	2,1	1,8
À l'exclusion des variations de prix de nature principalement administrative ⁽⁴⁾								
2000 ⁽⁵⁾	3,0	16,8	0,2	1,5	1,2	0,7	2,4	
2001	2,6	1,9	6,9	2,2	2,1	1,9	2,5	
2002	1,9	-2,7	3,2	2,4	1,5	1,6	3,3	
2003	1,8	1,0	1,7	2,0	2,1	1,0	2,7	
2004	1,7	4,8	0,9	1,5	2,2	0,3	2,3	
2005	2,6	13,4	1,7	1,3	1,6	0,3	2,1	
2006	2,5	8,3	3,3	1,6	2,2	0,9	2,1	

Sources: CE; SPF Économie, PME, classes moyennes et énergie; BNB.

(1) Fruits, légumes, viande et poisson.

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

(3) IPCN, à l'exclusion des produits jugés nuisibles pour la santé, à savoir le tabac, les boissons alcoolisées, l'essence et le diesel.

(4) C'est-à-dire les mesures relatives à la redevance radiotélévision, les modifications de tarification dans les industries de réseau dans lesquelles la libéralisation est la plus poussée, à savoir les télécommunications, l'électricité et le gaz, et les modifications dans la fiscalité indirecte.

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

des accises sur le diesel et de la suppression, à la mi-2005, d'une taxe sur les emballages non recyclables introduite plus tôt dans l'année.

L'inflation a une fois de plus largement subi les répercussions de la globalisation de l'économie mondiale. Ce processus s'accompagne en effet d'importants changements des prix relatifs. Les prix relatifs des matières premières ont ainsi continué de grimper au cours de l'année sous revue. Le cours du pétrole brut a atteint un record en s'approchant du seuil des 80 dollars le baril de Brent au début du mois d'août. Il a toutefois reculé par la suite et, à partir d'octobre, il a fluctué aux alentours des 60 dollars le baril. Alors que la composante énergétique avait constamment exercé des tensions sur l'inflation en 2005 et durant les huit premiers mois de 2006, elle n'y a dès lors plus notablement contribué à la fin de l'année sous revue. En témoigne le fait que l'inflation est revenue à 1,9 p.c. au cours du quatrième trimestre, alors qu'elle atteignait encore 2,6 p.c. au premier trimestre. Les prix de l'énergie ont néanmoins encore apporté une sensible contribution à la hausse de l'IPCH pour l'ensemble de l'année sous revue, qui s'est élevée à 0,7 point de pourcentage en moyenne, contre 1,3 point en 2005. Cette contribution a été supérieure à celle observée dans la zone euro durant ces deux années. L'écart d'inflation positif, quoique limité, par rapport à la zone euro, est dès lors imputable à la plus grande sensibilité à court terme de l'IPCH de la Belgique aux fluctuations des cours du pétrole brut. Le renchérissement du pétrole brut observé au cours de l'année sous revue a, en outre, exercé des effets indirects sur les prix à la consommation, notamment sur ceux des biens industriels non énergétiques.

Le processus de mondialisation exerce, pour sa part, également un effet modérateur sur l'évolution du prix relatif des biens et services à forte intensité de main-d'œuvre, en particulier au travers des importations en provenance des pays à faibles coûts. Selon une récente étude de l'OCDE, l'effet de ces dernières aurait atteint pour la Belgique, au cours de la période allant du début de 2000 à la fin de 2005, de 0,2 à 0,4 point de pourcentage par an, soit un niveau supérieur à l'incidence haussière – estimée entre 0,1 et 0,2 point de pourcentage par an – exercée par la montée des cours des matières premières imputable à la mondialisation, à savoir 20 à 40 p.c. de l'augmentation observée des cours du pétrole brut et 10 p.c. des hausses des cours des métaux. Outre ce canal direct, la concurrence internationale accrue exerce aussi une influence modératrice sur l'évolution des coûts d'origine intérieure, en particulier sur celle des coûts salariaux par unité produite. En 2006, l'évolution modérée des salaires a limité la transmission de l'accroissement des cours des matières premières à la tendance sous-jacente de l'inflation.

Abstraction faite des variations de prix de nature administrative, celle-ci s'est néanmoins accélérée, passant de 1,3 p.c. en 2005 à 1,6 p.c.

5.2 Composantes volatiles de l'IPCH

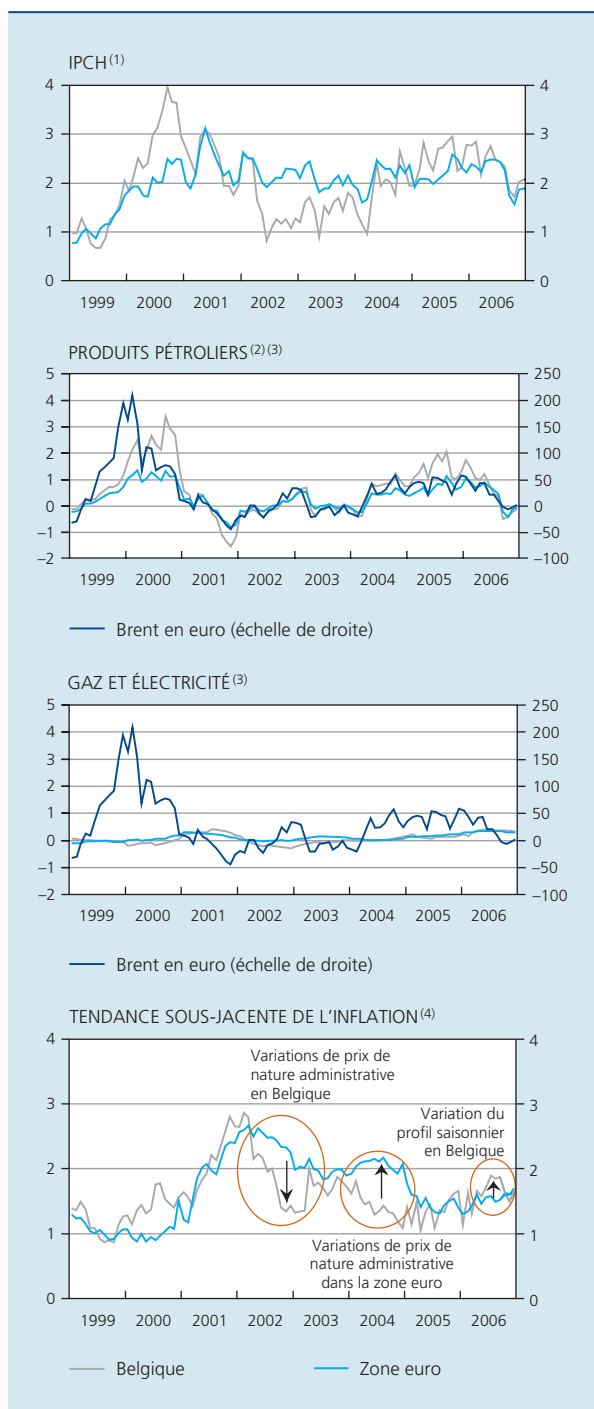
L'évolution de l'inflation enregistrée au cours de l'année sous revue a une fois de plus été influencée dans une large mesure par l'évolution des cours du pétrole brut. Celle-ci exerce un impact quasiment immédiat sur les prix à la consommation des produits pétroliers, tels que l'essence, le diesel et le mazout de chauffage. La contribution de ces trois produits à l'inflation totale, qui s'élevait encore à 1,7 point de pourcentage en janvier, a d'abord progressivement diminué, avant de devenir légèrement négative à partir de septembre, dans une large mesure en raison de l'évolution des cours du pétrole brut. L'évolution des prix de ces produits a aussi été déterminée dans une moindre mesure par deux facteurs qui ont quelque peu compensé l'effet haussier du renchérissement du pétrole brut, à savoir la baisse des accises sur le diesel, compte tenu du système de cliquet inversé introduit en mai 2005, et l'obtention par les consommateurs de réductions plus importantes sur les prix maximums fixés dans le « contrat-programme » (pour plus de détails, voir l'encadré 11).

Les variations de prix de ces trois produits pétroliers exercent un effet immédiat similaire, quoique moins prononcé, sur l'inflation dans la zone euro, tant durant les périodes où les cours du pétrole brut grimpent, comme ce fut le cas en 1999-2000 et en 2004-2006, que durant celles où ils baissent, comme en 2001. La plus grande sensibilité de l'IPCH de la Belgique aux fluctuations des cours du pétrole brut est attribuable à deux facteurs. D'une part, les produits pétroliers occupent une plus grande place dans le panier de consommation de la Belgique qui sert au calcul de l'IPCH, principalement en raison du poids plus important du mazout de chauffage. D'autre part, le prélèvement d'accises sur ces produits, dont le caractère forfaitaire tend à amortir l'effet des mouvements de cours, est en moyenne plus faible en Belgique que dans la zone euro. Alors que les accises sur l'essence sont quelque peu plus élevées en Belgique que dans la zone, celles sur le diesel et le mazout de chauffage sont sensiblement inférieures. Il en résulte que les cours du pétrole brut pèsent plus lourd dans la formation des prix à la consommation de ces trois produits pétroliers en Belgique que dans la zone euro.

Même si les prix à la consommation du gaz et de l'électricité dépendent jusqu'à un certain point de l'évolution des cours du pétrole brut, ils y sont moins sensibles et réagissent avec un certain délai. Les contrats de livraison

GRAPHIQUE 41 INFLATION EN BELGIQUE ET DANS LA ZONE EURO

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



Sources : CE, BNB.

- (1) À l'exclusion de l'effet estimé pour la Belgique, en janvier et juillet 2000, de la prise en compte à partir de 2000 des soldes dans l'IPCH.
- (2) Essence, diesel et mazout de chauffage.
- (3) Contribution à l'inflation totale, points de pourcentage.
- (4) Mesurée par l'IPCH, à l'exclusion des produits alimentaires non transformés et des produits énergétiques.

à long terme de gaz sont ainsi indexés sur l'évolution de ces cours avec un retard de six mois environ. L'incidence de ce facteur est, en outre, affaiblie par l'importance des coûts de transport et de distribution dans le prix de vente final du gaz. La transmission au prix de l'électricité est encore plus réduite, puisque la production de celle-ci ne recourt que dans une mesure relativement faible au pétrole et au gaz. De plus, les coûts de production et de distribution intérieurs pèsent davantage sur la structure des coûts de cette forme d'énergie. En outre, l'évolution du prix du gaz et de l'électricité ne se manifeste qu'avec un délai supplémentaire au niveau de l'IPCH puisque, en ce qui concerne les segments de marché qui, jusqu'au terme de l'année sous revue, n'étaient pas libéralisés – à savoir la Wallonie et Bruxelles –, l'indice est calculé sur la base des factures annuelles adressées par les distributeurs aux ménages. Le rythme de l'augmentation des prix de ces produits ne s'est, dès lors, progressivement accéléré qu'à partir de la mi-2004, et il n'a pas encore commencé à décélérer significativement au cours de l'année sous revue. La contribution du gaz et de l'électricité à l'inflation s'est élevée à 0,3 point de pourcentage en 2006, contre 0,1 point en 2005. Dans la zone euro, l'évolution du prix du gaz et de l'électricité suit également celle des cours du pétrole brut avec un certain délai, et elle y est aussi moins prononcée. La transmission des fluctuations des cours du pétrole brut à ces produits ne semble donc pas être une source d'asymétrie dans l'évolution de l'inflation en Belgique et dans la zone euro.

Globalement, les produits énergétiques se sont renchérissés de 7,3 p.c. en moyenne en 2006, contre 12,7 p.c. en 2005.

Outre l'évolution des prix des produits énergétiques, celle des prix des produits alimentaires non transformés constitue aussi traditionnellement une source de variations à court terme de l'inflation. Ces prix sont, en effet, dans une large mesure déterminés par des conditions d'offre parfois très instables. Celles-ci se sont avérées globalement négatives au cours de l'année sous revue, principalement en raison des conditions météorologiques, alors qu'elles étaient plutôt neutres en 2005. L'augmentation des prix des produits alimentaires non transformés s'est dès lors accélérée, passant de 1,7 p.c. en 2005 à 3,3 p.c. en 2006.

Encadré 11 – Facteurs qui ont tempéré l'incidence directe des hausses des cours du pétrole

Ces dernières années, le fort renchérissement du pétrole brut a sensiblement accéléré l'inflation. Afin de freiner la hausse des prix de l'essence et du diesel, le gouvernement fédéral a gelé, en mai 2005, le système de cliquet originel, qu'il avait introduit, en août 2003, dans le but de relever les accises sur l'essence et le diesel, et a mis en place un système de cliquet inversé visant à abaisser les accises.

Le système de cliquet originel disposait que la moitié de chaque baisse de prix résultant de l'application du « contrat-programme » serait compensée par un relèvement permanent des accises, jusqu'à ce qu'un montant maximum annuel cumulé fixé par la loi soit atteint. Un même plafond a été fixé pour l'essence et le diesel en 2004, à savoir 2,8 cents d'euro par litre. Alors que ce seuil est resté en vigueur en 2005 pour l'essence, il a été porté à un maximum de 3,5 cents d'euro par litre pour le diesel. Initialement, ce système devait rester d'application jusqu'en 2007.

En vertu du nouveau système de cliquet inversé, chaque augmentation des recettes de TVA générée par une hausse de prix découlant du « contrat-programme » est entièrement compensée par une diminution des accises, pour autant que les prix fixés par le « contrat-programme » dépassent les seuils de 1,10 euro par litre pour le diesel et 1,50 euro pour l'essence. Les accises sur le diesel ont, de la sorte, été abaissées d'environ 5 cents d'euro par litre entre juillet 2005 et la fin d'août 2006. En d'autres termes, si cette mesure n'avait pas été prise et compte tenu du fait que 21 p.c. de TVA auraient également été prélevés sur ces accises allégées, le prix du diesel aurait été supérieur d'environ 6 cents d'euro par litre à la fin de l'année sous revue. Aucune baisse n'a été enregistrée en ce qui concerne l'essence, puisque le prix maximum n'a pas dépassé le seuil d'activation de la mesure.

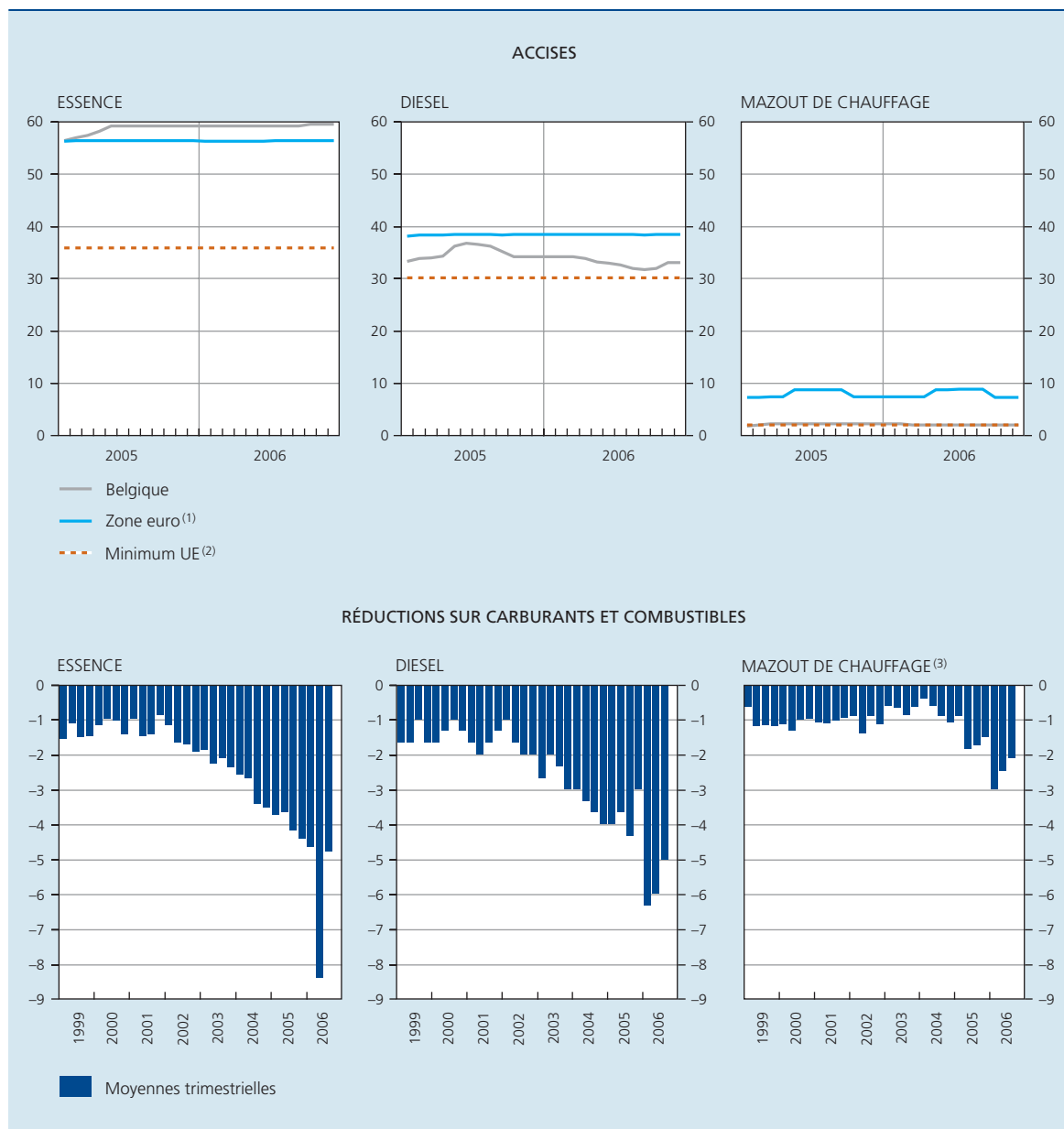
Dans la pratique, l'introduction du système de cliquet inversé a donc conduit à un nouvel accroissement de la différence entre les prix du diesel et de l'essence depuis la mi-2005. Les allègements d'accises ainsi accordés sont définitivement acquis, même si les cours du pétrole repartent à la baisse, comme cela a été le cas depuis septembre 2006. Les accises sur le diesel sont, dès lors, à nouveau largement inférieures à la moyenne européenne, et elles ont même été proches du taux minimum européen à la fin du mois d'août. En novembre, les accises sur le diesel non mélangé ont toutefois été majorées de 1 cent d'euro par litre, afin de parvenir à un taux d'accises différencié pour, respectivement, le diesel non mélangé et le biodiesel.

Un autre facteur qui a limité l'incidence directe de la hausse des cours du pétrole brut est le fait que le secteur de la distribution a accordé au fil des ans aux consommateurs qui achetaient des produits pétroliers des rabais croissants par rapport aux prix maximums fixés par le « contrat-programme ». Une estimation de la réduction moyenne peut être obtenue en comparant le prix à la consommation moyen enregistré pour l'IPCH au prix maximum en vigueur au même moment. Il en ressort que la différence entre ces deux prix a systématiquement augmenté ces dernières années. Durant les neuf premiers mois de 2006, la réduction accordée pour l'essence et le diesel s'élevait en moyenne à 6 cents d'euro par litre, alors qu'elle avait toujours fluctué entre 1 et 2 cents d'euro de 1999 à 2002. La remise moyenne accordée pour le mazout de chauffage a aussi augmenté, passant d'environ 1 cent d'euro par litre de 1999 à 2002 à 2,5 cents d'euro pendant les trois premiers trimestres de 2006. Cette majoration des rabais pourrait résulter de l'élévation des cours du pétrole elle-même, qui rend la répercussion de la hausse des coûts moins aisée, parce que la demande est devenue plus élastique. Elle pourrait toutefois également être le signe que le degré de concurrence s'est accru du côté de la distribution de produits pétroliers, même si le fait que certaines stations-service accordent des réductions beaucoup plus importantes semble prouver que ce marché est toujours très segmenté et qu'il continue de se caractériser par une concurrence imparfaite.

Compte tenu du poids des divers produits dans l'IPCH, on peut estimer l'incidence de la hausse des réductions accordées dans la distribution de produits pétroliers de 2002 à 2006 à 0,15 point de pourcentage. En ce qui concerne le système de cliquet inversé, l'effet cumulé s'élève à 0,06 point. Ces deux facteurs ont donc contribué

ACCISES ET RÉDUCTIONS ACCORDÉES DANS LA DISTRIBUTION DE PRODUITS PÉTROLIERS

(cents d'euro par litre)



Sources : CE, BNB.

(1) Niveau moyen des accises dans la zone euro résultant d'une pondération par les quantités consommées dans chaque pays.

(2) Niveau minimum des accises d'application depuis le 1^{er} janvier 2004.

(3) Livraisons supérieures à 2.000 litres.

conjointement à réduire le niveau agrégé des prix à hauteur de 0,21 point de pourcentage. La réduction que le gouvernement fédéral avait accordée à la fin de 2005 sur le montant de la facture de mazout de chauffage n'a pas eu de répercussions sur le niveau des prix en 2006, puisque cette mesure n'était plus en vigueur. Eu égard aux conventions statistiques en usage pour l'établissement de l'indice des prix, la réduction similaire qui a provisoirement été accordée au cours de l'année sous revue aux ménages se chauffant au gaz n'a pour sa part exercé aucune influence sur l'évolution des prix des produits énergétiques enregistrée au niveau de l'IPCH.

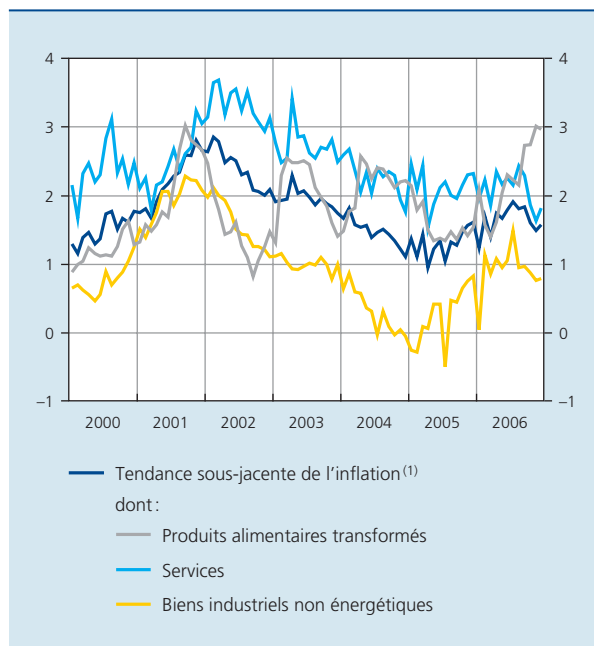
5.3 La tendance sous-jacente de l'inflation

L'élimination des composantes volatiles de l'IPCH permet d'obtenir un indicateur de la tendance sous-jacente de l'inflation, même si l'utilisation de ce concept est probablement devenue moins pertinente dans le contexte actuel, dès lors que son mode de calcul implique un traitement asymétrique des effets de la mondialisation. En effet, cet indicateur d'inflation sous-jacente exclut l'incidence directe du renchérissement de l'énergie, qui résulte en partie de la forte expansion de la demande dans les pays émergents, alors que la pression à la baisse exercée par la globalisation de l'économie mondiale sur les prix des produits manufacturés n'est, elle, pas neutralisée.

En Belgique, cet indicateur présente un profil correspondant globalement à celui de l'ensemble de la zone euro. Seuls certains facteurs temporaires, comme les variations de prix de nature administrative, ont été à l'origine de quelques asymétries depuis le lancement de l'Union monétaire. Ainsi, la tendance sous-jacente de l'inflation en Belgique a fortement baissé en 2002 et 2003, consécutivement à la suppression de la redevance radiotélévision en Flandre et à Bruxelles et à sa réduction en Wallonie,

GRAPHIQUE 42 TENDANCE SOUS-JACENTE DE L'INFLATION

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



Sources : CE, BNB.

(1) Mesurée par l'IPCH, à l'exclusion des produits alimentaires non transformés, des produits énergétiques, des variations de prix de nature principalement administrative et de l'effet estimé, en janvier et juillet 2000, de la prise en compte à partir de 2000 des soldes dans l'IPCH.

tandis que des variations de prix de nature administrative ont exercé une forte pression à la hausse dans la zone euro en 2004. Depuis 2005, les tendances sous-jacentes de l'inflation en Belgique et dans la zone euro présentent à nouveau une évolution parallèle. Cette situation est restée inchangée au cours de l'année sous revue, si l'on tient compte du fait que la hausse temporaire enregistrée pendant les mois d'été en Belgique résulte essentiellement d'une modification du profil saisonnier de l'IPCH, qui découle à son tour d'une actualisation, dans le calcul de l'indice, du panier dédié aux vacances.

Pour déterminer la mesure dans laquelle les forces de marché ont influencé la tendance sous-jacente de l'inflation, il est préférable de ne pas tenir compte des variations de prix de nature administrative. En Belgique, les variations de prix de nature administrative ont principalement influencé l'évolution des prix des produits alimentaires transformés. Elles sont dues aux hausses des prix du tabac, mais également à l'introduction, au début de 2005, d'une taxe sur les emballages non recyclables, qui a été supprimée la même année. Cette dernière mesure a dès lors influencé la variation annuelle de cette composante à la hausse au cours du premier semestre de 2005 et à la baisse au premier semestre de 2006. Abstraction faite de ces variations de nature administrative, la tendance sous-jacente de l'inflation s'est affermie, passant de 1,3 p.c. en 2005 à 1,6 p.c. en 2006. À la fin de l'année sous revue, cette accélération semblait cependant avoir atteint son terme. Ce mouvement haussier traduit principalement la transmission du renchérissement du pétrole brut et des autres matières premières. Son incidence à la hausse a toutefois été partiellement compensée par l'effet modérateur qu'exerce la mondialisation via les importations de produits manufacturés et l'évolution relativement modérée des salaires.

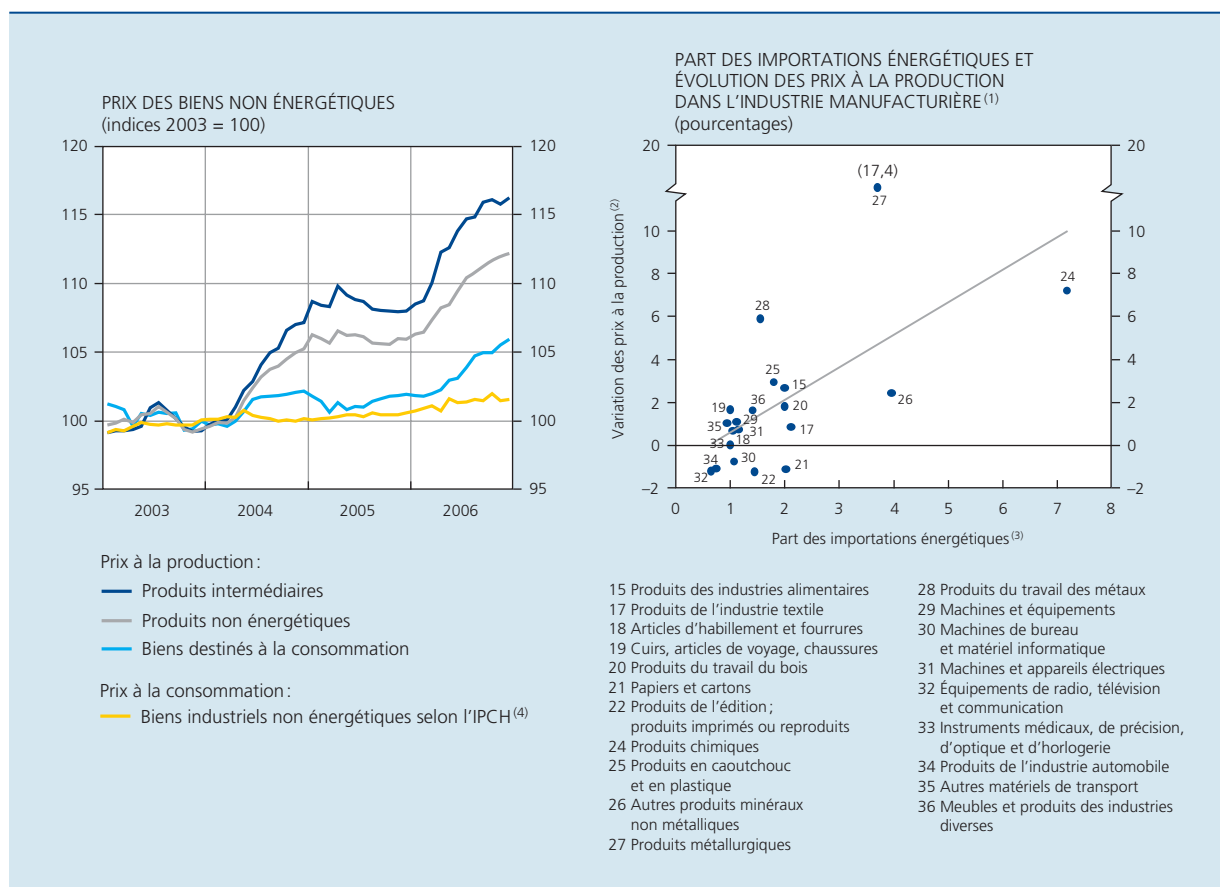
Au niveau des prix à la production, c'est-à-dire au stade qui précède la consommation, la transmission du renchérissement du pétrole brut et des autres matières premières est particulièrement marquée pour les produits intermédiaires. Ce sont, en effet, des produits qui comportent relativement peu de valeur ajoutée, et qui sont donc plus vulnérables aux variations des prix des matières premières. Quant aux prix à la production des produits destinés à la consommation, ils semblent avoir été relativement épargnés, du moins jusqu'à la fin de 2005, période après laquelle s'est amorcé un mouvement de hausse continu tout au long de 2006. Le fait que la part de la valeur ajoutée intérieure soit nettement plus élevée à ce stade ultérieur de production que pour les produits intermédiaires explique non seulement le caractère limité de la transmission, mais aussi pourquoi celle-ci s'est fait ressentir plus tard, étant donné que dans ce cas

il existe une plus grande latitude pour ne pas répercuter immédiatement les hausses des coûts sur les prix de vente. Cet argument explique également que les prix à la consommation des produits industriels non énergétiques enregistrés dans l'IPCH sont moins sensibles que les prix à la production des produits destinés à la consommation. La part représentée par les coûts intérieurs est, en effet, plus importante encore au niveau des prix à la consommation, notamment parce que ces derniers englobent les coûts liés au transport et à la distribution.

Une analyse plus détaillée de la relation entre prix et coûts pour vingt sous-secteurs non énergétiques de l'industrie manufacturière fait également apparaître que la structure des coûts constitue un déterminant-clé de la transmission observée. Ainsi, l'évolution des prix depuis 2003 présente une corrélation positive avec la part représentée par l'énergie dans les coûts de production, obtenue par le biais de l'analyse des coûts cumulés sur la base du tableau

input-output de 2000. Cette corrélation est cependant relativement limitée, ce qui peut s'expliquer par différents facteurs. Tout d'abord, l'approche des coûts cumulés sous-estime la véritable importance de l'énergie dans la formation des prix, puisque les importations non énergétiques comportent elles aussi le plus souvent une part d'énergie qui n'a pas pu être identifiée et qui peut varier d'un secteur à l'autre. Ensuite, cette analyse bivariée ne tient pas compte du rôle éventuel que pourraient exercer d'autres facteurs que l'évolution des prix de l'énergie. Ainsi, il est frappant de constater que les produits dont les variations des prix à la production sont les plus élevées – les produits métallurgiques et les produits du travail des métaux – sont précisément ceux dont les prix sont aussi influencés par la hausse prononcée des prix des matières premières métalliques. De plus, il apparaît que parmi les secteurs qui affichent une évolution de prix relativement modérée, certains sont ceux qui sont généralement considérés comme étant affectés par le phénomène de la

GRAPHIQUE 43 TRANSMISSION DU RENCHÉRISSEMENT DU PÉTROLE BRUT ET DES AUTRES MATIÈRES PREMIÈRES



Sources : ICN ; SPF Économie, PME, classes moyennes et énergie ; BNB.

(1) À l'exclusion des produits énergétiques.

(2) Variations de janvier 2003 à septembre 2006, exprimées en taux de croissance annuelle.

(3) Parts des importations énergétiques dans les coûts cumulés, calculés au moyen du tableau input-output le plus récent (2000).

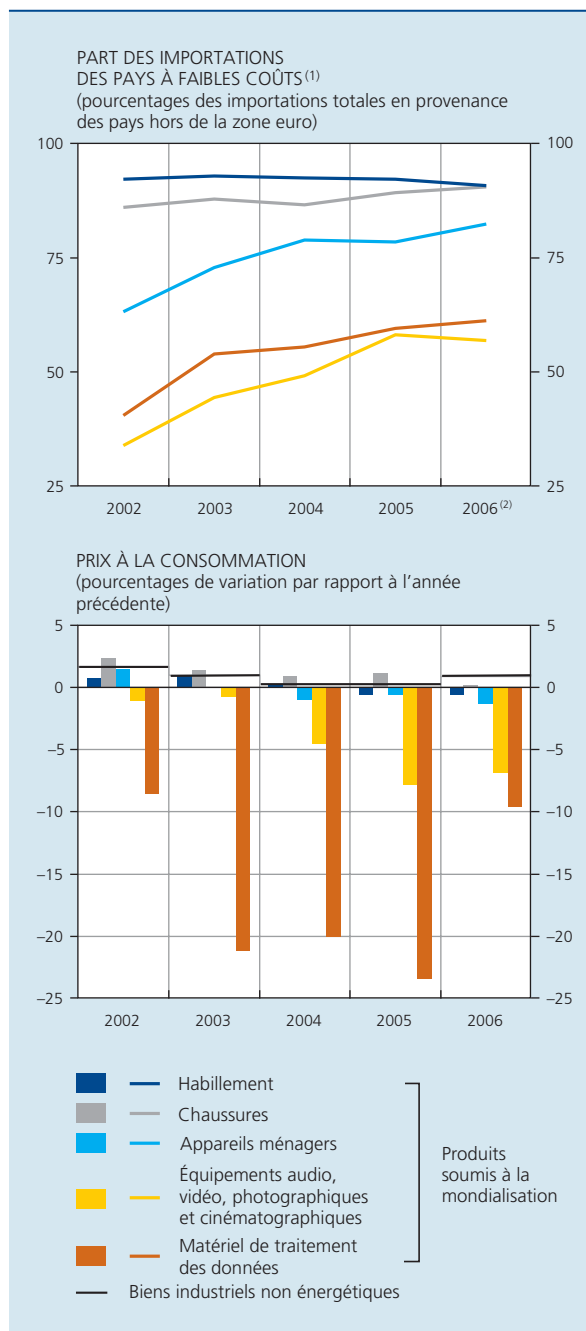
(4) À l'exclusion de l'effet estimé des soldes en janvier et juillet de chaque année.

mondialisation. C'est le cas des articles d'habillement, des machines de bureau et du matériel informatique, ou des équipements de radio, télévision et communication.

Cet effet compensatoire de la mondialisation s'est également manifesté dans l'évolution des prix de certains produits non énergétiques de l'IPCH, notamment en raison de l'évolution relativement modérée des prix à la production des produits précités, mais aussi parce qu'une partie croissante de la consommation de ces produits est importée directement de pays à faibles coûts. En dépit de l'accélération généralisée de la croissance des prix des produits industriels non énergétiques enregistrée en 2006, un mouvement en sens contraire a été noté pour l'habillement, les chaussures et les appareils ménagers, tandis que les prix des équipements audio, vidéo, photographiques et cinématographiques ainsi que du matériel de traitement des données ont continué de ralentir, quoiqu'à un rythme moindre qu'en 2005. Il est généralement admis que la mondialisation exerce une influence non négligeable sur les prix de ces produits. Cependant, les fluctuations de prix des équipements audio, vidéo, photographiques et cinématographiques et du matériel de traitement des données résultent également des grands progrès technologiques réalisés. De plus, le mouvement des prix du matériel de traitement des données relevé dans l'IPCH belge a, dans une certaine mesure, été influencé à la baisse par le passage, en 2003, à une nouvelle méthode d'ajustement pour les changements de qualité.

La tendance sous-jacente de l'inflation a, par ailleurs, présenté une évolution globalement modeste, étant donné que la pression inflationniste d'origine intérieure est restée limitée. Par conséquent, l'inflation des services s'est stabilisée autour de 2 p.c. pour la deuxième année d'affilée, en dépit d'un effet temporaire à la hausse enregistré pendant les mois d'été, consécutivement à la modification du profil saisonnier du panier. Ce résultat s'explique principalement par la modération des évolutions salariales qui, comme dans d'autres pays de la zone euro, est en partie due à la mondialisation. En Belgique, la modération salariale en 2006 s'explique aussi en partie par l'introduction d'un nouvel indice des prix à la consommation national en janvier (pour plus de détails, voir l'encadré 12). Plus fondamentalement, ce résultat montre que l'incidence de la hausse des prix du pétrole s'est cantonnée aux effets de premier tour, directs et indirects, et que les effets de contagion de second tour ne se sont que très peu manifestés en 2006.

GRAPHIQUE 44 MONDIALISATION ET PRIX À LA CONSOMMATION



Sources : CE ; ICN ; SPF Économie, PME, classes moyennes et énergie.

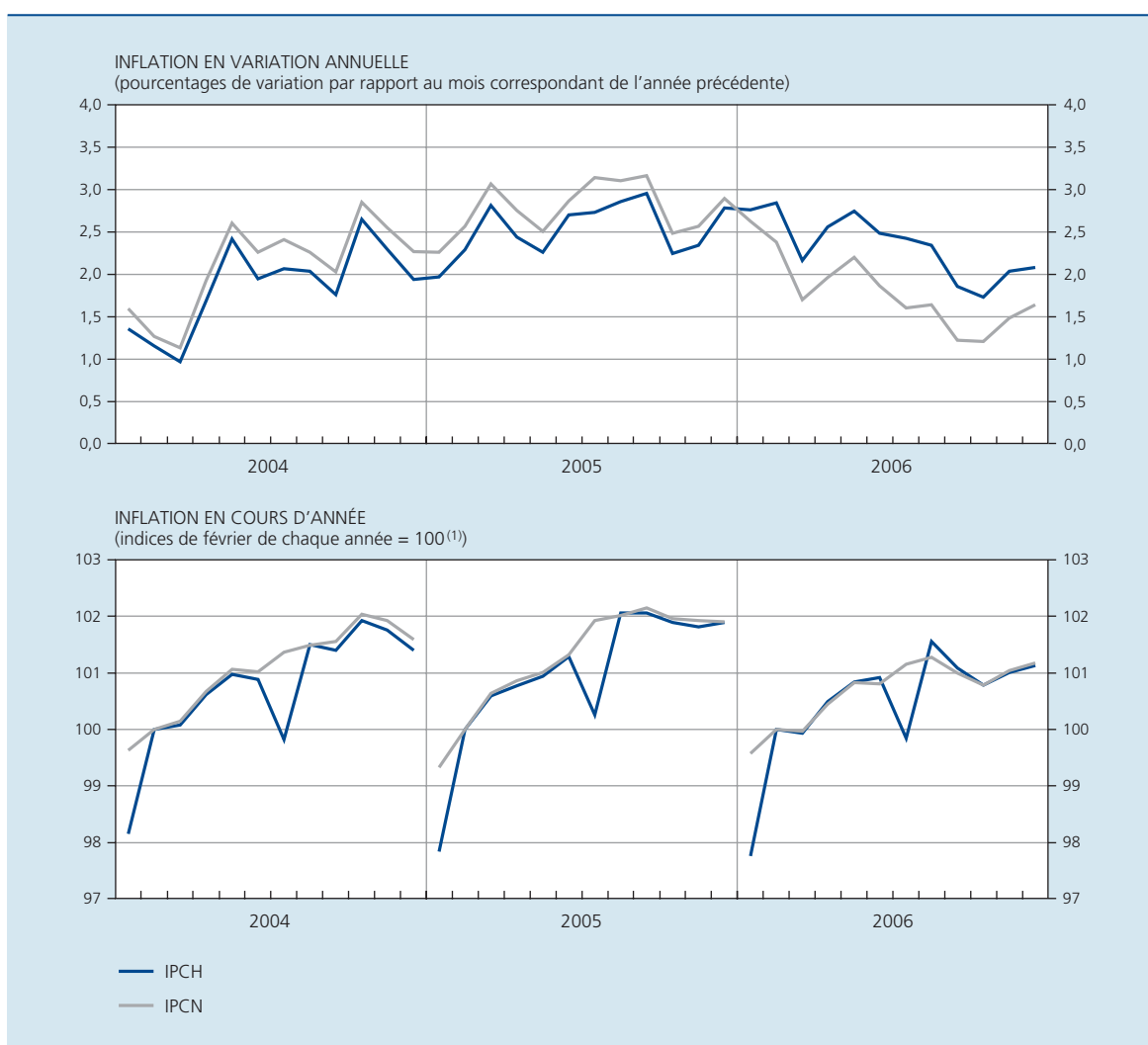
(1) Les pays à faibles coûts sont tous les pays hors de la zone euro à l'exception de l'Australie, du Canada, du Danemark, des États-Unis, du Japon, de la Norvège, de la Nouvelle-Zélande, du Royaume-Uni, de la Suède et de la Suisse.

(2) Données des neuf premiers mois.

Encadré 12 – Réforme de l'indice des prix à la consommation national

Depuis l'introduction de l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) en 1997, deux mesures d'inflation coexistent en Belgique pour les biens et services consommés par les ménages. L'IPCH est un indicateur essentiel pour la politique monétaire. Le Conseil des gouverneurs de l'Eurosystème a, en effet, défini la stabilité des prix sur cette base. En Belgique, l'indexation des revenus a pour référence l'indice des prix à la consommation national (IPCN) et, depuis 1994, l'indice-santé qui en est dérivé. Pour cette raison, l'élaboration et le calcul de cet indice font l'objet d'une concertation entre les partenaires sociaux au sein de la Commission de l'indice et du Conseil national du travail. Cette implication des partenaires sociaux est une spécificité purement belge et ne porte pas sur l'IPCH belge.

INCIDENCE DE LA RÉFORME DE L'INDICE DES PRIX À LA CONSOMMATION NATIONAL



Sources : CE, BNB.

(1) Étant donné que l'IPCH est influencé par les soldes depuis leur premier enregistrement en 2000, le mois de février a été préféré au mois de janvier comme base des indices calculés selon cette méthode.



En janvier 2006, un nouvel IPCN a été introduit en raison de l'obsolescence de l'indice en vigueur jusqu'à la fin de 2005. Le panier de produits et les pondérations utilisés pour cet indice étaient en effet encore basés sur la structure de consommation des particuliers des années 1995-1996 en n'avaient fait l'objet d'aucune mise à jour depuis son introduction en janvier 1998. De plus, il s'est avéré nécessaire d'ajuster les prix observés de certains biens pour tenir compte des changements de leur qualité, par analogie avec l'IPCH. Les partenaires sociaux, réunis au sein de la Commission de l'indice, sont parvenus à un accord à ce sujet en décembre 2005. Le vieillissement de l'indice national était devenu évident dans les années 2004-2005 et n'est pas resté sans effet sur l'inflation. Pendant cette période, les écarts entre l'inflation mesurée par l'indice national et celle mesurée par l'IPCH se sont élevés à quelque 0,25 point de pourcentage par an. Il va sans dire qu'un écart de cette ampleur a exercé une influence non négligeable sur le rythme de croissance de l'indice-santé des prix à la consommation et, par conséquent, sur celui des coûts salariaux au cours de la période 2004-2005.

Grâce à sa révision, l'IPCN présente à nouveau de grandes similitudes avec l'IPCH. Ainsi, les deux indices ont enregistré des évolutions très proches en 2006, si ce n'est que, comme les soldes sont prises en compte dans l'IPCH et pas dans l'IPCN, le niveau de ce premier est systématiquement entraîné à la baisse tous les ans en janvier et en juillet. Ce parallélisme relevé en 2006 contraste avec les années 2004 et 2005, où les deux indices se sont progressivement éloignés l'un de l'autre en cours d'année.

Cependant, l'inflation mesurée par la variation annuelle de l'IPCN a été fortement influencée à la baisse en 2006 par les modalités de l'introduction du nouvel indice. Le coefficient de conversion permettant de passer de l'ancien au nouvel indice national repose, en effet, sur les niveaux moyens que ces deux indices ont respectivement atteints en 2004. Ainsi, le surplus dans la mesure de l'inflation enregistré depuis 2004 par l'ancien indice a, dans la pratique, été intégralement compensé en 2006. En conséquence, la variation annuelle de l'IPCN s'est élevée à 1,8 p.c. au cours de l'année sous revue, tandis que l'inflation mesurée par l'IPCH a atteint 2,3 p.c. Les partenaires sociaux ont globalement suivi la même méthode au sein du Conseil national du travail pour fixer le coefficient de conversion applicable à l'indice-santé. La conversion a dès lors nettement influencé à la baisse la variation annuelle de l'indice-santé en 2006, qui s'est établie à 1,8 p.c. La partie des indexations octroyées en 2004 et 2005 du fait de l'obsolescence de l'indice a, par voie de conséquence, été contrebalancée dans le courant de l'année 2006. Étant donné que le passage de l'ancien au nouvel indice n'influence que les variations annuelles en 2006, les chiffres pour l'inflation mesurés par les deux indices devraient être plus comparables à partir de 2007.

Il a de plus été décidé de procéder désormais tous les deux ans à une actualisation partielle de l'IPCN, ce qui est un progrès important en vue du maintien de sa représentativité. La flexibilité accrue de l'IPCH en matière d'actualisation et son efficacité plus grande en matière d'adaptation pour les changements de qualité continuent toutefois de faire de celui-ci un indice plus précis.

Plusieurs défis devront encore être relevés en dépit des progrès réalisés. Les principales améliorations à réaliser au niveau européen résident dans le traitement des frais de logement liés aux habitations occupées par leurs propriétaires, qui ne sont pour l'instant pas pris en compte dans l'IPCH, ainsi que dans l'harmonisation et la généralisation des ajustements pour les changements de qualité. Elles concernent a fortiori également l'IPCH belge et, plus particulièrement, l'IPCN, pour lequel les ajustements pour les changements de qualité restent plus limités, en dépit de la réforme de 2006. Pour la Belgique, plus spécifiquement, d'autres défis importants sont l'actualisation des données sur la structure du commerce de détail et la généralisation à un plus grand nombre de produits de l'agrégation élémentaire au moyen de la moyenne géométrique. Dans les deux cas, l'IPCH et l'IPCN devraient mieux refléter les effets de substitution entre points de vente et entre produits. L'introduction du nouvel indice national a une nouvelle fois illustré l'importance de veiller à la qualité et à la représentativité de la mesure de l'inflation.

6.

6.1 Recettes, dépenses et solde de financement

Les comptes des administrations publiques se sont clôturés en léger surplus pendant l'année sous revue. Ainsi, l'objectif d'équilibre budgétaire fixé dans le programme de stabilité de décembre 2005 a été respecté. Pour y parvenir, le gouvernement a pu s'appuyer, d'une part, sur une croissance qui a dépassé de presque 1 point de pourcentage celle prévue lors de l'établissement du programme, d'autre part, sur des mesures non récurrentes qui ont de nouveau été importantes.

En ce qui concerne l'année 2005, des statistiques divergentes de solde budgétaire sont diffusées par l'ICN et Eurostat. Selon les comptes des administrations publiques publiés par l'ICN en septembre 2006, un excédent de 0,1 p.c. du PIB a été réalisé en 2005 et c'est cette donnée qui a été notifiée à la CE dans le cadre de la procédure sur les déficits publics excessifs (EDP).

En octobre 2006, ce chiffre a cependant été adapté par Eurostat. Contrairement à l'ICN, cet organisme était d'avis que le Fonds de l'infrastructure ferroviaire (FIF), créé en 2005, relevait du secteur des administrations publiques et que le transfert, vers ce Fonds, de la majeure partie de la dette de la Société nationale des chemins de fer belges (SNCB), à l'occasion de la restructuration de cette dernière le 1^{er} janvier 2005, devait être considéré comme une reprise de dette par les administrations publiques, et à ce titre comme une dépense à charge de celles-ci. D'après ce raisonnement, cette reprise, d'un montant de 7,4 milliards d'euros, aurait dès lors dû être enregistrée comme un transfert en capital dans les dépenses publiques, avec comme conséquence que le solde budgétaire de 2005 se serait établi en déficit, à 2,3 p.c. du PIB.

Si cette reprise n'exerce aucune incidence directe sur le résultat budgétaire de 2006, vu sa nature non récurrente, il n'en va pas de même du choix de classification sectorielle adopté pour le FIF, les dépenses d'intérêts de cette

TABLEAU 27 NORMES RELATIVES AU BESOIN (-) OU À LA CAPACITÉ DE FINANCEMENT DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES BELGES⁽¹⁾
(pourcentages du PIB)

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Programme de stabilité et mises à jour successives									
Novembre 2002	0,0	0,0	0,3	0,5					
Novembre 2003		0,2	0,0	0,0	0,0	0,3			
Décembre 2004			0,0	0,0	0,0	0,3	0,6		
Décembre 2005				0,0	0,0	0,3	0,5	0,7	
Décembre 2006					0,0	0,3	0,5	0,7	0,9
<i>p.m. Réalisations</i>									
<i>Selon l'optique d'Eurostat⁽²⁾</i>	0,0	0,0	0,0	-2,3	0,1 e				
<i>Selon l'optique de l'ICN⁽²⁾</i>	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1 e				

Sources: CE, ICN, SPF Finances, BNB.

(1) Selon la méthodologie utilisée dans le cadre de la procédure sur les déficits publics excessifs (EDP). Cette méthodologie diffère de celle du SEC 95, qui a été adaptée en 2001 pour exclure du calcul du solde de financement les gains nets d'intérêts provenant de certaines transactions financières, telles que les contrats d'échange (*swaps*) et les contrats à garantie de taux (*FRA*).

(2) Selon l'optique de l'ICN, le Fonds de l'infrastructure ferroviaire (FIF), créé dans le contexte de la restructuration de la SNCB le 1^{er} janvier 2005, relève du secteur des sociétés non financières. Selon l'optique d'Eurostat, ce Fonds est classé dans le secteur des administrations publiques et la reprise de dette de la SNCB auquel il a procédé doit être enregistrée comme un transfert en capital de ce secteur vers celui des sociétés non financières.

entité étant légèrement inférieures à ses recettes. Ces dernières consistent en une rétribution pour la mise à la disposition d'Infrabel de l'infrastructure ferroviaire, dont le Fonds est propriétaire, et en un transfert en capital que les administrations publiques versent au Fonds, afin de lui permettre de réduire progressivement sa dette. Le résultat budgétaire de l'année sous revue est donc un peu moins bon d'après l'optique de l'ICN que selon celle d'Eurostat, mais, compte tenu de l'arrondi, la différence est imperceptible lorsqu'il est exprimé en pourcentage du PIB, correspondant également à un surplus de 0,1 p.c.

Le nouveau programme de stabilité de 2006 a confirmé les engagements pris en 2005, c'est-à-dire un excédent de 0,3 p.c. du PIB en 2007, qui progresserait ensuite chaque année, jusqu'en 2013, de 0,2 point de pourcentage, pour être porté à 1,5 p.c. du PIB et maintenu à ce niveau jusque 2018. Ces objectifs ont été inclus, depuis 2005, dans la loi du 5 septembre 2001 portant garantie d'une réduction continue de la dette publique et création d'un Fonds de vieillissement, qui reprend la trajectoire budgétaire du programme de stabilité jusqu'à l'année 2012.

Encadré 13 – Influence des facteurs non récurrents sur le solde de financement des administrations publiques

Les facteurs non récurrents peuvent être décrits comme les éléments qui exercent une incidence significative sur les recettes ou les dépenses des administrations publiques, mais dont l'influence ne porte que sur un an, ou sur un petit nombre d'années tout au plus. Depuis la réforme du pacte de stabilité et de croissance en 2005, l'appréciation de la situation des finances publiques des États membres de la zone euro s'opère sur la base des soldes budgétaires corrigés de l'influence des facteurs cycliques et non récurrents. De la sorte, l'attention se porte désormais plutôt sur la tendance sous-jacente de la politique budgétaire et l'accent est mis sur des finances publiques structurellement saines.

Lors de la confection des budgets en Belgique, un recours important à des mesures non récurrentes pour flatter l'évolution du solde de financement est fréquemment constaté, comme par exemple dans les années 1980 avec la débudgétisation des aides aux secteurs nationaux ou dans les années 1990 avec la privatisation de certaines entreprises publiques ou des anticipations de dividendes ou participations aux bénéficiaires à verser par celles-ci. Bon nombre de ces opérations n'ont d'ailleurs plus été reprises ultérieurement dans le calcul du solde de financement des administrations publiques à la suite de révisions des règles comptables en usage pour l'établissement des comptes nationaux. La tendance à faire appel à ce genre de mesures a également été observée les dernières années. Ainsi, leur utilisation avait atteint un niveau particulièrement élevé en 2003, lorsqu'elles avaient permis d'améliorer la situation budgétaire de 1,2 p.c. du PIB. En 2006 aussi, elles ont sensiblement allégé le solde de financement, de 0,7 p.c. du PIB, un niveau comparable à celui constaté en 2004. En 2005, elles l'avaient en revanche alourdi à concurrence de 2 p.c. du PIB, en raison du transfert, le 1^{er} janvier 2005, de la majeure partie des dettes de la SNCB vers le FIF. Abstraction faite de cette opération, les facteurs non récurrents avaient exercé durant cette année-là une incidence favorable sur le solde budgétaire des administrations publiques, de 0,4 p.c. du PIB.

En fonction de leur influence sur les finances publiques, les facteurs non récurrents peuvent être répartis en facteurs ou mesures de nature ponctuelle et en mesures dont l'effet se neutralise sur plusieurs années.

Les facteurs ponctuels n'influencent le budget des administrations publiques de manière directe que l'année au cours de laquelle ils sont mis en œuvre. En Belgique, il s'agit notamment de régularisations fiscales, de reprises de dette, d'interventions temporaires dans les charges liées à la consommation d'énergie et, en 2006, de l'effet de l'accélération structurelle des enrôlements de l'impôt des sociétés.

Les autres mesures, dont l'incidence est compensée les années qui suivent leur mise en œuvre, peuvent à leur tour être classées en deux catégories, selon que leurs retombées ultérieures s'exercent à court ou à long terme. La première comprend les glissements qui s'opèrent au niveau de la perception des impôts, notamment entre le précompte professionnel et l'enrôlement, les glissements dans le financement du Groupe SNCB et la titrisation

FACTEURS NON RÉCURRENTS ⁽¹⁾

(millions d'euros, sauf mention contraire)

	2003	2004	2005	2006
Facteurs ponctuels				
Régularisations fiscales	0	498	0	75
Reprise de la dette de la SNCB par le FIF	0	0	-7.400	0
Interventions dans les frais de chauffage	0	0	-145	-97
Enrôlement accéléré de l'impôt des sociétés	0	0	0	700
Autres ⁽²⁾	-546	-259	225	0
Mesures avec incidence réversible				
Avec influence à court terme				
Glissements dans la perception des impôts	-227	184	205	0
Glissement dans le financement du Groupe SNCB	-1.051	1.051	0	0
Titrisation des arriérés fiscaux	0	0	439	486
Avec influence à long terme ⁽³⁾				
Ventes d'actifs immobiliers	195	689	171	953
Transferts en capital en contrepartie de la reprise d'engagements de retraites	5.000	151	481	0
Incidence sur le solde de financement				
Selon l'optique d'Eurostat				
Millions d'euros	3.371	2.314	-6.024	2.117
Pourcentages du PIB	1,2	0,8	-2,0	0,7
Selon l'optique de l'ICN ⁽⁴⁾				
Pourcentages du PIB	1,2	0,8	0,4	0,7

Sources: documents budgétaires, BNB.

(1) Un chiffre positif (négatif) indique une amélioration (détérioration) du solde de financement des administrations publiques résultant de facteurs non récurrents.

(2) Les autres facteurs ponctuels portent, pour 2005, sur un transfert en capital aux administrations publiques par Aquafin, consécutivement à un différend relatif au taux de TVA à appliquer (225 millions d'euros). Pour 2006, un glissement dans le financement du Groupe SNCB a entraîné une baisse ponctuelle des subsides (100 millions d'euros), mais cet effet a été compensé par un paiement exceptionnel de la Communauté flamande aux sociétés de distribution d'eau et à Aquafin (quelque 100 millions d'euros).

(3) Étant donné que les facteurs non récurrents sont définis comme des éléments qui exercent une influence significative sur les finances publiques pendant une année ou un petit nombre d'années tout au plus, il n'est pas tenu compte pour les mesures qui ont une influence à long terme de leurs retombées ultérieures, qui du reste sont parfois difficiles à évaluer sur une base fiable. Cette convention permet d'éviter que des écarts persistants entre soldes budgétaires nominal et structurel soient constatés sur une longue période en l'absence de nouveaux facteurs non récurrents.

(4) Selon l'optique de l'ICN, le Fonds de l'infrastructure ferroviaire (FIF), créé dans le contexte de la restructuration de la SNCB le 1^{er} janvier 2005, relève du secteur des sociétés non financières. Selon l'optique d'Eurostat, ce Fonds est classé dans le secteur des administrations publiques et la reprise de dette de la SNCB auquel il a procédé doit être enregistrée comme un transfert en capital de ce secteur vers celui des sociétés non financières.

d'arriérés d'impôts. La seconde comprend les ventes de biens immobiliers – lorsqu'il s'agit de bâtiments publics vendus pour être ensuite loués par des administrations – et les transferts en capital en vue de compenser la reprise d'engagements en matière de pensions. Ces facteurs induisent un effet « boomerang » dans la mesure où ils se traduisent par des dépenses primaires plus élevées ou de moindres recettes par la suite.

Recettes

Les recettes fiscales et parafiscales des administrations publiques ont reculé de 0,7 point de pourcentage en 2006, pour s'établir à 44,2 p.c. du PIB. Ce fléchissement résulte de l'incidence globale exercée par les mesures

fiscales et parafiscales, de la réduction de la part dans le PIB des revenus du travail qui sont relativement fort imposés et de l'évolution défavorable de certaines catégories d'impôts, telles que les accises et les versements anticipés des indépendants. La réduction de la pression fiscale et parafiscale se situe presque exclusivement au niveau de

TABLEAU 28 RECETTES DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES⁽¹⁾

(pourcentages du PIB, selon l'optique d'Eurostat)

	2002	2003	2004 ⁽²⁾	2005	2006 e
Recettes fiscales et parafiscales	44,7	44,2	44,4	44,8	44,2
Prélèvements pesant essentiellement sur les revenus du travail	27,2	26,9	26,3	26,2	25,3
Impôts des personnes physiques ⁽³⁾	12,5	12,3	12,1	12,1	11,4
Cotisations sociales ⁽⁴⁾	14,7	14,6	14,3	14,2	13,9
Impôts sur les bénéficiaires des sociétés ⁽⁵⁾	3,0	2,9	3,2	3,4	3,7
Prélèvements sur les autres revenus et sur le patrimoine ⁽⁶⁾	3,4	3,5	3,6	3,7	3,7
Impôts sur les biens et services	11,1	11,0	11,3	11,5	11,5
dont:					
TVA	6,7	6,6	6,8	7,0	7,1
Accises	2,2	2,3	2,4	2,4	2,3
Recettes non fiscales et non parafiscales ⁽⁷⁾	5,1	6,9	4,8	5,1	4,8
Recettes totales	49,8	51,1	49,2	50,0	49,0
<i>p.m. Entité I⁽⁸⁾</i>	42,1	43,2	41,4	42,1	41,2
<i>Pouvoir fédéral⁽⁸⁾</i>	27,5	28,8	27,3	28,1	27,4
<i>dont: transferts aux communautés et régions⁽⁹⁾</i>	9,6	9,9	9,7	9,9	9,7
<i>Sécurité sociale⁽⁸⁾</i>	14,8	14,5	14,3	14,1	13,9
<i>Entité II⁽⁸⁾</i>	7,7	7,9	7,8	7,9	7,8
<i>Communautés et régions⁽⁸⁾</i>	4,1	4,3	4,3	4,4	4,5
<i>Pouvoirs locaux⁽⁸⁾</i>	3,6	3,7	3,5	3,4	3,4

Sources: ICN, BNB.

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

(2) L'évolution des recettes fiscales et parafiscales en 2004 est gonflée, à concurrence d'environ 0,1 p.c. du PIB, par le glissement entre TVA et ressource RNB consécutif à la réforme du financement de l'UE. Ce facteur a exercé un effet à la hausse à la fois sur les recettes et les dépenses, sans incidence significative sur le solde de financement.

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

(4) Ensemble des cotisations sociales, y compris la cotisation spéciale pour la sécurité sociale et les contributions des non-actifs.

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

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

(7) Revenus de la propriété, cotisations sociales imputées, transferts courants et en capital provenant des autres secteurs et ventes de biens et services produits.

(8) Les recettes des sous-secteurs des administrations publiques n'incluent pas les transferts qu'ils reçoivent des autres sous-secteurs.

(9) Il s'agit essentiellement des recettes provenant de l'impôt sur les personnes physiques et de la TVA, qui sont transférées dans le cadre de la loi spéciale de financement.

l'Entité I, qui regroupe le pouvoir fédéral et la sécurité sociale, les recettes propres des communautés, régions et pouvoirs locaux, qui constituent l'Entité II, étant pour leur part demeurées pratiquement inchangées.

La diminution des recettes fiscales et parafiscales tient principalement aux prélèvements sur les revenus du travail. Au cours de l'année sous revue, ceux-ci ont enregistré un tassement de pas moins de 1 point de pourcentage du PIB. Parmi les mesures d'allègement de la pression fiscale et parafiscale, ce sont essentiellement l'application de la réforme de l'impôt des personnes physiques décidée en 2001 et la réduction des cotisations personnelles sur les faibles revenus qui ont exercé l'influence la plus marquée. Leur effet a été renforcé par la baisse de la part

des revenus du travail – rémunération des travailleurs et revenu mixte brut, hors cotisations imputées – dans le PIB, de 56,3 à 55,7 p.c. De plus, les versements anticipés des indépendants ont reculé de 3,7 p.c. en dépit de la progression de leurs revenus.

Les recettes provenant de l'impôt des personnes physiques se sont réduites de 0,7 point de pourcentage du PIB au cours de l'année sous revue. Si la réforme fiscale susvisée n'a pas eu d'incidence nouvelle pour les revenus de 2006, elle a néanmoins encore sorti des effets importants, compte tenu du fait que, comme programmé, les dispositions relatives aux revenus d'années précédentes n'avaient pas été complètement intégrées au barème du précompte professionnel. De la sorte, la réforme a encore contribué

TABLEAU 29 PRINCIPALES MESURES FISCALES ET PARAFISCALES

(millions d'euros, variation par rapport à l'année précédente)

	2004	2005	2006
Mesures fiscales structurelles	489	245	-764
Pouvoir fédéral et sécurité sociale	491	260	-643
Impôt des personnes physiques	-534	-486	-1.336
Réforme de l'impôt des personnes physiques	-500	-464	-1.245
Autres	-34	-22	-91
Impôt des sociétés ⁽¹⁾	0	89	-149
Impôts sur les biens et services	692	442	-155
Prélèvements sur les autres revenus et sur le patrimoine	24	-56	516
Lutte contre la fraude et meilleure perception	310	270	480
Communautés et régions ⁽²⁾	-68	-50	-50
Pouvoirs locaux	65	35	-71
Centimes additionnels à l'impôt des personnes physiques	-4	-65	-122
Effet endogène de la réforme fédérale	-31	-73	-111
Hausse des taux	28	8	-11
Centimes additionnels au précompte immobilier	32	0	0
Autres	37	100	51
Mesures parafiscales structurelles	-506	-413	-433
Cotisations patronales	-622	-364	-75
Cotisations personnelles	116	-50	-359
Mesures non récurrentes	812	-38	617
Total	795	-207	-580
<i>p.m. Pourcentages du PIB</i>	<i>0,3</i>	<i>-0,1</i>	<i>-0,2</i>

Sources: documents budgétaires, BNB.

(1) La réforme de l'impôt des sociétés mise en œuvre en 2006 – en ce compris la déduction fiscale pour capital à risque – n'est pas reprise dans ce tableau, eu égard à sa neutralité selon les sources officielles.

(2) En 2004, il s'agit principalement de la suppression de la partie régionale du précompte immobilier pour les entreprises en Région flamande et pour les ménages avec personne à charge en Région wallonne. En 2005 et 2006, les taxes sur l'eau en Région flamande ont été supprimées à la suite de la modification du financement d'Aquafin.

à réduire les enrôlements en 2006, de 1.245 millions d'euros, soit 0,4 p.c. du PIB. Ce sont surtout les mesures visant à uniformiser le traitement entre les différents types de cohabitation, comme l'alignement du montant exonéré pour les personnes mariées sur celui des isolés et l'individualisation des déductions fiscales pour les revenus de remplacement, qui ont le plus influencé les recettes de 2006. Ces dernières ont été aussi influencées par une nouvelle mesure, à savoir le relèvement des pourcentages et des plafonds en application pour le calcul des frais professionnels déductibles sur une base forfaitaire, qui a comprimé les rentrées à raison de 77 millions d'euros.

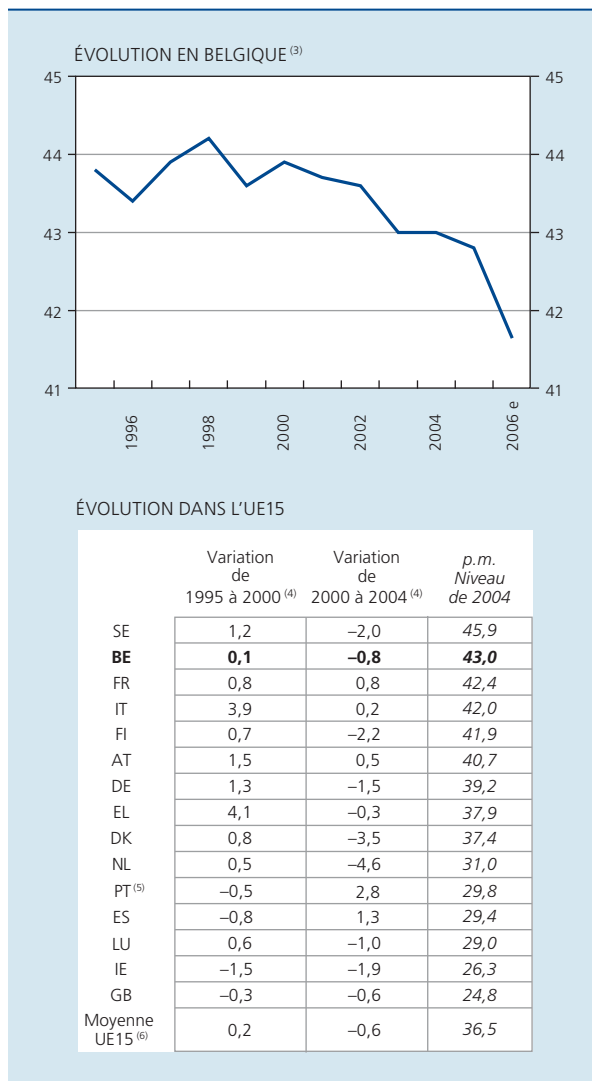
La pression parafiscale sur le travail a été allégée de 0,2 p.c. du PIB pendant l'année sous revue. L'entrée en vigueur, le 1^{er} juillet, d'une nouvelle réduction des cotisations patronales pour les travailleurs à faibles revenus

de moins de trente ans, décidée lors de la confection du budget dans le cadre du pacte de solidarité entre les générations, a ralenti de 65 millions d'euros la progression des recettes. Les cotisations personnelles, pour leur part, ont été réduites de 359 millions en raison de l'élargissement du bonus à l'emploi, qui consiste en une réduction des cotisations personnelles de sécurité sociale accordée aux travailleurs à faibles revenus et à certains travailleurs victimes d'une restructuration d'entreprise.

Compte tenu de l'ensemble de ces mesures, le taux de prélèvement implicite sur le travail – c'est-à-dire les prélèvements fiscaux et parafiscaux en pourcentage de la masse salariale, tels que calculés sur la base des comptes nationaux – s'est inscrit en net recul pendant l'année sous revue, perdant 1,1 point de pourcentage pour revenir à 41,6 p.c. Les dernières statistiques de la CE

GRAPHIQUE 45 PRÉLÈVEMENT IMPLICITE SUR LE TRAVAIL ^{(1) (2)}

(pourcentages du salaire-coût, sauf mention contraire)



Sources : CE, BNB.

(1) Calculé sur la base des comptes nationaux.

(2) Défini comme l'ensemble des prélèvements sur les revenus du travail versés aux administrations publiques, divisé par la masse salariale.

(3) Abstraction faite des réductions du précompte professionnel pour la recherche, le travail en équipe et les heures supplémentaires qui, conformément à la méthodologie du SEC 95, sont considérées comme des subsides aux entreprises.

(4) Points de pourcentage.

(5) Année 2003.

(6) Pondérée par la base imposable.

disponibles font apparaître que le prélèvement implicite sur le travail en Belgique dépassait encore de 6,5 points de pourcentage la moyenne de l'UE15 en 2004. En dépit de la forte baisse de ce taux en Belgique en 2006, il persiste donc une différence substantielle avec le prélèvement implicite moyen dans l'UE15, d'autant que d'autres pays ont pris également des mesures d'allègement dans l'intervalle.

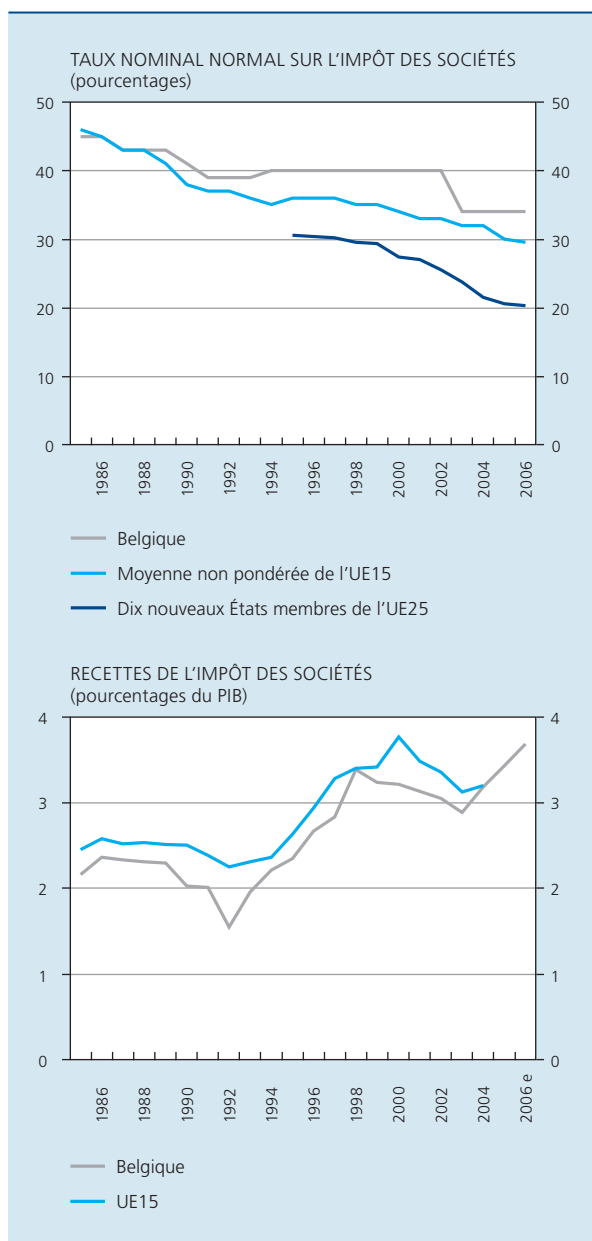
Les impôts sur les bénéfices des sociétés ont enregistré une forte progression pour la troisième année consécutive, passant de 3,4 p.c. du PIB en 2005 à 3,7 p.c. Cet accroissement découle pour l'essentiel de la décision d'accélérer la perception de l'impôt sur les sociétés, afin qu'elle ait désormais toujours lieu pendant l'exercice fiscal, dont l'effet sur les rôles pour l'année sous revue est estimé à quelque 700 millions d'euros. Il résulte aussi, pour 0,1 point de pourcentage, de l'augmentation rapide des versements anticipés des sociétés, de 7,4 p.c., dans un contexte de croissance du résultat brut d'exploitation et en dépit de l'introduction de la déduction pour capital à risque et de la déductibilité des subsides régionaux.

Sur le plan international, il se dégage une tendance claire de réduction des taux nominaux de l'impôt sur les bénéfices des sociétés, due au fait que les pays tentent d'attirer les investissements. Ainsi, le taux nominal normal moyen de l'UE15 est passé de 46 p.c. en 1985 à un peu moins de 30 p.c. en 2006. Le taux moyen des dix États membres qui ont rejoint l'UE le 1^{er} mai 2004 est même inférieur à celui de l'UE15 d'environ 10 points de pourcentage.

En Belgique, les autorités fédérales ont tenté ces dernières années de réagir aux changements du contexte international. Ainsi, l'abaissement à 33,99 p.c. du taux nominal normal en 2003 a permis de résorber en grande partie l'écart qui s'était creusé entre le taux belge et celui de l'UE15 dans les années 1990. Depuis lors, cet écart a progressé pour atteindre plus de 4 points de pourcentage en raison des baisses récemment enregistrées dans plusieurs États membres de l'UE15. Afin que la Belgique reste attractive pour les investisseurs, les pouvoirs publics ont décidé d'introduire une déduction fiscale pour capital à risque – connue également sous le nom de déduction des intérêts notionnels – à partir de l'exercice fiscal de 2007, qui concerne les revenus de 2006 pour la plupart des sociétés. Cette mesure permet de réduire la discrimination entre le traitement fiscal des fonds propres et des moyens extérieurs. Il s'agit, en outre, d'une alternative acceptable du point de vue européen pour remplacer le régime fiscal préférentiel dont bénéficient les centres de coordination. En vue de compenser la réduction des recettes qui en découle, une série de mesures compensatoires ont été prévues, dont la plus importante consiste en une modification des exonérations d'impôts des plus-values.

Tant en Belgique que dans l'UE15, la tendance à la baisse des taux nominaux semble actuellement s'accompagner d'un important élargissement de la base imposable, dû notamment à la limitation des régimes fiscaux préférentiels. Les recettes publiques découlant de l'impôt des sociétés ont, en effet, bénéficié d'une évolution favorable au cours des vingt dernières années. En Belgique,

GRAPHIQUE 46 IMPÔT DES SOCIÉTÉS DANS L'UE ET EN BELGIQUE



Sources : CE, OCDE, IFS, ICN, BNB.

abstraction faite de la hausse temporaire des rentrées provenant des enrôlements, elles ont atteint leur niveau le plus élevé des deux dernières décennies.

Les prélèvements sur les autres revenus et sur le patrimoine sont demeurés stables, en dépit de la disparition du produit de la titrisation d'arriérés de créances en matière d'impôts des personnes physiques et d'impôts des sociétés, qui avait été effectuée en 2005, et de la cession à l'entreprise devenue propriétaire de ces créances des

récupérations réalisées pendant l'année sous revue sur les arriérés dont question. L'effet de ces opérations a été compensé par plusieurs facteurs. Premièrement, comme les années précédentes, certains impôts régionaux, tels que les droits d'enregistrement et les droits de donation, ont présenté une évolution particulièrement favorable : celle-ci s'explique notamment par les réformes de ces régimes de taxation dans les trois régions, même si des modalités différentes les ont caractérisées. Par ailleurs, il faut relever que cette catégorie de prélèvement inclut les recettes de l'ordre de 50 millions d'euros découlant de la faculté temporaire offerte au secteur du diamant d'actualiser la valeur de ses stocks. Enfin, l'introduction pendant l'année sous revue d'un prélèvement de 1,1 p.c. sur les primes versées dans le cadre des produits des branches 21 et 23, et d'un précompte mobilier de 15 p.c. sur les intérêts des fonds de capitalisation qui investissent principalement dans des titres à revenu fixe, a généré des recettes supplémentaires de 455 millions d'euros.

Les impôts sur les biens et services ont légèrement augmenté, à hauteur de 0,1 point de pourcentage du PIB, du fait essentiellement de l'opération de titrisation des arriérés de créances en matière principalement d'impôts indirects. Celle-ci a généré un produit brut de 713 millions. Les mesures structurelles ont exercé une influence négative limitée sur les recettes. L'incidence des prélèvements sur la production d'électricité a été plus que contrebalancée par la disparition de l'influence de la hausse temporaire de l'impôt sur les boissons à emballage unique en 2005, le fonctionnement du système de cliquet inversé sur le diesel et la suppression progressive de la taxe compensatoire d'accises et de la taxe d'immatriculation des véhicules. Le facteur principal d'érosion a cependant été l'évolution des recettes des accises, qui ont même été inférieures au niveau de 2005 en termes nominaux, notamment en raison du ralentissement de la consommation d'huiles minérales dû à leur renchérissement.

Les recettes non fiscales et non parafiscales sont passées de 5,1 p.c. du PIB en 2005 à 4,8 p.c. Ce recul s'explique, entre autres, par le fait qu'en 2005, elles avaient été gonflées par le versement aux administrations publiques de 225 millions d'euros réalisé par Aquafin, la société chargée de l'épuration des eaux usées en Région flamande, et les transferts en capital pour un montant de 481 millions provenant du « Autonom Gemeentelijk Havenbedrijf Antwerpen » (Entreprise communale autonome du Port d'Anvers) et du Holding SNCB, en échange de la reprise de certains engagements en matière de pensions.

Dépenses primaires

Les dépenses primaires, exprimées en pourcentage du PIB, sont revenues en 2006 à un niveau proche de celui de 2004, à 44,8 p.c., après avoir plafonné à 48 p.c. en 2005. Toutefois, ces fluctuations ne sont pas représentatives de l'évolution structurelle des dépenses, puisqu'elles sont fortement brouillées par l'influence de décalages entre l'indexation de certaines dépenses et l'évolution de l'IPCH, de la conjoncture et de facteurs temporaires. Ces derniers ont, en effet, été particulièrement importants en 2005, dans la mesure où la reprise de la dette de la SNCB – conséquence de la restructuration de celle-ci au 1^{er} janvier 2005, en vue de se conformer à la réglementation européenne – a haussé le niveau des dépenses de 2,4 points de pourcentage du PIB. L'évolution des dépenses primaires en termes réels a été affectée à due concurrence, étant très positive en 2005 et, partant, largement négative en 2006.

Afin d'obtenir un meilleur indicateur, reflétant la politique structurelle des administrations publiques en matière de dépenses primaires, il convient de purger celles-ci des influences exercées par les facteurs non récurrents, l'évolution conjoncturelle et les écarts constatés entre l'inflation et l'indexation aux prix des salaires ou prestations sociales.

En 2006, l'incidence des facteurs non récurrents a largement fait écho aux éléments de même nature qui avaient affecté la croissance des dépenses en 2005. Leur contribution à la contraction du volume des dépenses primaires s'est ainsi élevée à près de 6 points de pourcentage, alors que leur effet l'année précédente avait été de gonfler le rythme de progression à concurrence de 7 points.

Les opérations non récurrentes spécifiques liées à l'année sous revue se sont principalement composées, au niveau du pouvoir fédéral, de ventes de bâtiments et de terrains pour 953 millions d'euros – dont 575 millions sont issus de la vente en un lot de bâtiments localisés en Belgique et 378 millions de la vente du domaine de l'ambassade de Belgique à Tokyo –, d'une allocation octroyée aux ménages qui se chauffent au gaz naturel, pour un coût de 97 millions, et de l'impact des opérations avec la SNCB. Ainsi, les subsides versés à Infrabel, le gestionnaire de l'infrastructure ferroviaire, ont été réduits de 100 millions en 2006 par un report à due concurrence sur 2007. Par contre, la Communauté flamande a décidé d'affecter une partie de ses marges disponibles à un paiement avancé de subsides versés aux sociétés distributrices d'eau et à Aquafin, pour un montant de quelque 100 millions.

Le rythme de croissance des dépenses primaires est, en outre, soumis aux variations conjoncturelles par le biais de l'évolution des allocations liées au chômage,

TABLEAU 30 DÉPENSES PRIMAIRES DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES

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

	Moyenne 1995-2001	2002	2003	2004	2005	2006 e	Moyenne 1995-2006 e
Niveau observé ⁽¹⁾	43,0	44,1	45,8	44,5	48,0	44,8	44,0
<i>p.m.</i> Entité I ⁽²⁾	26,5	26,3	27,6	26,7	29,8	26,8	26,9
Entité II ⁽²⁾	16,6	17,8	18,2	17,8	18,1	18,0	17,1
Croissance réelle observée	1,8	5,3	5,0	0,5	8,5	-4,2	2,3
Influence de facteurs non récurrents ⁽³⁾⁽⁴⁾	-0,1	1,1	1,7	-2,2	7,0	-5,9	0,1
Influence des facteurs conjoncturels ⁽³⁾	-0,1	0,1	0,3	0,2	0,0	-0,1	0,0
Effet de l'indexation ⁽³⁾⁽⁵⁾	-0,1	0,8	-0,1	-0,4	-0,1	-0,5	-0,1
Croissance réelle corrigée de l'influence des facteurs non récurrents et conjoncturels et pour les effets de l'indexation	2,1	3,3	3,2	2,9	1,6	2,3	2,3

Sources: CE, ICN, BNB.

(1) Pourcentages du PIB, selon l'optique d'Eurostat.

(2) Les dépenses des entités n'incluent pas les transferts qu'elles effectuent entre elles.

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

(4) L'évolution des dépenses primaires en 2004 est gonflée, à concurrence d'environ 0,1 p.c. du PIB, par le glissement entre TVA et ressource RNB consécutif à la réforme du financement de l'UE. Ce facteur a exercé un effet à la hausse à la fois sur les recettes et les dépenses, sans incidence significative sur le solde de financement.

(5) Effet découlant de l'écart entre l'indexation effective des salaires publics et des prestations sociales, d'une part, et l'augmentation de l'IPCH, d'autre part.

qui suivent le cycle économique avec un certain retard. Ainsi, la croissance élevée de l'activité en 2004 et 2006 a permis de réduire l'impact à la hausse que ces allocations avaient exercé sur les dépenses de 2002 à 2004. De la sorte, les dépenses de chômage, qui avaient déjà diminué de 0,9 p.c. en termes réels en 2005, se sont réduites de 3,2 p.c. supplémentaires en 2006. L'effet de freinage qu'elles ont dès lors exercé sur l'évolution des dépenses des administrations publiques, qui avait été insignifiant en 2005, a représenté 0,1 point de pourcentage.

Le mécanisme d'indexation des prestations sociales et des rémunérations de la fonction publique constitue un troisième facteur externe qui influence l'évolution réelle des dépenses primaires. D'abord, les allocations sociales et les salaires, qui constituent près de 60 p.c. des dépenses primaires des administrations publiques, sont liés à l'évolution de l'indice-santé des prix à la consommation. Celui-ci a, depuis 2003, progressé moins rapidement que l'IPCH puisque, contrairement à ce dernier, il n'a pas été influencé directement par la hausse importante des prix des carburants routiers, ni par une série de mesures de relèvement de la fiscalité indirecte. En 2006, l'augmentation plus limitée de l'indice-santé a, en outre, comme expliqué dans le chapitre 5 consacré aux prix, trouvé son origine dans l'incidence de la réforme de l'IPCN, qui a impliqué un reflux apparent de l'inflation mesurée selon cet indice, et partant selon l'indice-santé, plus important de 0,5 point de pourcentage que d'après l'IPCH. L'incidence de ces divers facteurs n'a été tempérée que marginalement au cours de l'année sous revue par l'effet du lissage de l'indice-santé auquel il est procédé pour le calcul de l'indice de référence utilisé pour déterminer le moment des indexations. En effet, lors d'une décélération

du rythme d'augmentation de l'indice-santé, comme en 2006, le lissage conduit à freiner la vitesse à laquelle cet infléchissement se transmet aux salaires. Au total, le mécanisme d'indexation a contribué à contenir l'expansion des dépenses en termes réels à concurrence de 0,5 point de pourcentage.

Corrigées pour les effets de ces différents facteurs, les dépenses primaires se sont accrues de 2,3 p.c. en 2006, soit un rythme équivalent à leur progression moyenne durant la dernière décennie, mais un peu supérieur à la croissance tendancielle du PIB.

L'évolution des dépenses primaires corrigées des divers sous-secteurs des administrations publiques a été plus homogène que les années précédentes, leur croissance s'échelonnant entre 2,1 et 2,7 p.c. selon les niveaux de pouvoir. Les dépenses de l'Entité I ont progressé à un rythme proche de la croissance tendancielle du PIB. Tel n'est pas le cas des sous-secteurs qui composent l'Entité II, dont les dépenses ont crû à un rythme moyen de 2,5 p.c. au cours des douze dernières années, principalement sous l'effet de la vive expansion des débours des pouvoirs locaux.

Les dépenses primaires corrigées du pouvoir fédéral ont progressé en 2006 de 2,2 p.c. en termes réels. Cette hausse résulte pour partie de l'augmentation des subsides octroyés aux entreprises, en particulier les réductions de précompte professionnel en faveur de certaines catégories de travailleurs. Ces réductions, dont l'objectif est de favoriser l'emploi de chercheurs, le travail en équipe et la flexibilité du travail par le truchement d'un traitement fiscal plus favorable des heures supplémentaires, ont contribué

TABLEAU 31 DÉPENSES PRIMAIRES CORRIGÉES PAR SOUS-SECTEUR DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES⁽¹⁾⁽²⁾
(déflatées par l'IPCH, pourcentages de variation par rapport à l'année précédente)

	Moyenne 1995-2001	2002	2003	2004	2005	2006 e	Moyenne 1995-2006 e
Pouvoir fédéral	1,8	1,1	1,9	2,8	2,4	2,2	1,9
Sécurité sociale	2,3	2,2	4,1	3,4	1,0	2,1	2,4
<i>p.m. Entité I</i>	2,1	1,9	3,4	3,2	1,5	2,1	2,2
Communautés et régions	1,9	4,7	2,3	4,0	0,4	2,7	2,3
Pouvoirs locaux	2,0	7,5	3,5	0,1	4,4	2,6	2,7
<i>p.m. Entité II</i>	2,0	5,8	2,8	2,4	2,0	2,6	2,5

Sources: CE, ICN, BNB.

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

(2) Croissance réelle corrigée de l'influence des facteurs non récurrents et conjoncturels et pour les effets de l'indexation.

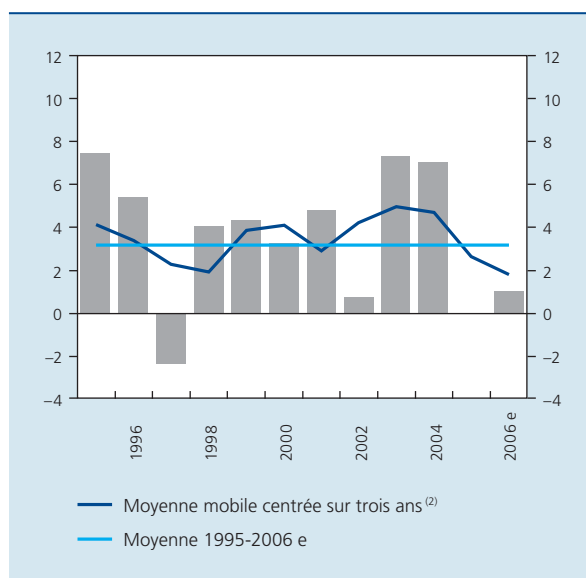
pour plus de 200 millions d'euros – soit 0,8 point de pourcentage – à la croissance des dépenses fédérales. Pour 0,5 point de pourcentage, celle-ci s'explique aussi par les aides à l'investissement versées au Groupe SNCB et par les dépenses du fonds organique en faveur du développement du Réseau express régional (RER). Les dépenses liées aux pensions du personnel des administrations publiques ont également accusé un accroissement sensible, sous l'effet d'une nette progression du nombre de bénéficiaires. En revanche, les autres catégories importantes de dépenses ont crû à un rythme plus modéré que dans le passé récent.

La croissance en volume des dépenses corrigées de la sécurité sociale s'est nettement accélérée en 2006, pour atteindre 2,1 p.c. De par leur importance – elles représentent désormais plus du tiers du total des prestations sociales – et leurs mouvements erratiques, les dépenses de soins de santé exercent généralement une influence déterminante sur l'évolution des dépenses de la sécurité sociale. Leur progression en volume est restée modérée en 2006, après une stagnation en 2005, se maintenant de la sorte pour la deuxième année consécutive sous l'objectif de croissance de 4,5 p.c. décidé lors de la formation du gouvernement fédéral, en 2003, pour la durée de la législature. Le calcul d'une moyenne mobile, qui permet d'atténuer la part des fluctuations dues à des glissements, des retards comptables ou des mesures à court terme, indique que la progression réelle des dépenses de soins de santé tendrait actuellement à revenir à un rythme inférieur à la moyenne des douze dernières années.

La croissance de l'ensemble des autres catégories de prestations sociales – corrigée de l'influence des facteurs conjoncturels – s'est amplifiée en 2006. Pour partie, cette accélération résulte de dispositions sociales qui ont été plus importantes en 2006 que les deux années précédentes. Parmi celles-ci, la majoration des allocations familiales pour les enfants âgés de six à dix-sept ans – communément appelée prime de rentrée scolaire – s'est élevée à plus de 70 millions d'euros durant l'année sous revue. En outre, d'importantes dispositions sociales ont encore été prises en faveur des pensions, pour un montant de 51 millions supplémentaires. Il s'agit principalement, d'une part, d'adaptations au bien-être des pensions les plus anciennes, dont l'objectif est de contrer la régression spontanée de la prospérité relative des pensionnés plus âgés, d'autre part, d'augmentations des pensions d'indépendants, singulièrement des pensions minimales qui leur sont garanties. D'autres catégories de revenus de remplacement, dont les indemnités des personnes en invalidité, ont également à nouveau bénéficié d'adaptations au bien-être.

GRAPHIQUE 47 DÉPENSES DE SOINS DE SANTÉ ⁽¹⁾

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



Sources : ICN, BNB.

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

(2) Une hypothèse de croissance réelle de 4,5 p.c. en 2007 a été retenue pour le calcul de la moyenne mobile de 2006.

Enfin, les subsides versés par la sécurité sociale aux entreprises ont nettement progressé, sous l'effet essentiellement des interventions liées au système des titres-services, qui ont haussé de quelque 200 millions d'euros. Quant aux dépenses liées aux mesures dites de Maribel social en faveur du secteur non marchand et aux activations d'allocations de chômage – des interventions comptabilisées comme des subsides en vertu du SEC 95 –, elles ont également encore augmenté en 2006.

Après une croissance relativement faible en 2005, le volume des dépenses primaires corrigées des communautés et régions s'est accru de 2,7 p.c. en 2006, soit une cadence légèrement supérieure à la moyenne récente. Leurs dépenses de consommation de biens et services, d'investissements et d'aides à l'investissement ont, en effet, renoué avec un rythme de croissance positif, après s'être tassées en 2005. Ces mouvements – recul lors d'une année postélectorale telle que 2005, après une envolée l'année des élections, et relance par la suite – semblent confirmer l'impact du cycle électoral de ce niveau de pouvoir sur les catégories de dépenses parmi les plus discrétionnaires et, partant, sur l'ensemble des dépenses des communautés et régions.

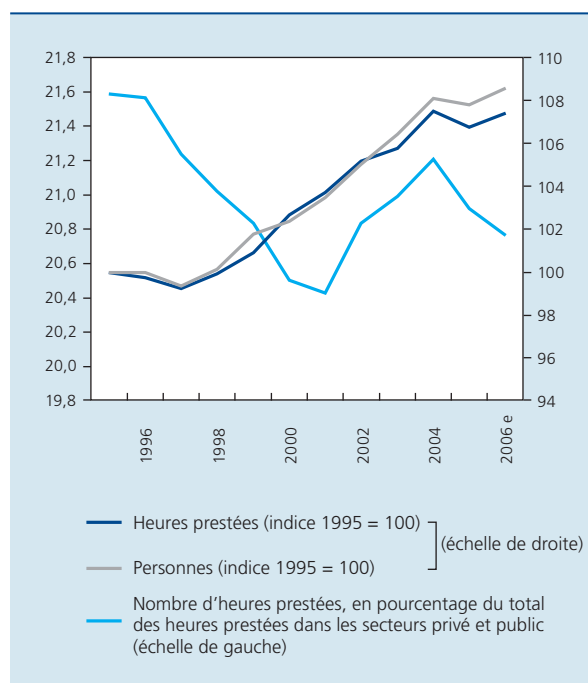
L'évolution des dépenses primaires réelles des pouvoirs locaux relève elle aussi largement de l'influence qu'exerce le cycle électoral sur leurs investissements. La croissance de ces derniers est ainsi généralement particulièrement prononcée les années qui précèdent les élections communales et provinciales de même que, dans une moindre mesure, les années d'élections,

telles que 2006. Le ralentissement de la croissance des dépenses d'investissement s'est à nouveau produit durant la dernière année du cycle électoral qui s'est achevé. Il s'est reflété sur le total des dépenses primaires locales, qui ont progressé de 2,6 p.c., un rythme voisin de la moyenne de la période 1995-2006 et nettement moins élevé qu'en 2005.

Encadré 14 – Emploi dans le secteur des administrations publiques

Les dépenses de consommation publique constituent un peu moins de la moitié du total des dépenses publiques. Dans la mesure où la masse salariale représentait 53 p.c. des dépenses de consommation publique en 2006, un déterminant important de celles-ci est l'emploi dans ce secteur. Ce dernier ne tient pas compte des emplois directement ou indirectement subsidiés par les administrations publiques, tels que les personnes employées dans le cadre des ALE ou des titres-services, ou encore les emplois du secteur non marchand.

EMPLOI DANS LES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES ⁽¹⁾



Sources : ICN, BNB.

(1) Les données des comptes nationaux ont été adaptées pour éviter les ruptures de séries. Ainsi, une correction a été faite pour neutraliser l'effet de la reclassification, en 2002, des entreprises publiques de radiotélévision, du secteur des sociétés non financières dans celui des administrations publiques.

En 2006, quelque 785.000 personnes travaillaient dans le secteur des administrations publiques, hors entreprises publiques de radiotélévision. Ceci constitue une augmentation de 8,6 p.c. par rapport à 1995. À la suite du succès des régimes de travail à temps partiel, le nombre d'heures prestées – qui constitue davantage le déterminant de la masse salariale – a quant à lui progressé un peu moins rapidement, de 7,4 p.c., et ce de façon pratiquement

continue entre 1995 et 2006. Cette croissance provient principalement de l'administration publique au sens strict – soit hors éducation, défense, transports et services annexes à ceux-ci – et, dans une moindre mesure, de l'enseignement, tandis que l'emploi à la défense nationale a diminué. Toutefois, dans la mesure où le volume de l'emploi dans le secteur privé a progressé plus rapidement, la part de l'emploi public dans l'emploi total a fléchi, passant de 21,6 p.c. en 1995 à 20,8 p.c. en 2006, soit un niveau inférieur à la moyenne des dix dernières années.

EMPLOI PAR SOUS-SECTEUR DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES⁽¹⁾

(milliers de personnes, sauf mention contraire)

	1995	2000	2005	<i>p.m.</i> <i>Pourcentages</i> <i>de variation</i> <i>1995-2005</i>
Entité I	173,5	178,6	173,2	-0,2
Pouvoir fédéral ⁽²⁾	147,6	150,6	143,8	-2,6
Sécurité sociale	25,9	28,1	29,4	13,5
Entité II	549,9	562,0	606,7	10,3
Communautés et régions	320,8	316,9	332,3	3,6
Pouvoirs locaux ⁽²⁾	229,1	245,1	274,4	19,8
Total	723,4	740,7	779,8	7,8

Sources: ICN, BNB pour la répartition par sous-secteurs.

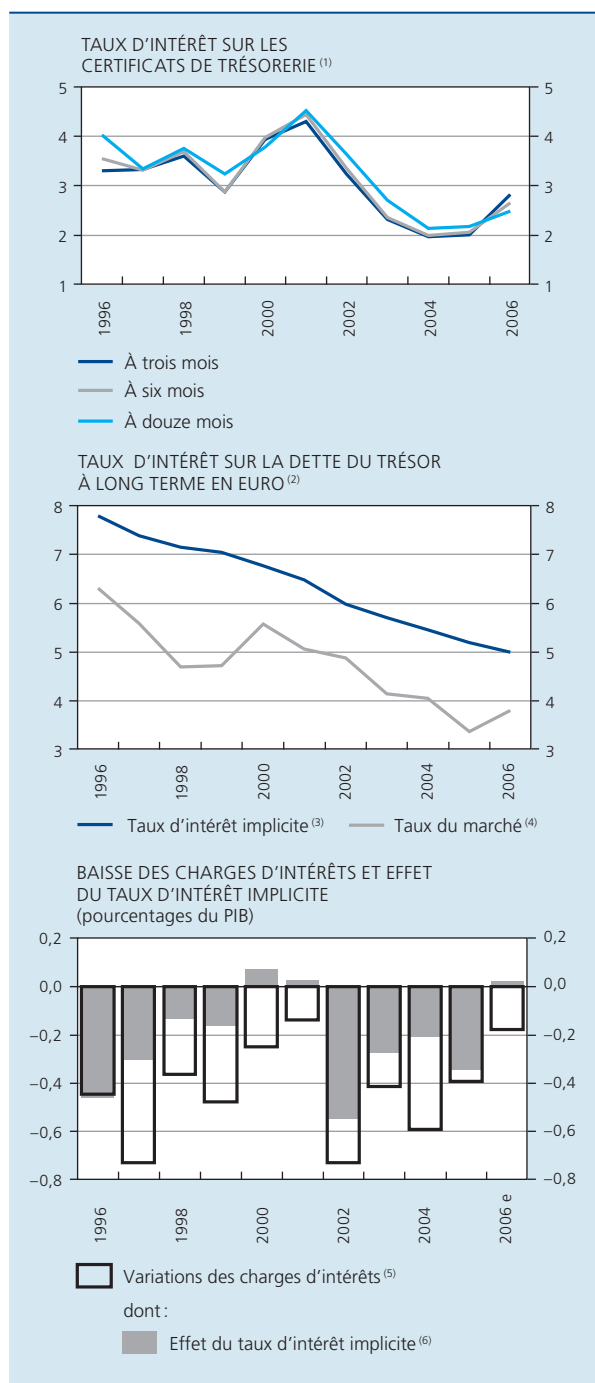
(1) Les données des comptes nationaux ont été adaptées pour éviter les ruptures de séries. Ainsi, une correction a été faite pour neutraliser l'effet de la reclassification, en 2002, des entreprises publiques de radiotélévision, du secteur des sociétés non financières dans celui des administrations publiques.

(2) La réforme des polices a conduit, en 2002, à un transfert d'une partie de l'ancienne gendarmerie du pouvoir fédéral aux pouvoirs locaux. Ce transfert a concerné quelque 8.500 personnes. En dehors de ce transfert, la croissance de l'emploi au niveau du pouvoir fédéral et des pouvoirs locaux aurait été de respectivement 3,2 et 16,1 p.c.

C'est essentiellement au niveau des pouvoirs locaux que l'emploi a progressé. La réforme des polices, qui s'est notamment traduite par un transfert d'environ 8.500 personnes du pouvoir fédéral aux pouvoirs locaux en 2002, n'en constitue qu'un élément mineur, l'augmentation s'étant principalement faite dans le reste de l'administration locale au sens strict, mais aussi, dans une moindre mesure, dans l'enseignement. La part de l'emploi des pouvoirs locaux dans l'emploi public total a ainsi gagné en importance, pour atteindre plus de 35 p.c. en 2005.

La croissance de l'emploi a été moindre dans les communautés et régions, qui demeurent néanmoins les employeurs principaux de la fonction publique, couvrant près de 43 p.c. de l'emploi public. L'enseignement qui représente plus des trois quarts du personnel occupé par ces entités, a retrouvé pratiquement son niveau de 1995, tandis que l'administration au sens strict et les sociétés de transport régionales ont contribué à l'accroissement de l'emploi de ce sous-secteur.

Enfin, l'emploi au niveau du pouvoir fédéral et de la sécurité sociale ne représentait en 2005 qu'un peu plus de 22 p.c. de l'emploi public, en régression par rapport à 1995. En son sein, l'administration a augmenté son poids relatif, tandis que le personnel de la défense nationale était en diminution en termes absolus.

GRAPHIQUE 48 DÉCOMPOSITION DE LA VARIATION DES CHARGES D'INTÉRÊTS

Sources : CE, ICN, SPF Finances, BNB.

- (1) Taux moyen implicite sur les certificats de trésorerie.
- (2) À l'exclusion des emprunts émis, avant le 1^{er} janvier 1999, dans d'autres monnaies que le franc belge et à l'exclusion des OLO à taux variable dont le taux fluctue comme les taux d'intérêt à court terme.
- (3) Rapport entre les charges d'intérêts (y compris les primes d'émission) et l'encours mensuel moyen de la dette.
- (4) Taux d'intérêt moyen des emprunts publics d'une durée égale ou supérieure à six ans.
- (5) Selon la méthodologie utilisée dans le cadre de la procédure sur les déficits publics excessifs (EDP).
- (6) Rapport entre les charges d'intérêts de l'année en cours et l'endettement à la fin de l'année précédente, selon l'optique d'Eurostat en ce qui concerne le FIF. Un ajustement a été apporté pour l'évaluation du taux implicite en 2005, afin de tenir compte de l'incidence de l'incorporation du FIF dans les administrations publiques à partir du 1^{er} janvier 2005.

Charges d'intérêts des administrations publiques

Depuis leur sommet, en 1990, les charges d'intérêts de l'ensemble des administrations publiques ont décliné à un rythme moyen annuel de 0,5 point de pourcentage du PIB. Cette évolution est le résultat combiné de la baisse systématique du taux d'endettement, depuis le niveau record atteint en 1993, et de la contraction quasiment continue du taux d'intérêt implicite de la dette publique.

Sous l'effet du relèvement des taux d'intérêt à court terme, le rythme de baisse des charges d'intérêts s'est fortement infléchi en 2006, avec une diminution annuelle limitée à 0,2 point de pourcentage du PIB. Cette diminution est, en effet, due exclusivement à la diminution de la dette publique, de 4,1 points, puisque son taux d'intérêt implicite a très légèrement progressé, pour la première fois depuis 2002. L'incidence de l'augmentation des taux à court terme a plus que compensé celle de la baisse du taux implicite sur la dette à long terme qui s'est poursuivie grâce au maintien d'un différentiel favorable aux nouvelles émissions. Ainsi, le taux de marché sur les certificats de trésorerie à douze mois, l'instrument principal de financement à court terme du Trésor, est passé de 2,3 p.c. en moyenne en 2005 à 3,3 p.c. en 2006.

La tendance du taux implicite à long terme à se réduire devrait fortement ralentir dans les prochaines années du fait de l'épuisement progressif des anciennes lignes d'emprunt émises à des taux d'intérêt élevés, même sous l'hypothèse de taux d'intérêt constants. A fortiori, une remontée des taux du marché aurait pour conséquence que le taux implicite sur la dette publique se mettrait à croître.

Solde de financement des sous-secteurs des administrations publiques

L'évolution du solde budgétaire de l'ensemble des administrations publiques est le résultat d'évolutions différentes selon les sous-secteurs. La réalisation du léger surplus budgétaire durant l'année sous revue découle d'un excédent limité dans l'Entité I, qui se compose du pouvoir fédéral et de la sécurité sociale, et d'un équilibre dans l'Entité II, dans laquelle sont regroupés les communautés et régions, ainsi que les pouvoirs locaux.

Les comptes du pouvoir fédéral se sont clôturés par un déficit de 0,1 p.c. du PIB. Abstraction faite de l'influence de la restructuration de la SNCB en 2005, le solde fédéral de financement s'est détérioré de 0,1 point de pourcentage du PIB, malgré une nouvelle baisse des charges d'intérêts de 0,1 point. Cette évolution est imputable au

recul des recettes, qui n'a été que partiellement compensé par une diminution des dépenses. La décreue des recettes découle principalement de mesures structurelles de réduction de pression fiscale et parafiscale et du tassement de la part des salaires dans la valeur ajoutée. Quant aux dépenses, leur contraction s'explique principalement par l'accroissement des ventes de biens immobiliers des administrations publiques, qui sont considérées, d'après le SEC 95, comme des dépenses négatives.

La sécurité sociale a affiché un léger excédent pour la deuxième année consécutive. Ses recettes ont diminué de 0,1 point. La croissance des cotisations sociales est demeurée en retrait de celle du PIB, en raison de la part plus faible des salaires dans le PIB, ainsi que des mesures visant à réduire les cotisations. Cet effet a été partiellement compensé par une hausse des transferts en provenance du pouvoir fédéral au titre du « financement alternatif », lequel est fondé sur un partage des recettes fiscales perçues par le Trésor. Outre une augmentation des recettes de TVA transférées sur cette base, 15 p.c. des recettes du précompte mobilier ont également été transférées à la sécurité sociale au cours de l'année sous revue. Les dépenses de la sécurité sociale ont diminué

de 0,3 point de pourcentage du PIB, notamment grâce à l'évolution favorable des dépenses de chômage, qui sont étroitement liées à la conjoncture, et à la progression modérée des dépenses de santé.

Les communautés et régions ont affiché un excédent de 0,2 p.c. du PIB. Leurs recettes ont décliné de 0,2 point de pourcentage du PIB. La part du produit de l'impôt des personnes physiques et de la TVA, qui est transférée à ces entités dans le cadre de la loi de financement, s'est accrue à un rythme moins rapide qu'en 2005. Comme durant les années précédentes, les réalisations d'un certain nombre d'impôts régionaux, tels que les droits d'enregistrement et les droits de donation, ont été particulièrement favorables. Sur le marché immobilier, les hausses sensibles de prix et la progression du nombre de transactions ont assuré un net accroissement des droits d'enregistrement. Pour les droits de donation, les réductions de taux dans les trois régions ont entraîné une progression très sensible du nombre de donations enregistrées. La croissance des dépenses s'est accélérée par rapport à l'année précédente, conformément au cycle électoral caractérisant ces entités, restant cependant inférieure à la croissance du PIB.

TABLEAU 32 SOLDE DE FINANCEMENT POUR L'ENSEMBLE DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES ET PAR SOUS-SECTEUR⁽¹⁾⁽²⁾
(pourcentages du PIB)

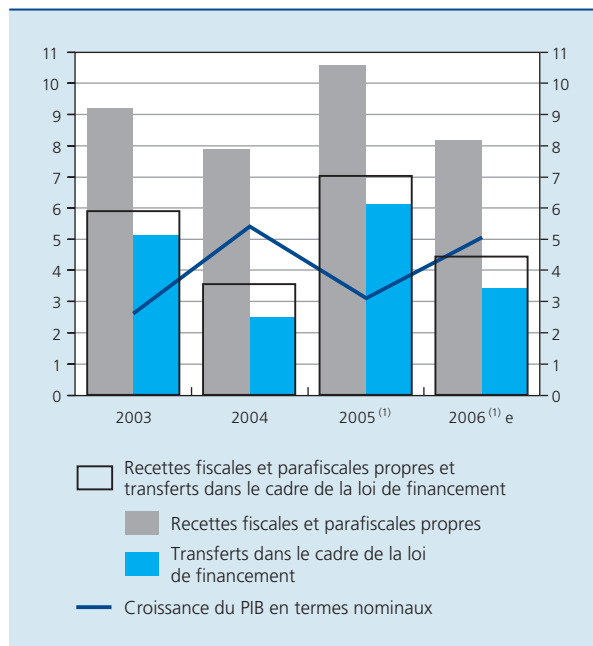
	2002	2003	2004	2005	2006 e
Solde primaire	5,7	5,4	4,7	2,0	4,2
Entité I	5,6	4,9	4,2	1,5	3,9
Pouvoir fédéral	5,2	5,3	4,3	1,6	3,8
Sécurité sociale	0,5	-0,3	0,0	0,1	0,2
Entité II	0,1	0,4	0,5	0,5	0,3
Communautés et régions	0,1	0,3	0,4	0,4	0,3
Pouvoirs locaux	0,0	0,2	0,1	0,1	0,0
Charges d'intérêts	5,7	5,3	4,7	4,3	4,1
Solde de financement	0,0	0,0	0,0	-2,3	0,1
Entité I	0,3	0,1	-0,1	-2,4	0,1
Pouvoir fédéral	-0,2	0,3	-0,1	-2,5	-0,1
Sécurité sociale	0,5	-0,3	0,0	0,1	0,2
Entité II	-0,3	0,0	0,1	0,1	0,0
Communautés et régions	-0,1	0,0	0,2	0,3	0,2
Pouvoirs locaux	-0,2	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2

Sources : CE, ICN, BNB.

(1) Selon la méthodologie utilisée dans le cadre de la procédure sur les déficits publics excessifs (EDP).

(2) Le tableau présente les données selon l'optique d'Eurostat concernant la restructuration de la SNCB en 2005. Selon l'optique de l'ICN, du fait du traitement différent de cette opération, les soldes de l'ensemble des administrations publiques, de l'Entité I et du pouvoir fédéral seraient de 2,4 p.c. du PIB plus favorables en 2005 que selon Eurostat et de 0,05 p.c. du PIB moins favorables en 2006.

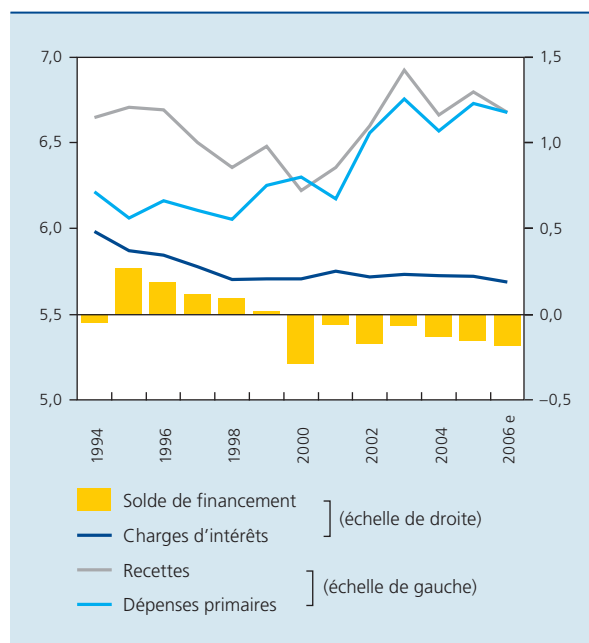
GRAPHIQUE 49 RECETTES DES COMMUNAUTÉS ET RÉGIONS
(pourcentages de variation par rapport à l'année précédente)



Sources : ICN, BNB.

(1) Les données sont corrigées pour tenir compte de la modification du financement d'Aquaflin, qui ne repose plus sur les moyens générés par des taxes sur les eaux, mais sur les rétributions qui lui sont octroyées par les sociétés de distribution d'eau en Région flamande.

GRAPHIQUE 50 RECETTES, DÉPENSES ET SOLDE DE FINANCEMENT DES POUVOIRS LOCAUX
(pourcentages du PIB)



Sources : ICN, BNB.

Comme en 2005, les pouvoirs locaux ont enregistré un déficit de 0,2 p.c. du PIB. Cette stabilisation est le résultat de la contraction de leurs recettes, à la suite de la réforme fédérale de l'impôt des personnes physiques, et d'une légère diminution de leurs dépenses par rapport au PIB. Par rapport à 1994 – une année comparable à 2006 en termes de cycle électoral –, le solde de financement des pouvoirs locaux s'est réduit de 0,1 point de pourcentage du PIB. Sur cette période, la croissance des dépenses, qui a largement oblitéré la diminution des charges d'intérêts, est à la base de la détérioration des finances locales, les recettes étant revenues en 2006 à leur niveau d'origine.

6.2 Soldes structurels et endettement

Soldes budgétaires corrigés des variations conjoncturelles et soldes budgétaires structurels

Il ressort des indicateurs construits à l'aide de la méthode de correction des variations conjoncturelles utilisée par le SEBC que la conjoncture économique a amélioré l'évolution des soldes budgétaires en 2006. La croissance de l'activité a été largement supérieure à son rythme tendanciel,

et cette situation n'a été que partiellement compensée par des effets de composition très légèrement défavorables aux finances publiques. En effet, la progression des composantes des revenus et des dépenses qui, comme le revenu du travail et la consommation privée, ont une incidence importante sur le compte des administrations publiques a, dans l'ensemble, dépassé dans une moindre mesure que le PIB son rythme tendanciel. Globalement, compte tenu des évolutions enregistrées les années précédentes, l'incidence de la conjoncture sur les soldes budgétaires serait demeurée légèrement négative, mais elle se serait réduite d'environ 0,5 point de pourcentage du PIB. L'excédent primaire corrigé des variations conjoncturelles se serait de la sorte amélioré de 1,8 point du PIB.

La forte hausse de cet excédent s'explique cependant uniquement par l'importante modification de l'incidence des facteurs non récurrents. En 2005, ces facteurs avaient encore détérioré les soldes budgétaires de 2 p.c. du PIB, essentiellement à la suite du transfert de la majeure partie de la dette de la SNCB au FIF. Ils ont, en revanche, exercé un effet favorable sur ces soldes de 0,7 p.c. au cours de l'année sous revue.

TABLEAU 33 SOLDES BUDGÉTAIRES CORRIGÉS DES VARIATIONS CONJONCTURELLES⁽¹⁾ ET SOLDES BUDGÉTAIRES STRUCTURELS⁽²⁾

(pourcentages du PIB, selon l'optique d'Eurostat)

	2004	2005	2006 e
Solde primaire			
Niveau observé	4,7	2,0	4,2
Variation observée		-2,7	2,2
Variation liée à la conjoncture		-0,6	0,5
Croissance du PIB		-0,5	0,6
Effets de composition		-0,1	-0,1
Niveau corrigé des influences conjoncturelles	4,7	2,6	4,4
Variation corrigée des influences conjoncturelles		-2,1	1,8
Incidence des facteurs non récurrents	0,8	-2,0	0,7
Niveau structurel	3,9	4,6	3,7
Variation structurelle		0,7	-0,9
Solde de financement			
Niveau observé	0,0	-2,3	0,1
Niveau structurel	-0,8	0,3	-0,4
Variation structurelle		1,1	-0,8
<i>p.m. Niveau structurel estimé par la CE⁽³⁾</i>	-0,9	0,2	-0,7

Sources : CE, ICN, BNB.

(1) Selon la méthodologie décrite dans Bouthevillain C., Ph. Cour-Thimann, G. van den Dool, P. Hernández de Cos, G. Langenus, M. Mohr, S. Momigliano et M. Tujula (2001), *Cyclically adjusted budget balances: an alternative approach*, ECB Working Paper Series n° 77 (September). Une explication plus didactique de cette méthodologie est présentée dans l'encadré 6 intitulé *Soldes budgétaires corrigés des variations conjoncturelles: méthode de calcul utilisée dans le cadre du SEBC* du Rapport 2003 de la BNB (Tome 1), pp. 90-91.

(2) Selon la méthodologie utilisée dans le cadre de la procédure sur les déficits publics excessifs (EDP) et selon le point de vue d'Eurostat en ce qui concerne le FIF. Les niveaux et les évolutions des soldes structurels sont quasiment identiques selon qu'on adopte le point de vue de l'ICN ou celui d'Eurostat.

(3) En prenant en compte une croissance du PIB en volume de 2,7 p.c., la CE a estimé, dans ses *Prévisions économiques d'automne 2006*, le niveau observé du solde de financement 2006 à un déficit de 0,2 p.c. du PIB.

Alors qu'en 2005 le solde primaire structurel s'était affiché en nette augmentation pour la première fois depuis 1999, il s'est à nouveau dégradé de 0,9 point au cours de l'année sous revue. Cet assouplissement notable de la politique budgétaire structurelle est imputable principalement aux recettes publiques corrigées de la conjoncture et des facteurs non récurrents, dont l'expansion a été sensiblement inférieure à la croissance tendancielle de l'activité, et, dans une moindre mesure, à la progression structurelle des dépenses publiques légèrement supérieure à cette tendance. L'encadré 15 décrit plus en détail l'évolution de l'orientation structurelle de la politique budgétaire au cours des dernières années.

Grâce à une nouvelle baisse des charges d'intérêts, le solde de financement structurel s'est dégradé dans une moindre mesure que le solde primaire structurel. L'excédent structurel de 0,3 p.c. du PIB qui avait été enregistré en 2005 s'est transformé en un déficit structurel de 0,4 p.c. du PIB.

Les soldes budgétaires structurels ont gagné en importance pour l'appréciation de la politique budgétaire depuis la réforme du pacte de stabilité et de croissance en 2005. Le pacte réformé stipule en effet que, dans le cadre des procédures de surveillance européenne, les résultats budgétaires doivent être corrigés de l'influence des facteurs cycliques et temporaires lorsque ceux-ci sont confrontés à l'objectif à moyen terme visé pour les finances publiques et à la trajectoire budgétaire fixée pour l'atteindre. Dans le cadre de l'application des règles budgétaires européennes, il est toutefois tenu compte d'une autre méthode de correction des variations conjoncturelles que celle du SEBC, à savoir celle utilisée par la CE, tandis que les mesures non récurrentes prises en compte ne sont pas nécessairement identiques à celles retenues dans cette analyse. Nonobstant ces différences méthodologiques, l'appréciation par la CE du solde de financement structurel ne s'écarte que légèrement de l'estimation de la Banque: pour l'année sous revue, ce solde se serait établi selon la CE à un déficit un peu plus prononcé, égal à 0,7 p.c. du PIB.

Encadré 15 – Analyse des évolutions budgétaires structurelles

L'évaluation des finances publiques accorde de plus en plus d'importance aux soldes budgétaires structurels, qui sont corrigés de l'incidence de la conjoncture et des facteurs non récurrents. L'évolution du solde primaire structurel est considérée comme un indicateur de l'orientation structurelle de la politique budgétaire. Elle est cependant influencée par des facteurs divers du côté des recettes comme des dépenses. Un récent Working Paper de la BCE a présenté une méthode d'analyse détaillée de ces évolutions budgétaires structurelles⁽¹⁾. Le présent encadré explique brièvement cette méthode et l'applique ensuite à la Belgique.

La méthode susmentionnée calcule les recettes et les dépenses primaires structurelles en corrigeant les catégories principales de recettes et de dépenses individuelles de l'incidence des facteurs non récurrents et des variations conjoncturelles. La correction relative à l'effet des stabilisateurs automatiques se base sur la méthode utilisée dans le cadre du SEBC et dans le présent Rapport, telle que décrite dans l'encadré 6 du Rapport 2003. En ce qui concerne les principales catégories de recettes fiscales et parafiscales, l'évolution du rapport des recettes structurelles au PIB tendanciel est expliquée à partir de divers facteurs. Il s'agit notamment des mesures structurelles prises par les pouvoirs publics, comme les relèvements ou les abaissements d'impôts, la variation automatique de la pression fiscale et parafiscale lorsque l'élasticité des recettes concernées est différente de 1 – ce qui est par exemple le cas pour l'impôt des personnes physiques en raison de la progressivité des barèmes fiscaux – et l'incidence des différences constatées au niveau de la croissance tendancielle entre les diverses bases imposables et le PIB. Ces trois éléments ne suffisent cependant généralement pas à expliquer totalement l'évolution des recettes fiscales et parafiscales structurelles. Des facteurs résiduels, tels que des imprécisions dans l'appréciation de l'incidence des mesures ou de la conjoncture et des incohérences entre les séries temporelles utilisées pour approximer la base imposable et les diverses catégories de recettes publiques, peuvent effectivement exercer un effet. En ce qui concerne les dépenses primaires, seule la contribution des principales catégories de dépenses aux variations du rapport des dépenses primaires structurelles au PIB tendanciel est isolée.

En Belgique, le solde primaire structurel a reculé de 3,4 points de pourcentage du PIB depuis l'entrée dans l'Union monétaire. Cet assouplissement de la politique budgétaire est imputable à une forte augmentation des dépenses primaires structurelles des administrations publiques et, dans une moindre mesure, à une diminution des recettes publiques structurelles.

De 1998 à 2006, les recettes structurelles ont reculé de 0,9 point de pourcentage par rapport au PIB tendanciel. Ceci est principalement dû à l'évolution des recettes fiscales et parafiscales, les autres recettes structurelles n'ayant que légèrement augmenté par rapport au PIB tendanciel.

L'allègement de la pression fiscale et parafiscale structurelle résulte principalement de la politique d'abaissement des charges. Les mesures structurelles ont exercé une incidence négative presque chaque année et elles ont réduit les recettes publiques de 1,6 point de pourcentage par rapport au PIB tendanciel sur l'ensemble de la période. Par ailleurs, la pression fiscale et parafiscale structurelle s'est réduite en raison de tendances macroéconomiques défavorables. Les composantes des revenus et des dépenses qui sont relativement les plus lourdement taxées ont, en effet, affiché une croissance nominale tendancielle inférieure à celle du PIB, ce qui a structurellement réduit les recettes publiques de 0,3 point de pourcentage au cours de la période considérée. L'incidence de ces deux facteurs n'a été que partiellement compensée par le relèvement automatique de la pression fiscale qui découle de la progressivité de l'impôt sur le revenu des personnes physiques. Cette influence est toutefois modeste, en raison notamment de l'indexation automatique des barèmes fiscaux, et peut être estimée à 0,2 point de pourcentage à peine pour la période sous revue. Enfin, des facteurs résiduels ont accru les recettes structurelles de 0,6 point au cours de cette même période. Pendant l'année sous revue, ces derniers facteurs ont cependant exercé une

(1) Kremer J., C. Rodrigues Braz, T. Brosens, G. Langenus, S. Momigliano et M. Spolander (2006), *A disaggregated framework for the analysis of structural developments in public finances*, ECB Working Paper Series n° 579 (January).



ÉVOLUTION DE LA POLITIQUE BUDGÉTAIRE STRUCTURELLE ⁽¹⁾

(variation par rapport à l'année précédente, pourcentages du PIB tendanciel, sauf mention contraire)

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006 e	Variation de 1998 à 2006 e
Solde primaire structurel ⁽²⁾	-1,0	0,0	0,0	-0,7	-1,2	-0,3	0,7	-0,9	-3,4
Recettes structurelles	-0,2	0,1	0,0	0,2	-0,8	-0,1	0,8	-0,8	-0,9
Recettes fiscales et parafiscales	-0,1	-0,1	-0,3	0,3	-0,7	0,0	0,6	-0,8	-1,1
Variation automatique de la pression fiscale	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2
Croissance tendancielle des bases imposables	0,1	0,2	0,0	-0,1	-0,2	-0,3	0,1	-0,2	-0,3
Mesures structurelles	0,0	-0,5	-0,1	-0,4	-0,2	0,1	-0,1	-0,4	-1,6
Facteurs résiduels	-0,2	0,2	-0,3	0,7	-0,3	0,2	0,5	-0,3	0,6
Recettes non fiscales et non parafiscales	-0,1	0,1	0,3	-0,1	-0,1	-0,1	0,1	0,0	0,2
Dépenses primaires structurelles	0,7	0,0	0,1	0,9	0,4	0,1	0,1	0,1	2,4
Rémunérations	0,2	-0,1	0,0	0,4	0,0	-0,2	0,0	-0,1	0,3
Achats courants de biens et services	0,0	0,0	0,1	0,4	-0,1	0,0	-0,1	0,0	0,4
Allocations sociales	0,1	0,0	0,2	0,3	0,4	0,2	-0,2	-0,1	0,9
dont :									
Pensions	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Allocations de chômage	0,0	-0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	-0,1	0,0	-0,1
Soins de santé	0,2	0,1	0,2	-0,1	0,3	0,3	-0,1	0,0	0,8
Subsides	0,1	-0,1	0,0	-0,1	0,1	0,0	0,3	0,1	0,5
Formation brute de capital fixe	0,3	0,0	-0,2	-0,1	0,0	0,1	0,0	0,1	0,1
Autres	-0,1	0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1

Sources: CE, ICN, BNB.

(1) Corrigée de l'incidence de la conjoncture et des facteurs non récurrents, tels que définis dans l'encadré 13.

(2) Pourcentages du PIB. Dans la mesure où, selon la méthode de calcul du SEBC, le solde primaire structurel est exprimé par rapport au PIB observé, l'évolution de celui-ci ne correspond pas tout à fait à la différence entre celle des recettes structurelles et celle des dépenses primaires structurelles, qui sont, en effet, rapportées au PIB tendanciel.

incidence négative à hauteur de 0,3 point, essentiellement en raison de l'évolution défavorable des recettes d'accises (reflétant entre autres certains changements dans la composition de la consommation privée) et de la contraction des versements anticipés effectués par les indépendants.

Le vif accroissement structurel des dépenses primaires au cours de la période considérée, à quelque 2,4 points de pourcentage vis-à-vis du PIB tendanciel, est imputable à plusieurs catégories de dépenses. Les dépenses de soins de santé, qui augmentent en moyenne beaucoup plus vite que le PIB tendanciel, ont ainsi contribué à hauteur de 0,8 point de pourcentage à l'accroissement structurel des dépenses primaires, alors que les autres dépenses sociales ont, globalement, affiché une progression beaucoup plus réduite. Les subsides ont eux aussi fortement augmenté en cours de période. Ces dernières années, cette évolution s'explique entre autres par la hausse des dépenses consacrées au système des titres-services et par certaines réductions de charges au profit des entreprises, comme par exemple pour le travail en équipe, la recherche et les heures supplémentaires. Ces éléments sont en effet comptabilisés, selon la méthodologie du SEC 95, comme des subsides dans les comptes des administrations publiques. Enfin, les rémunérations de la fonction publique, les achats courants de biens et services et les investissements publics ont augmenté plus vivement que le PIB tendanciel au cours de la période considérée.

Dettes de l'ensemble des administrations publiques

En 2006, la dette de l'ensemble des administrations publiques a atteint 89,1 p.c. du PIB, selon l'optique d'Eurostat concernant le FIF (87,5 p.c. du PIB selon l'optique de l'ICN). Elle a de la sorte baissé de 4,1 points de pourcentage du PIB par rapport à l'année précédente, un résultat légèrement supérieur à la moyenne des diminutions enregistrées après 1993, quand l'endettement avait culminé à 133,5 p.c. du PIB.

Ce nouveau recul s'explique plus que largement par l'évolution endogène de la dette publique, dont la contribution à la réduction de l'endettement s'est élevée à 4,6 points de pourcentage, contre 2,8 points en moyenne de 1994 à 2002. Si, par rapport à cette période, le solde primaire effectif s'est contracté, de 5,7 à 4,2 p.c. du PIB, les conditions nécessaires pour éviter l'émergence d'un effet boule de neige se sont considérablement assouplies, du fait de la baisse tendancielle du taux d'intérêt implicite et parce

que, durant l'année sous revue, la croissance nominale du PIB a excédé le niveau de ce taux. Dans ce cas, en effet, la stabilisation de l'endettement ne requiert pas la réalisation d'un surplus primaire.

Par rapport à son sommet de 1993, la dette de l'ensemble des administrations publiques a diminué de quelque 44 points de pourcentage du PIB. Au sein de celle-ci, la dette fédérale, dont la part avoisine les 90 p.c., a baissé dans une proportion relativement comparable, pour représenter 82,5 p.c. du PIB en 2006. La dette des communautés et régions a augmenté jusqu'à 7,5 p.c. en 1996, mais a baissé depuis lors, atteignant 4,1 p.c. du PIB en 2006. Cette évolution est le résultat de soldes de financement globalement positifs accumulés durant cette période. Les pouvoirs locaux ont vu leur endettement passer de 8,4 p.c. du PIB en 1990 à 4,3 p.c. en 1997. Depuis cette forte contraction, leur dette est restée stationnaire, oscillant autour de ce niveau pour atteindre 4,6 p.c. du PIB en 2006. Enfin, la dette brute de la sécurité

TABLEAU 34 DETTE BRUTE CONSOLIDÉE DE L'ENSEMBLE DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES
(pourcentages du PIB, sauf mention contraire)

	1993	Moyenne 1994-2002	2003	2004	2005	2006 e	Évolution de 1993 à 2006 e
Niveau de la dette (en fin de la période) selon l'optique d'Eurostat ⁽¹⁾	133,5		98,6	94,3	93,2	89,1	
<i>p.m. Idem, selon l'optique de l'ICN⁽¹⁾</i>					91,5	87,5	
Variation de la dette		-3,4	-4,7	-4,3	-1,1	-4,1	-44,4
Variation endogène ⁽²⁾		-2,8	-2,7	-5,0	-0,6	-4,6	-37,8
Solde primaire requis pour stabiliser la dette ⁽²⁾		2,9	2,7	-0,3	1,5	-0,4	
Taux d'intérêt implicite de la dette ⁽³⁾		6,4	5,3	5,0	4,6	4,6	
Croissance du PIB nominal ⁽³⁾		3,9	2,6	5,4	3,1	5,1	
Solde primaire effectif		5,7	5,4	4,7	2,0	4,2	
Variation résultant d'autres facteurs		-0,6	-2,0	0,7	-0,5	0,5	-6,6
Opérations avec la BNB (notamment plus-values sur or)		-0,4	-0,1	0,0	0,0	0,0	
Privatisations et autres opérations financières ..		-0,3	-2,3	-0,4	-0,1	0,0	
Formation nette d'actifs financiers en dehors du secteur des administrations publiques		-0,3	0,2	0,0	-0,2	0,0	
Changements de classement sectoriel		0,1	0,0	0,0	-0,4	0,0	
Autres ⁽⁴⁾		0,4	0,2	1,1	0,2	0,5	

Sources: CE, ICN, BNB.

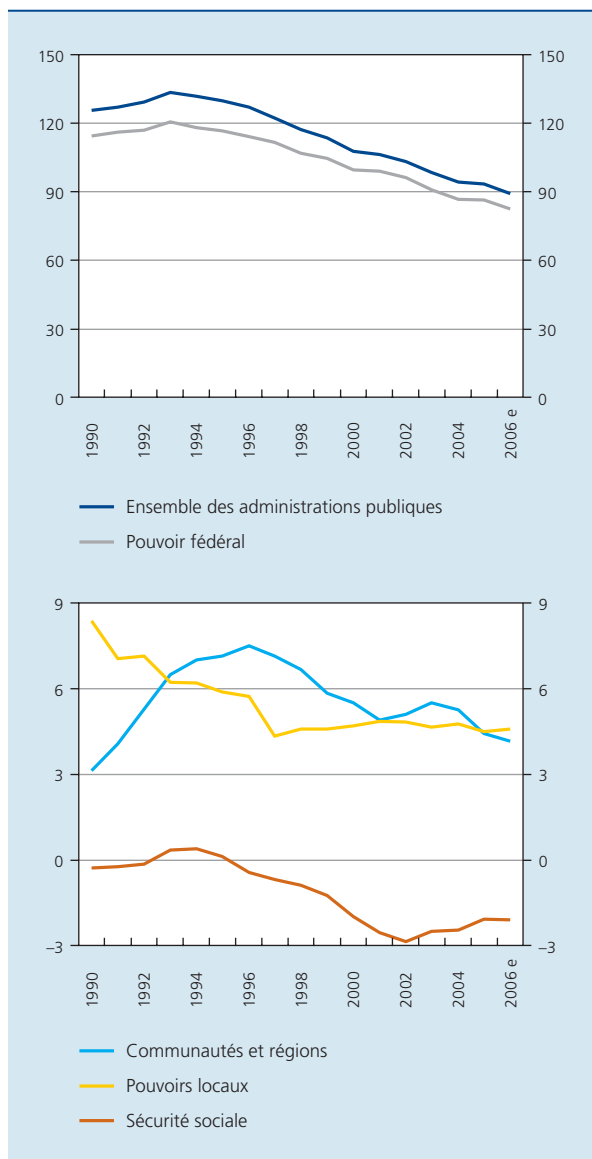
(1) Selon l'optique de l'ICN, le FIF, créé dans le contexte de la restructuration de la SNCB le 1^{er} janvier 2005, relève du secteur des sociétés non financières. Selon l'optique d'Eurostat, ce Fonds est classé dans le secteur des administrations publiques.

(2) La variation endogène de la dette publique est donnée par la différence entre le solde primaire requis pour stabiliser la dette – c'est-à-dire le solde égal à l'écart entre le taux d'intérêt implicite de la dette et le taux de croissance du PIB nominal, multiplié par le rapport entre la dette à la fin de l'année précédente et le PIB de la période considérée – et le solde primaire effectif.

(3) Pourcentages.

(4) Principalement les octrois de crédits, les prises de participations, l'incidence des différences de change et des primes d'émission et de rachat et les écarts statistiques.

GRAPHIQUE 51 CONTRIBUTION DES SOUS-SECTEURS DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES À LA DETTE PUBLIQUE BRUTE CONSOLIDÉE ^{(1) (2)}
(pourcentages du PIB)



Sources : CE, BNB.

(1) Selon l'optique d'Eurostat concernant le FIF.

(2) Dette brute consolidée du sous-secteur, diminuée de la partie de la dette des autres sous-secteurs des administrations publiques que celui-ci détient.

sociale s'est réduite progressivement depuis le milieu des années 1990. En 2001, elle a toutefois été reprise par le pouvoir fédéral. Globalement, déduction faite des actifs détenus par ce sous-secteur sur les autres administrations publiques, celui-ci affiche une position créditrice depuis 1996, qui n'a cessé de s'élargir jusqu'en 2002, où elle avait avoisiné 3 p.c. du PIB. Cette position s'est quelque peu étioyée depuis, pour revenir à 2,1 p.c. du PIB à la fin de l'année sous revue.

7.

7.1 Structure des financements et des placements dans l'économie belge

Le secteur des particuliers, qui disposaient d'un patrimoine financier net estimé à quelque 626 milliards d'euros à la fin de 2005, est le seul secteur créditeur net de l'économie belge. De ce fait, les ménages financent de façon directe ou indirecte les autres secteurs résidents, ainsi que le reste du monde. Les entreprises constituaient au 31 décembre 2005 le secteur débiteur le plus important: bien que détentrices d'avoirs financiers supérieurs à ceux des ménages, elles présentaient un passif financier encore plus élevé, leurs engagements financiers nets se montant à 276 milliards environ. L'endettement net des administrations publiques s'élevait à un peu plus de 241 milliards à la fin de 2005, et celui du reste du monde à quelque 103 milliards. Le secteur des sociétés financières présentait une position financière quasiment équilibrée, du fait

qu'une grande partie des institutions le composant sont traitées par convention comme de purs intermédiaires financiers.

La formation d'actifs financiers par les ménages belges a une nouvelle fois excédé leur prise de nouveaux engagements au cours des neuf premiers mois de l'année sous revue. En conséquence, le patrimoine financier net des particuliers s'est accru de 5,7 milliards d'euros, abstraction faite des variations de prix et de change. Dans le même temps, les sociétés non financières, désignées par commodité dans la suite du commentaire plus simplement sous les vocables de sociétés ou d'entreprises, ont dégagé une capacité nette de financement de 6,8 milliards, leur permettant de réduire quelque peu le niveau de leur endettement net. Au contraire, les opérations financières des administrations publiques se sont soldées par un déficit de 4,3 milliards durant la période considérée.

TABLEAU 35 ACTIFS ET ENGAGEMENTS FINANCIERS PAR SECTEUR
(encours à la fin de 2005, milliards d'euros)

	Actifs financiers					Total des engagements financiers
	Particuliers	Sociétés non financières	Administrations publiques	Sociétés financières ⁽¹⁾	Reste du monde	
Engagements financiers						
Particuliers	–	–	6,5	129,9	–	136,4
Sociétés non financières	94,8	443,3	16,7	118,4	430,7	1.104,0
Administrations publiques	13,8	8,8	34,0	126,4	135,4	318,3
Sociétés financières ⁽¹⁾	504,9	69,1	18,8	328,0	654,4	1.575,1
Reste du monde	148,9	307,2	1,2	865,7	–	1.323,1
Total des actifs financiers	762,4	828,5	77,2	1.568,3	1.220,5	4.456,9
Actifs financiers nets	626,0	–275,5	–241,1	–6,8	–102,6	

Source: BNB.

(1) Les sociétés financières comprennent principalement la BNB, les établissements de crédit et les investisseurs institutionnels. La BNB et les établissements de crédit sont traités, dans les comptes financiers, comme de purs intermédiaires financiers dont les actifs et engagements financiers s'égalisent.

TABLEAU 36 STRUCTURE DES ACTIFS ET ENGAGEMENTS FINANCIERS DES SECTEURS NON FINANCIERS RÉSIDENTS

(milliards d'euros)

	Particuliers		Sociétés non financières		Administrations publiques	
	Encours à la fin de 2005	Flux des neuf premiers mois de 2006	Encours à la fin de 2005	Flux des neuf premiers mois de 2006	Encours à la fin de 2005	Flux des neuf premiers mois de 2006
Actifs financiers ⁽¹⁾	762,4	14,0	828,5	40,3	77,2	-2,2
dont:						
Billets, pièces et dépôts	223,2	8,8	78,2	21,7	5,0	1,1
Titres à revenu fixe	84,6	-6,2	16,3	0,0	15,9	-2,7
Parts d'OPC	130,2	5,5	0,1	0,0	1,0	1,4
Actions et autres participations	145,0	0,2	397,4	8,7	20,1	0,3
Provisions techniques d'assurance	175,9	10,4	6,5	-0,2	-	-
Crédits	-	-	344,7	24,1	20,2	-1,0
Engagements financiers	136,4	8,4	1.104,0	33,6	318,3	2,2
dont:						
Billets, pièces et dépôts	-	-	-	-	0,9	0,1
Titres à revenu fixe	-	-	33,3	1,2	258,9	3,1
Actions et autres participations	-	-	655,4	32,1	-	-
Crédits	128,4	9,2	405,6	-0,6	46,3	2,9
Solde financier	626,0	5,7	-275,5	6,8	-241,1	-4,3

Source: BNB.

(1) Outre les catégories principales d'instruments financiers présentées dans le tableau et divers actifs mineurs qui n'y sont pas nommément repris, cette rubrique recouvre également les erreurs et omissions du compte financier de la Belgique à l'égard du reste du monde, assimilées traditionnellement à des mouvements de capitaux non recensés. Lorsque les flux cumulés de ces erreurs et omissions s'avèrent négatifs, la somme des encours des catégories principales d'instruments reprises dans le tableau peut excéder le montant total des actifs financiers.

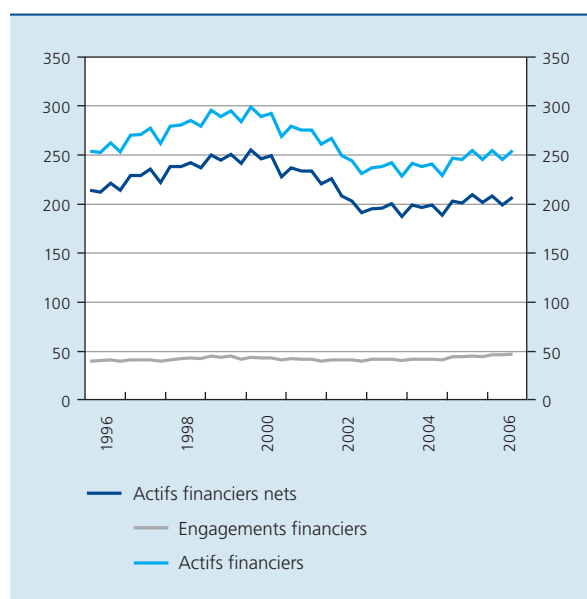
7.2 Particuliers

Au 30 septembre 2006, les ménages belges détenaient des actifs financiers pour un montant évalué, effets de valorisation compris, à 781 milliards d'euros, en hausse de 4 p.c. sur une période d'un an. Leur endettement s'est toutefois accru de manière plus rapide, de 9,5 p.c., en raison notamment d'une demande toujours soutenue pour les crédits hypothécaires. Au terme des neuf premiers mois de l'année sous revue, le passif financier des ménages représentait au total 145 milliards d'euros.

En conséquence, les particuliers disposaient, au 30 septembre 2006, d'un patrimoine financier net estimé à 637 milliards d'euros. Exprimée en termes nominaux, leur richesse financière n'avait jamais atteint un montant aussi élevé. Toutefois, rapporté au PIB à prix courants, l'encours des actifs nets des ménages demeure sensiblement inférieur au niveau atteint en l'an 2000 avant l'éclatement de la bulle spéculative sur les marchés boursiers. Au 31 décembre 2005, le patrimoine financier net des particuliers représentait trois fois et demi leur revenu disponible, soit environ deux fois le niveau du PIB.

GRAPHIQUE 52 PATRIMOINE FINANCIER DES PARTICULIERS

(données trimestrielles, pourcentages du PIB annualisé à prix courants)



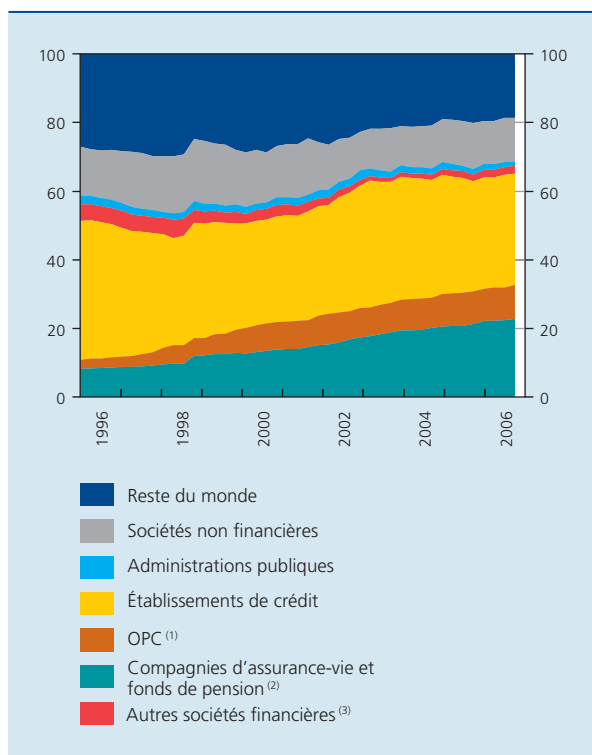
Sources: ICN, BNB.

Formation d'actifs financiers

Au terme des neuf premiers mois de 2006, un tiers du patrimoine des particuliers était placé auprès des établissements de crédit, une proportion qui a considérablement fluctué au cours des dix dernières années. Les avoirs mis en réserve auprès des compagnies d'assurance-vie et des fonds de pension, qui affichent une progression constante, représentaient 23 p.c. du portefeuille des particuliers. Leur part est désormais supérieure à celle des créances sur l'étranger (19 p.c.), qui a tendance à régresser depuis quelques années, en raison notamment de l'entrée en vigueur de la directive européenne sur la fiscalité des revenus de l'épargne sous la forme de paiements d'intérêts. Les placements désintermédiés en actions et obligations d'entreprises belges se montaient à 13 p.c. au 30 septembre 2006, et les parts d'OPC à 10 p.c. : ces deux catégories d'actifs sont, depuis quelques années, présentes en proportions relativement stables dans le portefeuille des ménages. Enfin, les engagements des administrations publiques et des entités reprises dans la catégorie « autres

sociétés financières» ne représentaient, au 30 septembre 2006, qu'une contrepartie directe mineure de l'actif financier des particuliers.

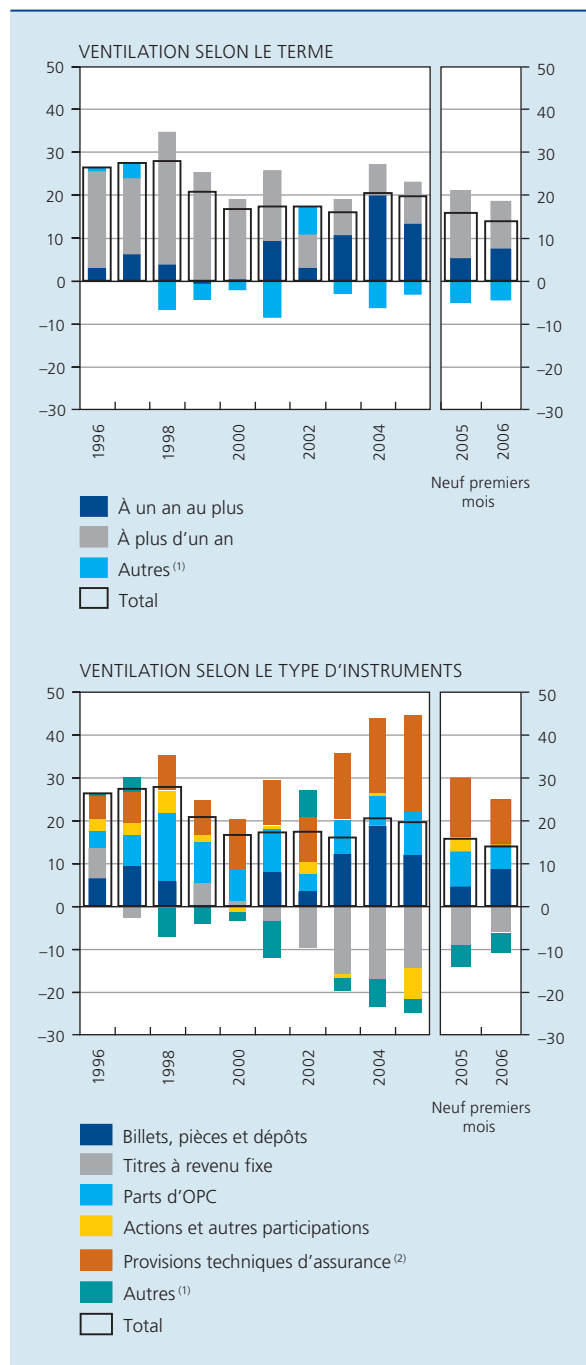
GRAPHIQUE 53 ACTIFS FINANCIERS DES PARTICULIERS : VENTILATION PAR SECTEUR DE CONTREPARTIE
(données à fin de trimestre, pourcentages de l'encours total)



Source : BNB.

- (1) À l'exception des fonds d'épargne-pension.
- (2) Y compris les fonds d'épargne-pension.
- (3) Cette catégorie comprend la BNB, les auxiliaires financiers, les branches « non-vie » des compagnies d'assurances, ainsi que les intermédiaires financiers non repris sous d'autres rubriques.

GRAPHIQUE 54 FORMATION D'ACTIFS FINANCIERS PAR LES PARTICULIERS
(milliards d'euros)

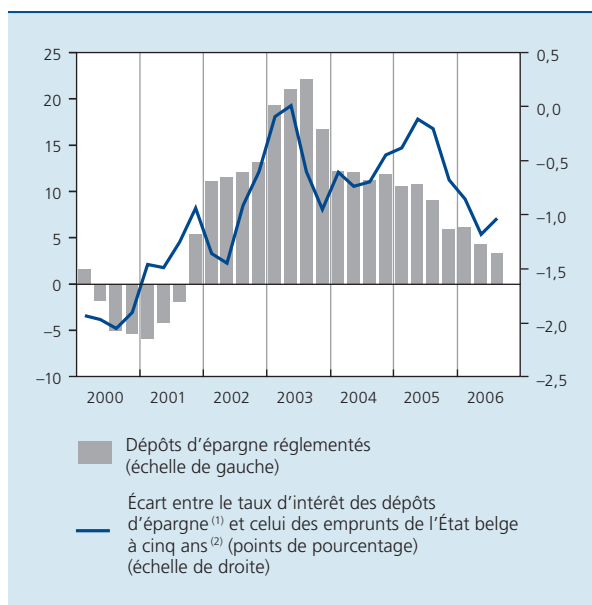


Source : BNB.

- (1) Comprend des postes transitoires et des ajustements statistiques.
- (2) Cette rubrique comprend, essentiellement, les droits nets des ménages sur les provisions techniques d'assurance-vie et sur les fonds de pension.

GRAPHIQUE 55 DÉPÔTS D'ÉPARGNE DES PARTICULIERS ET ÉCART DE TAUX D'INTÉRÊT

(pourcentages de variation par rapport au trimestre correspondant de l'année précédente, sauf pour l'écart de taux d'intérêt)



Source : BNB.

- (1) Taux d'intérêt implicite sur les dépôts d'épargne réglementés tel qu'il ressort des comptes de résultats des institutions de crédit ; moyennes trimestrielles.
- (2) Rendement net sur le marché secondaire des OLO d'une durée résiduelle de cinq ans, dont l'évolution est prise comme indicateur de celle du taux d'intérêt sur les placements concurrents des dépôts d'épargne ; moyennes trimestrielles.

Les particuliers ont constitué de nouveaux actifs financiers pour un montant total de 14 milliards d'euros au cours des neuf premiers mois de l'année sous revue, contre 15,8 milliards pendant la période correspondante de l'année précédente. Ces fonds ont été majoritairement investis en actifs à plus d'un an, quoique dans une moindre mesure qu'en 2005, notamment en raison de l'aplatissement de la courbe des rendements.

Les billets, pièces et dépôts bancaires ont drainé une grande partie des flux d'épargne des particuliers. La constitution de dépôts à terme, encore négative l'année précédente, a largement soutenu la progression de cette catégorie d'actifs au cours de l'année sous revue. Le regain d'intérêt des ménages pour les dépôts à terme est attribuable à la hausse progressive des taux créditeurs appliqués à ces produits, particulièrement sensible pour les dépôts à courte échéance où le resserrement des taux directeurs de l'Eurosystème s'est répercuté de façon assez nette (voir à ce sujet l'encadré 3). En revanche, les taux d'intérêt accordés sur les dépôts d'épargne sont demeurés relativement bas en 2006. Ainsi, l'écart entre le rendement net à cinq ans des obligations linéaires (OLO) et le taux d'intérêt sur les comptes d'épargne s'est accru à

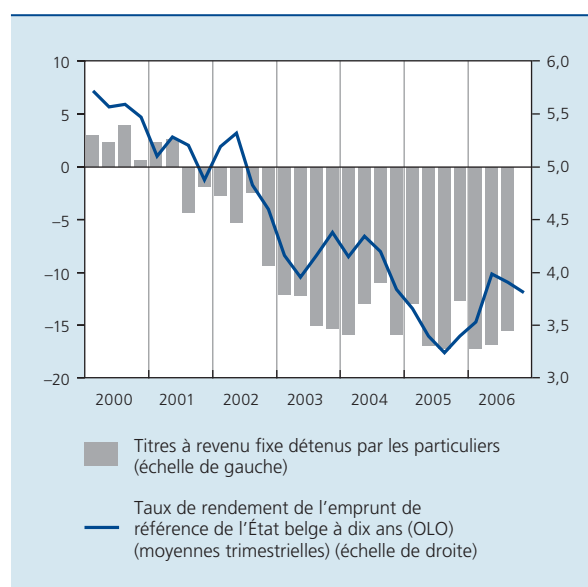
l'avantage des emprunts d'État, en dépit des relèvements de taux intervenus au milieu de l'année à l'initiative de plusieurs banques aux parts de marché encore modestes. En conséquence, les dépôts d'épargne – dont les intérêts sont exonérés de précompte mobilier à concurrence de 1.630 euros par contribuable (revenus de 2007) – ont affiché une croissance plus faible que les années précédentes. Au 30 septembre 2006, l'encours des dépôts d'épargne se situait un peu plus de 3 p.c. au-dessus du niveau atteint un an auparavant.

Le recul des placements en titres à revenu fixe, systématique au cours des dernières années, s'est à nouveau manifesté sur les neuf premiers mois de l'année sous revue. La remontée sensible des taux d'intérêt à long terme, entamée à la fin de l'année précédente mais interrompue au troisième trimestre de 2006, ne semble pas avoir stimulé les placements obligataires des particuliers. Ceux-ci ont procédé à des cessions nettes de titres à revenu fixe à concurrence de 6,2 milliards d'euros au cours des neuf premiers mois de 2006.

Les flux nets des placements en actions et autres participations ont été très limités au cours des neuf premiers mois de 2006. L'année précédente, les placements en actions avaient encore recueilli les faveurs des ménages au premier semestre, avant de reculer très nettement

GRAPHIQUE 56 TITRES À REVENU FIXE DÉTENUS PAR LES PARTICULIERS ET TAUX DE RENDEMENT À LONG TERME

(pourcentages de variation par rapport au trimestre correspondant de l'année précédente, sauf pour le taux de rendement)



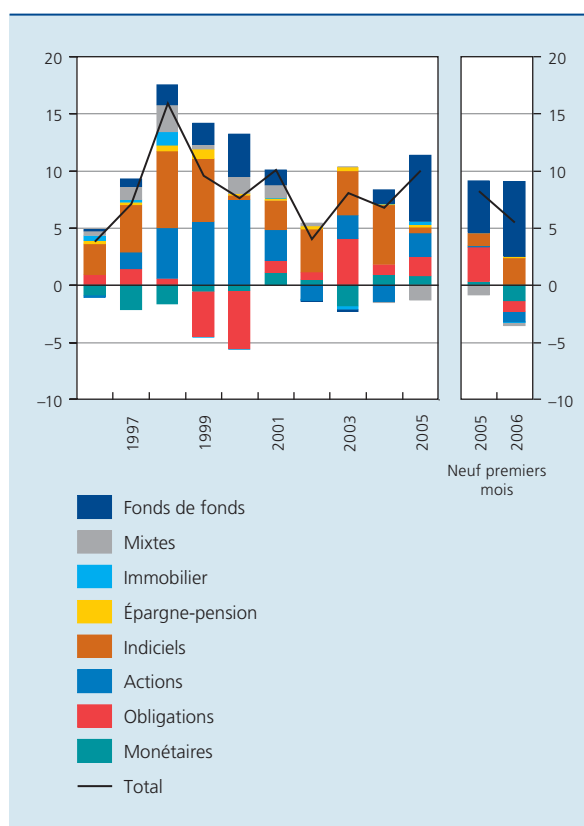
Source : BNB.

à la fin de l'année sous l'effet de l'OPA de Suez sur Electrabel: nombre de petits actionnaires d'Electrabel auraient apporté leurs titres à l'offre de Suez sans pour autant maintenir en actions le produit de cet échange. Le tassement observé sur les neuf premiers mois de l'année sous revue est survenu en dépit de l'impulsion donnée aux émissions d'actions à la suite de l'introduction de la déduction des intérêts notionnels (voir à ce sujet l'encadré 17) qui ne semble pas avoir donné lieu à des souscriptions accrues de la part des particuliers. Il pourrait s'expliquer par la baisse des cours de bourse enregistrée au deuxième trimestre. En effet, comme on l'a montré dans le Rapport de l'année précédente, il s'avère que les ménages s'inspirent dans une large mesure des performances boursières d'une action pour estimer son rendement attendu dans le futur et orienter leurs décisions d'achat ou de vente. Dans ce contexte, le redressement des cours intervenu dans la seconde moitié de l'année pourrait avoir ravivé l'intérêt des particuliers pour les placements en actions au quatrième trimestre de 2006.

Dans le secteur des OPC, les nouveaux apports – les souscriptions moins les remboursements – ont représenté 5,5 milliards d'euros au cours des neuf premiers mois de 2006, un montant sensiblement inférieur à celui observé sur la même période de l'année précédente. Les particuliers ont opéré un retrait net de capitaux placés en fonds obligataires, lesquels enregistraient pourtant ces dernières années un apport net qui contrastait avec la faiblesse des taux d'intérêt. Ce retournement de tendance est à mettre sur le compte d'une nouvelle disposition fiscale, applicable depuis le 1^{er} janvier 2006, consistant à soumettre au précompte mobilier de 15 p.c. les revenus d'intérêts des parts de capitalisation des fonds possédant un passeport européen et détenant directement ou indirectement au moins 40 p.c. de créances de toute nature à l'exclusion des obligations émises avant le 1^{er} mars 2001. Cette mesure a été motivée par le souhait d'accorder la nomenclature des actifs financiers dont les revenus sont sujets à la fiscalité belge des revenus mobiliers avec celle des produits visés dans la directive européenne sur la fiscalité des revenus de l'épargne sous la forme de paiements d'intérêts. Elle pourrait dès lors aussi expliquer le retrait net des capitaux placés en OPC monétaires observé en 2006.

Les remboursements de parts ont également dépassé les souscriptions dans le secteur des OPC d'actions. Celui-ci n'a donc pas tiré parti du désintéret des ménages vis-à-vis des OPC en actifs porteurs d'intérêts, qui ne représentent, il est vrai, pas le même degré de risque. Les retraits nets des positions en OPC monétaires, obligataires et d'actions ont prioritairement bénéficié aux fonds de fonds, des OPC qui investissent pour l'essentiel dans d'autres OPC et qui sont activement promus par divers intermédiaires

GRAPHIQUE 57 ACQUISITION NETTE DE PARTS D'OPC PAR LES PARTICULIERS
(milliards d'euros)



Source : BNB.

financiers. Les placements en parts d'OPC indiciels, généralement assortis d'une clause de protection du capital, ont également enregistré des flux positifs au cours des neuf premiers mois de 2006. Cette catégorie est, en effet, dispensée de précompte mobilier si le rendement annuel est capitalisé et libéré à l'échéance sous la forme d'une plus-value.

L'incidence de la fiscalité sur l'allocation de l'épargne des ménages s'est également manifestée dans une autre catégorie d'instruments financiers. Depuis le début de l'année sous revue, les primes alimentant les polices individuelles d'assurance-vie sont soumises à une taxe de 1,1 p.c. Dans les faits, les flux d'investissements des particuliers en réserves techniques d'assurance, quoique toujours importants, ont sensiblement ralenti par rapport aux neuf premiers mois de l'année 2005: les investissements dans cette catégorie d'actifs, qui recouvre principalement les réserves constituées dans le cadre d'une assurance-vie ou d'un fonds de pension, se sont montés à quelque 10 milliards d'euros. Certes, il apparaît qu'une partie des

ménages avait anticipé cette mesure, en effectuant à la fin de l'année précédente des versements initialement prévus en 2006. Mais il semble acquis que d'autres épargnants ont préféré placer leurs économies dans des produits financiers alternatifs. En témoigne l'essor des contrats de la branche 26 au cours de l'année sous revue. Cette appellation désigne de purs produits de capitalisation garantissant un rendement minimum, mais ne prévoyant pas de couverture en cas de décès. À l'inverse des contrats de la branche 21, les produits de la branche 26 échappent au nouveau prélèvement fiscal sur les versements, mais leurs revenus demeurent soumis au précompte mobilier même si la durée du placement est supérieure à huit ans. Le développement de ce type de contrats, fiscalement attrayants comme instruments de placement à court ou moyen terme, n'a toutefois pas permis de contrebalancer la diminution des encaissements constatée par les compagnies d'assurances dans les branches 21 et 23, l'encours des contrats de la branche 26 étant pour l'heure relativement faible.

Nouveaux engagements financiers

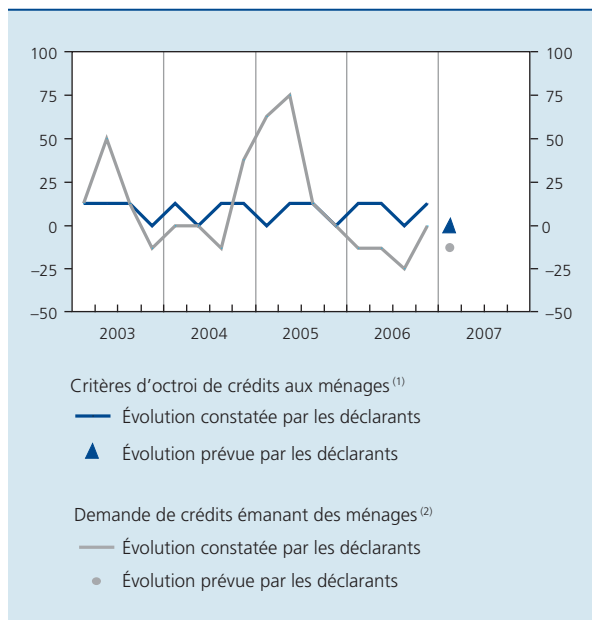
Au cours des neuf premiers mois de l'année sous revue, les nouveaux engagements financiers des particuliers ont atteint un niveau record de 8,4 milliards d'euros, contre 7,7 milliards pendant la période correspondante de 2005. À nouveau, la majeure partie des dettes contractées par les ménages a consisté en crédits au logement, même si les crédits à la consommation se sont également inscrits en forte hausse.

Il ressort des résultats de l'enquête sur la distribution du crédit bancaire que les conditions de l'offre de crédits au logement ont évolué dans un sens favorable aux emprunteurs, les banques ayant à nouveau légèrement assoupli leurs critères d'octroi de prêts. Les établissements de crédit ont, en revanche, fait état d'un affaiblissement de la demande de prêts hypothécaires la majeure partie de l'année sous revue, une évolution qui contraste avec les accroissements très nets rapportés pendant la première moitié de l'année 2005.

Le recul de la demande de crédit a commencé à produire ses effets sur l'évolution des montants octroyés. Au premier trimestre, ceux-ci ont encore été nettement supérieurs aux crédits accordés sur la même période de

GRAPHIQUE 58 RÉSULTAT DE L'ENQUÊTE DE L'EUROSISTÈME SUR LA DISTRIBUTION DU CRÉDIT: OFFRE ET DEMANDE DE CRÉDITS AU LOGEMENT EN BELGIQUE

(données trimestrielles)



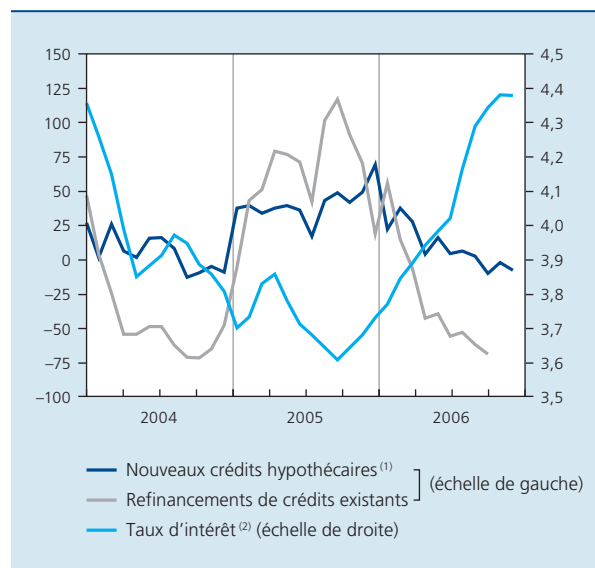
Source : BNB.

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

(2) Solde en pourcentage des réponses pondérées des établissements de crédit à l'enquête de l'Eurosystème sur la distribution du crédit indiquant le degré d'accroissement ou d'affaiblissement (-) de la demande de crédits.

GRAPHIQUE 59 NOUVEAUX CRÉDITS HYPOTHÉCAIRES AUX PARTICULIERS, REFINANCEMENTS ET TAUX D'INTÉRÊT

(pourcentages de variation par rapport au mois correspondant de l'année précédente, sauf pour le taux d'intérêt)



Sources : UPC, BNB.

(1) À l'exclusion de ceux portant sur le refinancement de crédits existants.

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

2005, mais à compter du deuxième trimestre, leur rythme de croissance a sensiblement ralenti : les nouveaux crédits octroyés sont revenus au niveau, certes très élevé, qui était le leur un an plus tôt. La remontée des taux d'intérêt d'application sur les prêts hypothécaires est vraisemblablement à l'origine de ce ralentissement.

L'activité de refinancement de crédits hypothécaires existants apparaît tout particulièrement sensible à l'évolution des taux d'intérêt. Ce constat n'a rien d'étonnant, puisque l'attrait du refinancement d'un crédit réside dans les conditions d'emprunt plus avantageuses qu'il permet d'obtenir. Dans cette logique, le ralentissement puis le recul observés dans l'évolution des refinancements depuis la fin de 2005 sont à mettre en rapport avec la hausse des taux d'intérêt intervenue sur cette même période. Du point de vue des ménages, le rachat d'un crédit s'avère désormais moins opportun : les refinancements ne représentaient plus que 7 p.c. du montant total des crédits octroyés au cours du mois de septembre 2006, contre 18 p.c. un an plus tôt.

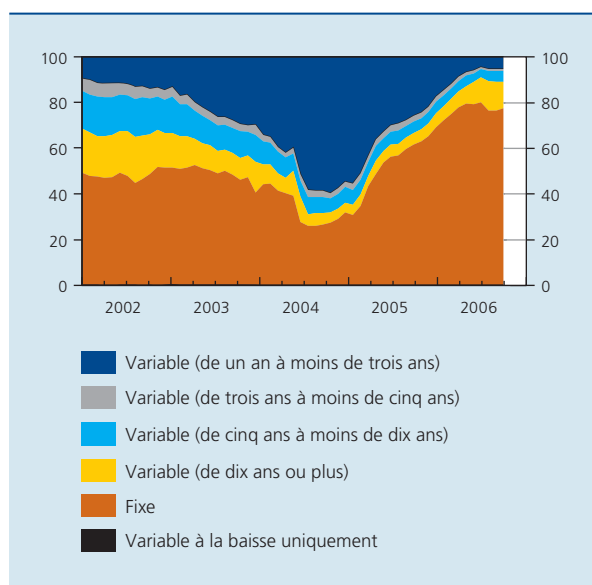
Le regain d'intérêt pour les crédits hypothécaires à taux fixe, qui avait caractérisé l'année 2005, s'est poursuivi en 2006 : cette formule a concerné 78 p.c. des contrats signés au mois de septembre. Par comparaison, en septembre 2004, quelque 73 p.c. des emprunteurs avaient opté pour l'une des formules à taux d'intérêt variable.

Ce renversement de tendance, intervenu en deux ans seulement, est lié à deux éléments. D'une part, le niveau des taux d'intérêt, relativement bas mais en hausse, pourrait avoir ravivé la perspective de taux plus élevés dans le futur. D'autre part, l'aplatissage de la courbe des taux a réduit l'écart qui existait entre les taux fixes et variables. Ces facteurs ont rendu l'option à taux fixe nettement plus attractive aux yeux des emprunteurs.

Au cours du premier semestre de l'année sous revue, l'encours des crédits à la consommation a augmenté de 1,1 milliard d'euros, une hausse deux fois supérieure à celle enregistrée sur la période correspondante de 2005. Le nombre de contrats défaillants, qui sont principalement des crédits à la consommation, a en revanche légèrement baissé, pour s'établir à 492.177 au 31 décembre 2006, contre 501.102 à la fin de 2005. Cette amélioration est, par ailleurs, visible dans la baisse du nombre de débiteurs défaillants et dans la diminution de l'encours des défauts de paiement non régularisés. Ces évolutions confirment le bien-fondé de la législation existante en matière de prévention du surendettement, notamment l'élargissement des missions imparties à la Centrale des crédits aux particuliers intervenu à la mi-2003, et en particulier sa transformation en une centrale positive. Cette législation vient, par ailleurs, de subir une nouvelle modification importante qui fait l'objet de l'encadré 16.

Cette amélioration globale dissimule toutefois des problèmes récurrents sur certains segments du marché du crédit à la consommation. Il en va ainsi des ouvertures de crédit, seule catégorie dont les contrats en souffrance ont progressé en 2006. Au 31 décembre, ils représentaient quelque 42 p.c. du total des contrats défaillants. La prépondérance des prêteurs non bancaires, à l'origine de deux tiers des ouvertures de crédit enregistrées, se confirme dans ce segment. L'ouverture d'une ligne de crédit auprès de ces institutions est de plus en plus fréquente. Très souvent liée à une carte, elle procure à son titulaire le droit d'utiliser à sa guise une réserve d'argent disponible à concurrence d'un certain montant, le moment et l'ampleur des remboursements en capital n'étant pas prédéterminés. Ces caractéristiques rendent l'ouverture de crédit potentiellement dommageable pour le consommateur. Conscient des risques, le législateur a introduit, à compter du 1^{er} février 2007, un délai maximum de remise à zéro : l'emprunteur est désormais tenu de rembourser dans un délai maximum de cinq ans l'intégralité du montant emprunté dans le cadre d'une ouverture de crédit. Même si le délai prévu est long, ce système devrait éviter à certains emprunteurs de s'installer durablement dans une situation où les intérêts débiteurs s'accumulent au point de compromettre leur capacité à rembourser le capital.

GRAPHIQUE 60 RÉPARTITION DES NOUVEAUX CONTRATS HYPOTHÉCAIRES SELON LE TYPE DE TAUX ⁽¹⁾
(données mensuelles, pourcentages du total)



Source : UPC.

(1) Les mentions entre parenthèses renvoient à la période de fixité initiale du taux.

Encadré 16 – La nouvelle législation relative aux taux annuels effectifs globaux maxima

Dans un souci de transparence du marché, le législateur avait défini au début des années 1990 une méthode unique de calcul du tarif applicable à tous les crédits à la consommation : le taux annuel effectif global (TAEG). Ce concept prend en considération toutes les modalités d'un prêt : le rythme de remboursement du capital, le paiement des intérêts et le calcul des frais éventuels liés à l'octroi et à la gestion du crédit. Toute institution financière sollicitée pour l'octroi d'un crédit à la consommation est tenue de communiquer le TAEG au demandeur du crédit. Ce dernier a donc la possibilité de comparer aisément les conditions des offres qui lui sont faites par différentes institutions.

La loi prévoit, par ailleurs, pour chaque type de crédit à la consommation, des TAEG maxima que les prêteurs ne peuvent pas dépasser. Un nouvel arrêté royal⁽¹⁾ actualisant ces maxima est entré en vigueur le 1^{er} février 2007. Il comporte deux volets : la fixation de nouveaux plafonds et l'introduction d'un mécanisme d'adaptation automatique des maxima. Désormais, le TAEG maximum d'application sur un crédit à la consommation dépend de la nature de ce crédit (prêt/vente à tempérament, ouverture de crédit avec ou sans carte ou crédit-bail) et du montant emprunté. Plus ce dernier est faible, plus le TAEG maximum est élevé, puisque cette notion englobe un certain nombre de frais fixes indépendants du montant du contrat. Les valeurs de départ de ces maxima, stipulées dans la réglementation susvisée, sont reprises dans la grille ci-dessous.

NOUVELLE GRILLE DES TAUX ANNUELS EFFECTIFS GLOBAUX MAXIMA

(pour cent)

Montant du crédit	Prêt et vente à tempérament	Ouverture de crédit avec carte	Ouverture de crédit sans carte	Crédit-bail
Jusqu'à 1.250 euros	21	17	13	15
Plus de 1.250 à 5.000 euros	16	15	12	12
Plus de 5.000 euros	13	14	12	11

Source : SPF Économie, PME, classes moyennes et énergie.

Il est prévu d'adapter chacun de ces maxima à l'évolution d'indices de référence (OLO à court et moyen termes et Euribor à trois mois) reflétant le coût du crédit. Deux fois par an, à l'expiration du mois de mars et du mois de septembre, il est vérifié, pour chaque indice de référence, s'il a varié d'au moins 0,75 point de pourcentage depuis la dernière adaptation du TAEG maximum correspondant. Lorsque c'est le cas, un taux de référence sous-jacent, correspondant initialement à la valeur de départ du TAEG maximum concerné, est augmenté (diminué) du montant de la hausse (baisse) constatée pour l'indice de référence. Un nouveau TAEG maximum est déterminé en arrondissant à l'unité ou à la demi-unité la plus proche ce taux de référence modifié. Les nouveaux TAEG maxima, ainsi que les nouveaux indices et taux de référence correspondants, sont publiés au Moniteur belge et entrent en vigueur le premier jour du deuxième mois suivant celui de la publication.

Le nouveau système présente beaucoup d'avantages par rapport à la législation précédente. Tout d'abord, les taux maxima sont désormais couplés à l'évolution d'indices de référence en vertu d'une procédure objective, transparente et systématique, qui contraste avec l'ancien système. D'autre part, la grille des taux maxima a été

(1) Arrêté royal du 19 octobre 2006, modifiant l'arrêté royal du 4 août 1992 relatif aux coûts, aux taux, à la durée et aux modalités de remboursement du crédit à la consommation, en vue de fixer les taux annuels effectifs globaux maxima.



considérablement simplifiée: elle ne compte plus que douze taux maxima au lieu de vingt-huit précédemment, offrant ainsi une meilleure lisibilité aux prêteurs comme aux consommateurs. Enfin, la nouvelle grille propose des taux maxima dans leur ensemble plus bas que dans l'ancien système. La nouvelle législation peut être perçue comme étant plus contraignante: elle risque, en effet, d'empêcher l'attribution de certains crédits qui auraient pu se conclure à un taux supérieur, constituant une entrave potentielle au bien-être des ménages (éventuellement confrontés à l'impossibilité de financer leurs besoins) comme à la rentabilité des banques (privées des revenus qu'auraient générés ces crédits). En revanche, l'existence de taux maxima remplit parfaitement le rôle qui lui est dévolu, à savoir la lutte contre le surendettement. Ces plafonds mettent le consommateur à l'abri de taux d'intérêt usuraires, voire de niveaux d'endettement excessifs, susceptibles de mettre en péril sa capacité de remboursement. De ce fait, les maxima réduisent aussi le risque de défaillance de l'emprunteur, ce qui profite au bailleur de fonds. Il importe, enfin, de souligner qu'au niveau agrégé, les nouveaux taux d'intérêt maxima sur les crédits à la consommation paraissent peu contraignants: ils demeurent bien supérieurs au TAEG moyen de 7,9 p.c. appliqué par les banques sur les emprunts contractés au cours des neuf premiers mois de 2006. Toutefois, s'il n'existe actuellement aucune statistique officielle relative au TAEG moyen pratiqué par les prêteurs non bancaires, il semblerait que les taux que ceux-ci appliquaient jusqu'ici sur les ouvertures de crédit s'approchaient généralement des maxima autorisés dans l'ancien système.

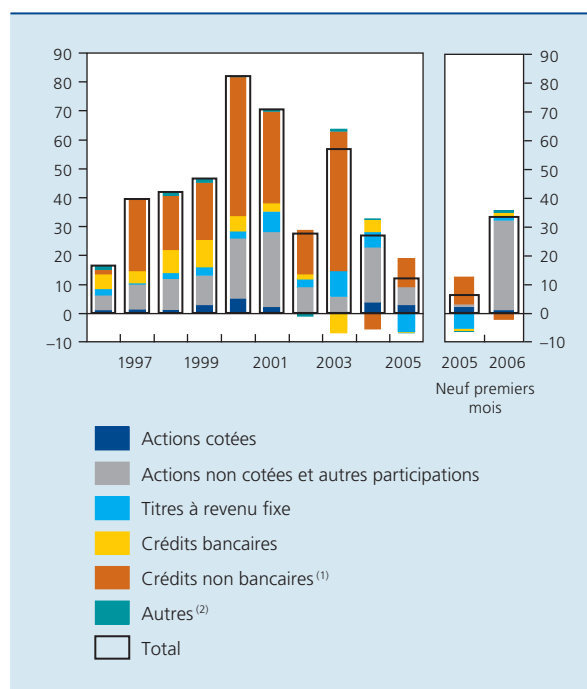
7.3 Sociétés non financières

Au cours des neuf premiers mois de 2006, les entreprises ont contracté de nouveaux engagements à hauteur de 33,6 milliards d'euros, contre 6,5 milliards au cours de la période correspondante de 2005. L'ampleur des nouveaux engagements financiers des sociétés belges en 2006 est en partie due à la continuation de la progression soutenue de leurs investissements physiques, leur formation brute de capital ayant atteint 41,8 milliards d'euros en 2006 contre 38,1 milliards en 2005, soit une hausse à prix courants de 9,6 p.c. en base annuelle. D'autre part, les sociétés belges ont procédé à d'importants investissements financiers en 2006. Ainsi, compte tenu des effets de revalorisation, l'encours des actifs financiers détenus par les sociétés belges non financières à la fin de septembre 2006 a augmenté de 6,5 p.c. en base annuelle. Il se chiffrait, dès lors, à quelque 887 milliards, soit un montant considérable, supérieur à celui détenu par les particuliers.

Nouveaux engagements financiers

L'augmentation des nouveaux engagements a été tirée par la forte croissance des émissions d'actions non cotées et d'autres participations qui sont devenues, avec 30,8 milliards d'euros, la source principale de financement des entreprises durant les neuf premiers mois de 2006. Le fait que le reste du monde – dont on peut supposer qu'il s'agit principalement d'entreprises non financières liées établies à l'étranger – ait été la principale

GRAPHIQUE 61 NOUVEAUX ENGAGEMENTS FINANCIERS DES SOCIÉTÉS NON FINANCIÈRES: VENTILATION PAR INSTRUMENT
(milliards d'euros)



Source: BNB.

(1) Principalement des crédits octroyés par les sociétés non financières belges et étrangères.

(2) Comprend les provisions techniques des fonds de pension non autonomes et des postes transitoires.

contrepartie de ces émissions indique une recrudescence des flux de financement intragroupe au cours de l'année sous revue. En revanche, les flux entre entreprises sous la forme de crédits non bancaires se sont inscrits en forte baisse. Le recours au capital à risque via l'émission d'actions cotées, traditionnellement limité en Belgique, a connu une progression moindre que sur la période correspondante de l'année précédente, représentant quelque 1,3 milliard au cours des neuf premiers mois contre 2,2 milliards. Un flux positif de 1,7 milliard a été enregistré en matière de crédit bancaire aux entreprises, ce qui constitue un retournement par rapport à ce qui avait été observé les trois premiers trimestres de 2005 et semble annoncer un redressement progressif de ce mode de financement. Les émissions nettes de titres à revenu fixe, enfin, ont contribué modérément au financement des sociétés, s'élevant à 1,2 milliard, contrairement à 2005, où on avait enregistré pendant la période correspondante un désengagement vis-à-vis de cet instrument, à hauteur de 5,1 milliards. Elles ont encore donné lieu, dans le courant du mois de novembre, à une opération d'envergure, en l'occurrence la levée de 1,7 milliard d'euros par Belgacom.

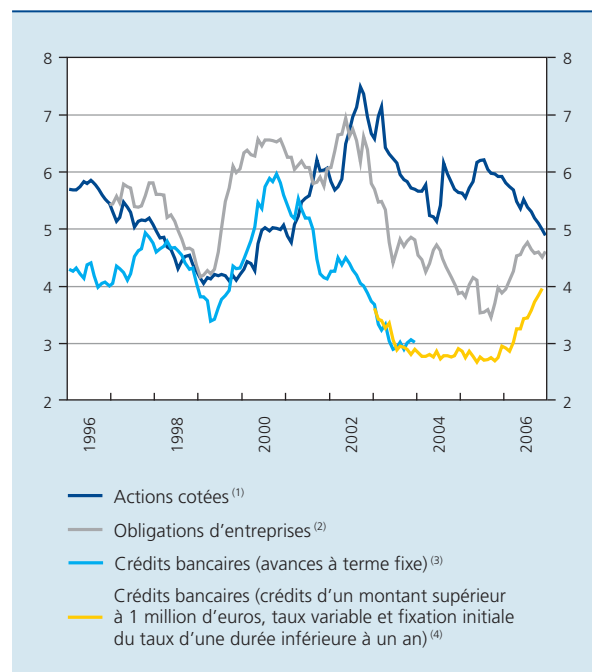
Un des éléments déterminants dans le choix qu'opèrent les entreprises en matière de financement est le coût relatif associé à chacun des instruments à leur disposition. Le graphique 62 illustre à ce propos l'évolution du coût du crédit bancaire, de l'émission d'obligations d'entreprises et de l'émission d'actions. En ce qui concerne ce dernier indicateur, il a été estimé sur la base d'un modèle d'actualisation des dividendes dont la méthodologie a été expliquée dans l'encadré 19 du Rapport 2005 et dont on peut retenir, en bref, que le coût associé à l'émission d'actions augmente en réponse à un accroissement des dividendes (réellement payés et/ou attendus dans le futur) et diminue à la suite d'une hausse des cours boursiers. L'hypothèse faite sur le taux de croissance à long terme des dividendes a une influence majeure sur le niveau de l'indicateur, de sorte que ce sont davantage les évolutions respectives des coûts qui doivent retenir l'attention, plutôt que leurs niveaux. Il est aussi à noter que si le coût de financement par actions présenté ici intègre les cours boursiers et est donc davantage explicatif des émissions d'actions cotées, son usage peut s'étendre aux émissions d'actions non cotées, l'évolution des émissions de ces deux catégories de titres étant relativement bien corrélée.

Au cours de la période récente, l'évolution des coûts des diverses sources de financement des sociétés belges a été particulièrement favorable au financement par actions. De juillet 2005 à la fin de 2006, le coût du financement par actions a diminué de plus de 20 p.c., tandis que le coût des crédits bancaires et celui des obligations de sociétés

ont augmenté de, respectivement, quelque 45 et 30 p.c. Ce renchérissement de l'endettement a découlé du cycle de hausse des taux directeurs de la BCE entamé en décembre 2005, tandis que le coût du financement par actions bénéficiait de la bonne tenue des cours boursiers (voir ci-après), à leur tour déterminés par des anticipations favorables de profits futurs. L'optimisme affiché par les entrepreneurs et les investisseurs belges sur l'ensemble de l'année, qui peut se traduire par une plus faible aversion au risque que d'habitude, a aussi contribué à réduire le coût de financement par actions.

L'engouement des sociétés belges pour le financement via fonds propres, au détriment du financement par endettement, s'explique néanmoins aussi en 2006 par l'introduction d'une nouvelle disposition fiscale, à savoir la déduction pour capital à risque, plus connue sous le nom de déduction des intérêts notionnels. En permettant la déductibilité des charges théoriques encourues sur les fonds propres, la nouvelle mesure renforce significativement l'attractivité de ce mode de financement (pour plus de détails, voir l'encadré 17).

GRAPHIQUE 62 COÛTS DE FINANCEMENT DES SOCIÉTÉS NON FINANCIÈRES EN BELGIQUE
(pour cent)



Sources : Thomson Financial Datastream, BNB.

- (1) Estimation sur la base d'un modèle d'actualisation des dividendes, moyennes mensuelles. Le taux de croissance à long terme des dividendes est supposé converger vers le taux de croissance potentielle de l'économie.
- (2) Rendement d'une obligation de notation BBB libellée en euro avec une maturité de cinq à sept ans, moyennes mensuelles.
- (3) Données de l'enquête mensuelle RIR.
- (4) Données de l'enquête mensuelle MIR, pour les nouveaux crédits contractés.

Encadré 17 – Intérêts notionnels et choix financiers des entreprises

Instaurée par la loi du 22 juin 2005 et entrée en vigueur le 1^{er} janvier 2006, la déduction fiscale pour capital à risque, plus connue sous les termes de déduction des intérêts notionnels (DIN), influencera sans doute structurellement le comportement financier des agents économiques en Belgique. Destinée à réduire la discrimination existant entre le financement au moyen de fonds empruntés et au moyen de fonds propres, elle devrait également, en abaissant la charge fiscale de l'ensemble des entreprises établies en Belgique, renforcer l'attractivité fiscale de notre pays auprès des investisseurs belges et étrangers. Par ailleurs, étant par construction plus attrayante pour les sociétés les plus capitalisées, elle fournit une alternative intéressante au démantèlement programmé des centres de coordination. Le régime fiscalement avantageux des centres de coordination avait été instauré en 1982. Durant ses discussions sur les régimes fiscaux faussant la concurrence, entamées à la fin des années 1990, le Conseil Ecofin avait finalement considéré que ce régime était une mesure fiscale dommageable, impliquant une forme de concurrence déloyale, et devait donc être aboli. L'abandon de ce régime découle aussi de la décision de la CE, en 2003, de ne plus le considérer comme compatible avec les règles applicables en matière d'aides d'État.

L'objectif de cet encadré est d'éclairer les mécanismes par lesquels la DIN peut influencer sur les choix de financement des sociétés autres que les centres de coordination, préalablement établies en Belgique. Ceci peut varier selon la nature de l'investisseur : particulier ou société (que l'on suppose affiliée au même groupe), qu'il soit résident ou non.

Préalablement à une discussion sur le choix entre endettement et fonds propres⁽¹⁾, il convient de rappeler que les aspects fiscaux, ou plus largement les aspects liés aux coûts, ne sont pas les seuls déterminants du choix de la structure de financement optimale. En première instance, le choix d'ouvrir son capital (et donc, son contrôle) dépend de considérations propres à l'entreprise, telles que son organisation interne, son mode de gouvernance, sa taille, sa maturité, sa rentabilité, ses perspectives de croissance, etc. Par ailleurs, ces éléments s'articulent dans un contexte institutionnel (degré de concurrence, fonctionnement des marchés, existence de marchés d'actions spécialisés, etc.), ou légal (protection des créanciers versus protection des actionnaires, maintien des mécanismes de contrôle des actionnaires existants via l'émission d'actions sans droit de vote, etc.) donné, qui est de nature à favoriser de façon plus ou moins importante l'un ou l'autre type de financement.

Pour appréhender l'impact de la DIN sur les choix de financement des sociétés, deux entreprises « fictives »⁽²⁾ au mode de financement distinct sont considérées : la première (société A) se finance exclusivement via endettement, tandis que la seconde (société B) se finance exclusivement via fonds propres. Leur bénéfice avant impôts et charges financières est identique et vaut 100. Si la société A consacre la totalité de ses bénéfices avant impôts et charges financières à des paiements d'intérêts, il y a neutralisation totale de l'impôt par la déductibilité des charges d'intérêts. L'investisseur particulier belge disposera d'un revenu d'intérêt final de 85, soit 100 moins le précompte mobilier de 15 p.c. Dans le cas de la société B, entièrement financée sur fonds propres, aucune déductibilité n'est de mise et le bénéfice est imposable au taux d'imposition normal (33,99 p.c., arrondi à 34 p.c. pour les besoins de l'illustration), donnant lieu à un bénéfice après impôts de 66. L'investisseur particulier touchera dans ce cas un montant de 49,5, compte tenu du précompte de 25 p.c. dont il doit s'acquitter sur les dividendes perçus. En revanche, si aucun dividende n'est versé, de sorte que les bénéfices se concrétisent dans une plus-value à la revente du titre (incorporation des bénéfices non distribués dans le cours), le particulier disposera de la totalité du bénéfice après impôts, soit 66, puisque les plus-values ne sont pas taxées en Belgique.

La discrimination entre endettement et fonds propres s'opère ainsi à deux niveaux : du point de vue de l'entreprise, par le biais de la déductibilité totale des charges d'intérêts, et dans le chef de l'investisseur (ici un particulier), via la différence de précompte mobilier à l'avantage des intérêts perçus. La hiérarchie des préférences place au premier

(1) Par financement via fonds propres, on entend autant le réinvestissement des bénéfices que l'émission d'actions nouvelles.

(2) En effet, une entreprise financée exclusivement par endettement et ne possédant pas de fonds propres est un exemple tout à fait théorique.



rang le financement par endettement, suivi du financement par fonds propres sans paiement de dividendes, et enfin le financement par fonds propres avec paiement de dividendes⁽¹⁾.

La situation diffère lorsque l'entreprise emprunteuse est financée par une autre société⁽²⁾, appartenant par exemple au même groupe. La société A (filiale), qui reçoit les fonds de sa maison mère, devra rétribuer celle-ci par un paiement d'intérêts à concurrence de 100; ceux-ci seront considérés comme revenu imposable dans leur totalité, générant un bénéfice net de 66 pour la maison mère. Pour sa part, la société B versera à sa maison mère des dividendes à hauteur de 66, dont 95 p.c. échappent sous certaines conditions à toute imposition⁽³⁾, ce qui résulte en un bénéfice net de 64,9 dans le chef de la maison mère. Si, plutôt que de payer les dividendes, la filiale réinvestit les bénéfices, le groupe jouira d'un revenu égal à 66, les plus-values demeurant non taxées aussi au sein d'un groupe. Du point de vue du groupe, le financement par endettement et la prise de participation avec mise en réserve des bénéfices sont équivalents; la prise de participation avec paiement régulier de dividendes est pour sa part très légèrement pénalisée d'un point de vue fiscal⁽⁴⁾.

Le deuxième volet du tableau indique dans quelle mesure la DIN entraîne une modification des préférences. Ici aussi, on s'est basé, pour les besoins de l'exercice, sur une hypothèse assez extrême, à savoir que l'entreprise B autofinancée, dispose de suffisamment de fonds propres pour déduire des intérêts notionnels pour l'entièreté de ses bénéfices. Pour rappel, la DIN permet de déduire de la base imposable une fraction des fonds propres, obtenue en multipliant les fonds propres, « corrigés » de certains éléments, par un taux censé rémunérer le capital. La correction des fonds propres se justifie par le fait que l'on ne peut considérer que l'intégralité de ceux-ci est affectée à l'activité productive de l'entreprise; le législateur a aussi voulu éviter que des actifs ne soient artificiellement placés dans une société pour augmenter la base de la déduction, et profiter ainsi d'éventuels effets de cascade entre sociétés d'un même groupe. Le taux de la déduction est le taux moyen annuel des OLO à dix ans (avec un plafond de 6,5 p.c., modifiable par arrêté royal). Il s'agit donc d'un taux sans risque, qui est normalement inférieur au coût effectif du capital, et ce d'autant plus que l'entreprise a un profil risqué: en particulier les PME pourraient être plus pénalisées que les grandes sociétés, généralement bénéficiaires de meilleures conditions d'accès aux marchés financiers. C'est pourquoi la législation prévoit une majoration de 0,5 point de pourcentage du taux de la déduction pour les PME. Mentionnons aussi que l'introduction de la DIN s'est accompagnée de la suppression des droits d'enregistrement pour les apports en capital, lesquels s'établissaient à 0,5 p.c.

Dans le premier exemple, soit le financement par un particulier, l'introduction de la DIN, qui est supposée permettre une neutralisation totale de la base imposable, bouscule la hiérarchie des préférences en relevant le bénéfice associé au financement par fonds propres (avec ou sans paiement de dividendes), tandis que le bénéfice associé au financement par endettement demeure inchangé. La position nette de l'investisseur particulier est désormais meilleure dans le cadre d'un placement en actions avec plus-values à la revente que d'un placement en obligations. L'investissement en obligations reste toutefois plus intéressant que le placement en actions avec paiement de dividendes, même si l'écart de rendement entre ces deux alternatives s'est nettement réduit au profit du placement en actions.

Dans le second exemple, qui supposait un financement entre entités d'un même groupe, l'introduction de la DIN produit également des modifications majeures. La position nette du groupe sera désormais franchement meilleure en cas de financement par fonds propres, que ce soit avec ou sans paiement de dividendes, et le financement par endettement se retrouvera relégué en dernière position. Toutefois, la société mère belge peut éventuellement

(1) Le risque associé aux différentes opérations, de même que les préférences de l'investisseur pour des flux de paiement réguliers (dividendes) ou non, différent et devraient donc être pris en considération dans le calcul.

(2) En principe, l'on suppose ici que la société mère est aussi une entreprise belge. Les dispositions fiscales d'application sur une société mère étrangère sont néanmoins dans certains cas très proches de celles en vigueur entre entreprises belges.

(3) En vertu du régime des revenus définitivement taxés (RDT), qui vise à empêcher que les mêmes revenus soient assujettis à l'impôt à plusieurs reprises dans le chef de différentes sociétés. Si certaines conditions ont été respectées, ce régime prévoit, pour la société qui les perçoit, une exonération d'impôts à hauteur de 95 p.c. des dividendes qui ont déjà été taxés dans le chef de la société qui les a octroyés. De telles dispositions sont par ailleurs au cœur de la directive européenne mère-filiale, en vigueur dans l'ensemble des États membres de l'UE.

(4) Sans prendre en compte ici les différences de taxation sur les revenus de l'investisseur qui finance la maison mère.



CHOIX DE FINANCEMENT AVANT ET APRÈS L'INTRODUCTION DE LA DÉDUCTION DES INTÉRÊTS NOTIONNELS

	Avant la DIN			Après la DIN		
	Société A:	Société B:		Société A:	Société B:	
	Financée intégralement via endettement	Financée intégralement via fonds propres		Financée intégralement via endettement	Financée intégralement via fonds propres	
	Prêt avec intérêts	Participation avec dividendes	Participation avec plus-values	Prêt avec intérêts	Participation avec dividendes	Participation avec plus-values
Bénéfice avant impôts et charges financières ...	100	100	100	100	100	100
Charges d'intérêts	100	-	-	100	-	-
Intérêts notionnels	-	-	-	-	100	100
Bénéfice après impôts ⁽¹⁾ et charges d'intérêts	0	66	66	0	100	100
Revenus de l'investisseur	Créancier	Actionnaire		Créancier	Actionnaire	
1. Particulier belge	85,0	49,5	66,0	85,0	75,0	100,0
	(précompte mobilier de 15 p.c. sur les intérêts perçus)	(précompte mobilier de 25 p.c. sur les dividendes perçus) ⁽²⁾	(non-taxation des plus-values) ⁽³⁾	(précompte mobilier de 15 p.c. sur les intérêts perçus)	(précompte mobilier de 25 p.c. sur les dividendes perçus) ⁽²⁾	(non-taxation des plus-values) ⁽³⁾
2. Maison mère belge . . .	66,0	64,9	66,0	66,0	98,3	100,0
	(intérêts perçus intégralement taxés au taux Isoc)	(5 p.c. des dividendes perçus taxés au taux Isoc (RDT))	(non-taxation des plus-values) ⁽³⁾	(intérêts perçus intégralement taxés au taux Isoc)	(5 p.c. des dividendes perçus taxés au taux Isoc (RDT))	(non-taxation des plus-values) ⁽³⁾

Source : BNB.

(1) Soit le taux normal de l'impôt des sociétés (Isoc) de 33,99 p.c. (y compris la cotisation complémentaire de crise), arrondi à 34 p.c. pour les besoins de l'illustration.

(2) Il s'agit du cas le plus général; le précompte peut être de 15 p.c. dans certains cas, notamment pour les « nouvelles actions » ou de 10 p.c. en cas de liquidation.

(3) Il est fait abstraction ici des coûts liés à une éventuelle vente d'actions (entre autres les frais boursiers), laquelle peut aussi avoir des implications fiscales (dans le cas de rachat d'actions, par exemple).

aussi bénéficiaire de la DIN, théoriquement même pour l'intégralité de ses bénéfices. Dans ce cas de figure, l'impôt des sociétés, même celui appliqué aux revenus d'intérêts perçus par la maison mère, pourra être intégralement récupéré. La maison mère pourra dès lors distribuer à ses propres actionnaires particuliers un montant de 100 et ce, quel que soit le choix opéré sur le mode de financement intragroupe; ces derniers en recevront, en fonction du mode de rémunération choisi, une proportion égale à 75 ou 100 p.c.

La réalisation d'un exercice similaire pour le cas intermédiaire, probablement plus réaliste, d'une entreprise financée à moitié via l'endettement et à moitié via les fonds propres ne modifie pas fondamentalement, du point de vue de l'investisseur, la nature des résultats obtenus dans les deux cas extrêmes.

Pour conclure, préalablement à l'introduction de la DIN, une discrimination fiscale existait bien entre endettement et fonds propres, essentiellement au niveau de la taxation des revenus de l'investisseur particulier, mais était quasiment inexistante dès lors que le financement s'opérait au sein du groupe. L'introduction de la DIN renforce effectivement l'attractivité des fonds propres et permet aux sociétés, via l'allègement de la pression fiscale,

de mieux rémunérer leurs actionnaires. Toutefois, dans le chef de l'entreprise, même lorsque la DIN est prise en considération, le coût des fonds empruntés demeurera en pratique inférieur au coût des fonds propres. Cela découle de ce que la déductibilité des charges d'intérêts se rapporte à l'endettement total, alors que la DIN ne se calcule que sur une fraction des fonds propres. En outre, c'est un taux fictif et sans risque qui est à la base du calcul de la DIN, d'un niveau inférieur au taux effectivement payé sur une créance et, a fortiori, au coût réel du capital à risque.

Actions

Au cours des neuf premiers mois de 2006, les flux d'émissions d'actions se sont élevés à 32,1 milliards d'euros, ce qui dénote une progression très nette par rapport à l'an passé (3,2 milliards) et constitue par la même occasion un chiffre record, qui dépasse les volumes observés au tournant du millénaire, lorsque les volumes d'émissions d'actions avaient atteint leur apogée. Un examen plus approfondi des données disponibles en matière de modifications de leur capital par les entreprises, en particulier de celles relatives au nombre et à la taille des opérations réalisées, indique que l'augmentation a eu essentiellement trait à des opérations de grande ampleur, d'un montant au moins égal à 10 millions d'euros, tandis que le volume des opérations de plus petite taille n'enregistrait pas de hausse particulière. Il semblerait, dès lors, qu'un grand nombre de moyennes et grandes entreprises aient procédé à des modifications de leur structure en capital, sous l'impulsion du nouvel environnement fiscal créé par la DIN.

Sur les 32,1 milliards d'euros collectés par les entreprises belges, 30,8 l'ont été via l'émission d'actions non cotées et autres participations et 1,3 via l'émission d'actions cotées. C'est donc essentiellement en matière d'actions non cotées que l'année 2006 peut être qualifiée d'exceptionnelle.

Des motivations et des réalités parfois fort différentes gouvernent l'utilisation de cet instrument. Ainsi, il apparaît que les flux en provenance de l'étranger, qu'ils soient associés à des investissements directs ou à d'autres types de participations, ont été à l'origine d'une fraction majeure des flux d'émissions d'actions non cotées au cours des neuf premiers mois de 2006. Il s'agit probablement d'émissions initiées par d'assez grandes entreprises établies en Belgique, éventuellement liées ou possédant des liens de participations avec des sociétés étrangères qui leur fournissent des fonds au travers d'achats d'actions ou de prises de participations. Par ailleurs, les centres de coordination établis sur le sol belge, qui servent de relais

de financement à des sociétés belges comme à des sociétés étrangères, se financent essentiellement par l'émission d'actions non cotées.

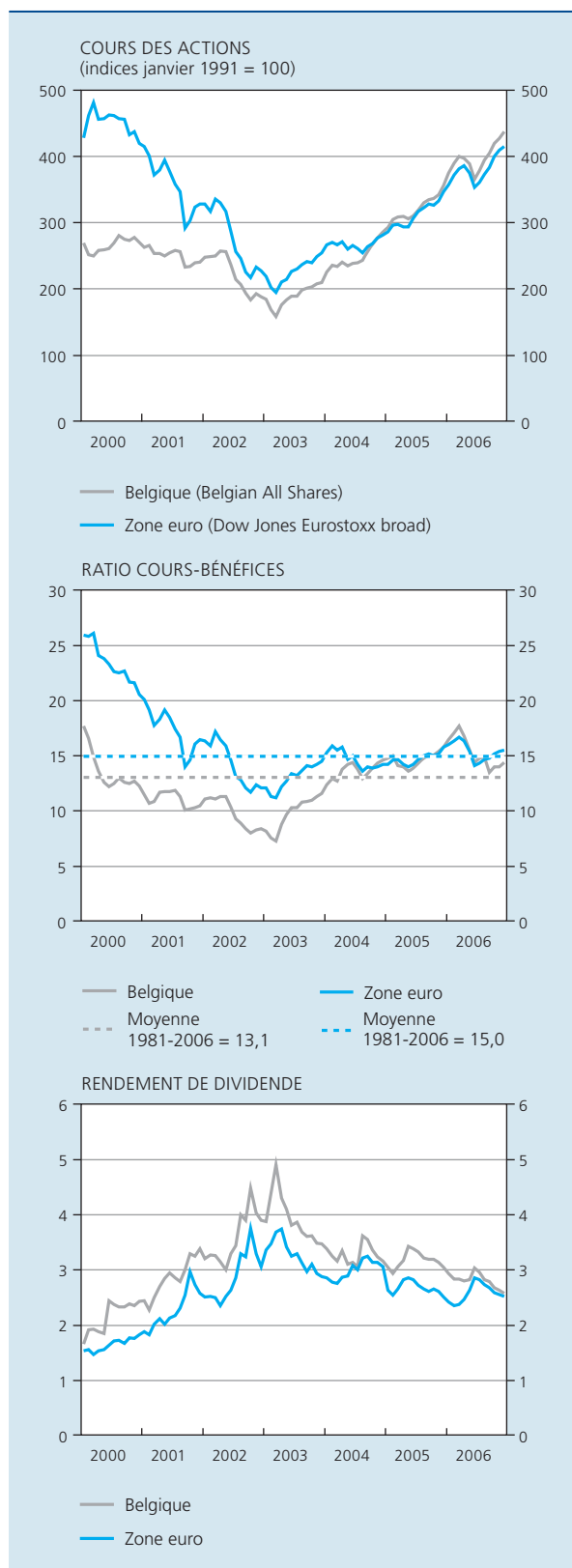
Les flux purement intrasectoriels (c'est-à-dire les émissions d'actions non cotées souscrites par le secteur même des sociétés résidentes) sont également recensés dans les comptes financiers, et se sont chiffrés à 0,4 milliard d'euros au cours des trois premiers trimestres. Il peut s'agir d'investisseurs professionnels, tels que les holdings non financiers, qui prennent des participations dans des sociétés classiques ou qui interviennent sur des marchés non liquides, dans le but de profiter du fort potentiel de croissance qu'offrent certaines sociétés dans le cadre d'opérations de *private equity/venture capital*.

Enfin, les actions non cotées sont également émises par des sociétés de petite taille, de moindre notoriété, rencontrant dès lors davantage de difficultés à pénétrer les marchés boursiers. Parallèlement, cet instrument est aussi plébiscité par les entreprises dotées d'un actionariat familial, souvent réticent à ouvrir son capital, de peur d'une perte de contrôle. Il apparaît toutefois que l'émission d'actions non cotées souscrites directement par des particuliers n'explique qu'une fraction limitée des flux agrégés, par comparaison avec les importants volumes souscrits par d'autres sociétés, qu'elles soient belges ou étrangères. Comme ce fut le cas en 2005, les particuliers ont même procédé au cours des neuf premiers mois à des ventes d'actions non cotées, pour un montant de 2,2 milliards d'euros.

Comme mentionné précédemment, les conditions de financement sur les marchés boursiers se sont révélées favorables en 2006, soutenant les émissions d'actions cotées. La hausse des cours boursiers s'est poursuivie en Belgique et dans la zone euro, malgré un mouvement de baisse entre les mois de mai et juillet 2006: l'indice Belgian All shares et son équivalent à l'échelle de la zone euro, l'indice Dow Jones Eurostoxx broad, se sont accrus respectivement de 22,8 et 19,6 p.c. de décembre 2005 à décembre 2006. En dépit d'une progression des cours

GRAPHIQUE 63 COURS BOURSIERS, RATIO COURS-BÉNÉFICES ET RENDEMENT DE DIVIDENDE EN BELGIQUE ET DANS LA ZONE EURO

(moyennes mensuelles)



Sources : Thomson Financial Datastream, Euronext Brussels.

encore supérieure en 2006 à celle enregistrée au niveau de la zone euro, les actions belges ont clôturé l'année sous revue avec un ratio cours-bénéfices de 14,4 contre 15,5 pour leurs homologues européennes. Pour les actions belges, il s'agit d'une valorisation de 1,3 point de pourcentage supérieure à leur valorisation moyenne sur les vingt-six dernières années. Sur la base du rendement de dividende, les actions belges sont demeurées plus attractives que les actions européennes; cet avantage relatif s'est toutefois fortement estompé au cours de l'année sous revue, puisque l'écart de rendement de dividende, à l'avantage des actions belges, est passé de plus de 50 points de base à la fin de 2005 à moins de 10 points un an plus tard.

Les introductions en bourse de sociétés belges se sont succédé à un rythme soutenu tout au long de l'année sous revue. Au total, sur l'ensemble des marchés d'Euronext Brussels, dix-neuf introductions ont été recensées en 2006, ce qui, compte tenu des sociétés radiées de la cote, a porté à 156 le nombre de sociétés belges – y compris les sociétés financières – émettant des actions cotées en bourse au 31 décembre 2006.

Lancé en novembre 2004 et ayant déjà connu un franc succès en 2005, le segment du Marché libre a continué en 2006 d'attirer les PME en phase de croissance et désireuses de profiter d'un accès simplifié au marché des capitaux. En 2006, pas moins de neuf PME belges y ont fait leur entrée, si l'on exclut le transfert vers le Marché libre d'une société initialement cotée sur l'Eurolist: ces sociétés, d'une capitalisation boursière moyenne de l'ordre de 7,7 millions d'euros, ont levé en moyenne 1 million d'euros par offre publique initiale. Pour rappel, ce marché limite au strict minimum les exigences imposées aux nouveaux entrants – pas de capitalisation minimale, pas d'obligation de publication des résultats semestriels, pas de conformité exigée aux normes IAS/IFRS, etc. –; seuls demeurent l'obligation d'un prospectus agréé par la CBFA et le respect des règles classiques en matière de protection des investisseurs. La faillite, début décembre, d'une des sociétés cotées sur ce marché, rappelle néanmoins le caractère relativement risqué des investissements sur ce segment non réglementé.

Le mois de juin 2006 a vu pour sa part le lancement d'Alternext, qui occupe une position intermédiaire entre l'Eurolist et le Marché libre, en termes de critères d'admission et d'exigences durant la cotation, avec comme objectif d'attirer principalement de grosses PME. L'entrée sur ce marché est, en effet, réservée à des sociétés prouvant un minimum de deux ans d'existence et désireuses de lever un minimum de 2,5 millions d'euros; les exigences durant la cotation sont moins contraignantes que sur l'Eurolist,

la différence majeure étant l'absence d'obligation de conformité aux normes IAS/IFRS. À ce jour, quatre sociétés belges ont été introduites sur ce segment : ces entreprises, d'une capitalisation boursière moyenne de l'ordre de 21,3 millions, de taille donc plus imposante que les sociétés cotées sur le Marché libre, ont levé en moyenne 6,5 millions au cours de leur offre publique initiale.

Crédit non bancaire

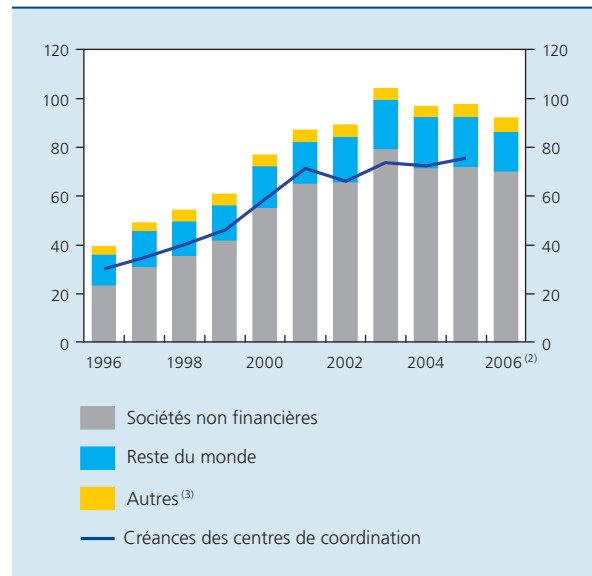
Les flux de crédits non bancaires se sont inscrits à la baisse au cours des neuf premiers mois de 2006, alors qu'ils s'étaient accrus au cours de la période correspondante de 2005. Cette évolution confirme que les entreprises ont fait le choix d'un autre mode de financement au cours de l'année sous revue et contraste avec l'activité importante constatée sur ce segment au cours des années précédentes.

Le crédit non bancaire couvre essentiellement, d'une part, les prêts entre sociétés belges, qu'elles appartiennent ou non à un même groupe, d'autre part, les prêts reçus par une entreprise belge de sociétés non bancaires situées à l'étranger. L'envergure de ces flux entre entreprises est importante. De 1996 à 2005, ils ont représenté quelque 21 milliards d'euros en moyenne par an, soit la moitié des nouveaux engagements moyens des entreprises. La présence des centres de coordination sur le sol belge concourt largement à cette situation, de même que celle de holdings non financiers, quoique dans une moindre mesure.

De 1996 à 2003, l'encours des prêts entre entreprises s'est considérablement amplifié en proportion du PIB, avant de décroître lentement au cours des trois années suivantes. À la fin du troisième trimestre de 2006, il représentait l'équivalent de 92 p.c. du PIB, contre 40 p.c. à la fin de 1996.

Les prêts octroyés entre sociétés résidentes en constituent la plus grande part ; ils atteignaient, à la fin du troisième trimestre de 2006, 219 milliards d'euros, soit 76 p.c. du total. La croissance rapide des flux financiers entre entreprises résidentes, observée de 1996 à 2003 en Belgique, a été motivée par divers facteurs, parmi lesquels le statut fiscal avantageux des centres de coordination, dont les fonctions englobent notamment des opérations de financement et de gestion de trésorerie des groupes multinationaux. Leurs activités se sont, en effet, déployées à la même époque, puis ont enregistré un ralentissement en raison de l'incertitude qui planait sur leur statut et leur avenir. L'essoufflement, à partir de 2004, des flux de crédits non bancaires serait à mettre en relation avec la moindre

GRAPHIQUE 64 VENTILATION SECTORIELLE DES CRÉDITS NON BANCAIRES⁽¹⁾ CONTRACTÉS PAR LES SOCIÉTÉS NON FINANCIÈRES
(fin de période, pourcentages du PIB)



Source : BNB.

- (1) Les crédits entre entreprises dont il est question ici ne comprennent pas les crédits commerciaux.
- (2) Chiffres au 30 septembre 2006.
- (3) La rubrique « autres » regroupe les administrations publiques et les sociétés financières autres que les établissements de crédit, octroyant des crédits non bancaires.

activité des centres de coordination, ainsi qu'en témoigne l'évolution des créances figurant à l'actif de ces derniers.

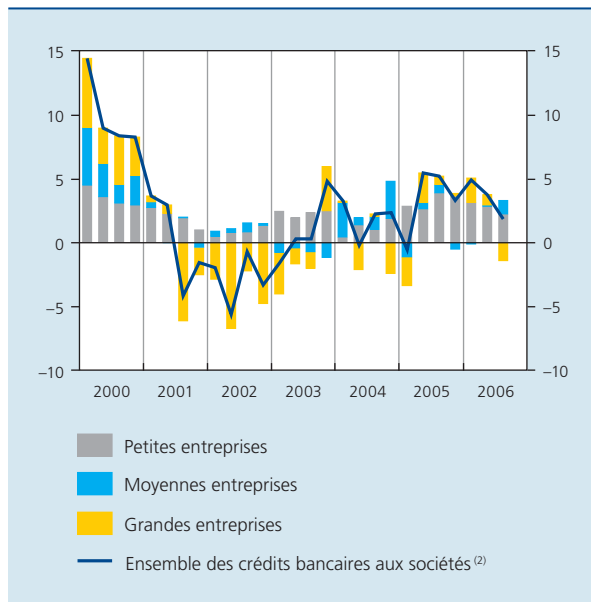
Les crédits non bancaires octroyés par l'étranger aux entreprises ont aussi augmenté de manière importante, quoique moins spectaculaire, au cours des dix dernières années, passant de 13 p.c. du PIB à la fin de 1996 à 16 p.c. à la fin du troisième trimestre de 2006. Cette dernière évolution traduit notamment l'internationalisation du financement des entreprises.

Crédit bancaire

Au cours des neuf premiers mois de 2006, les flux de crédits bancaires aux entreprises se sont inscrits légèrement à la hausse, de 1,7 milliard d'euros, alors qu'une baisse de 0,9 milliard avait été enregistrée au cours de la période correspondante de l'année précédente. Des influences diverses ont pesé sur l'évolution du crédit, notamment une demande accrue liée à la forte croissance économique, un facteur dont l'influence a sans doute été partiellement compensée par le renchérissement du coût de financement par crédit bancaire observé depuis la mi-2005.

GRAPHIQUE 65 CRÉDITS OCTROYÉS PAR LES ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT BELGES AUX SOCIÉTÉS, VENTILÉS PAR TAILLE D'ENTREPRISES⁽¹⁾ SELON LA CENTRALE DES CRÉDITS

(contribution à la variation du crédit bancaire aux sociétés, points de pourcentage, sauf mention contraire)



Source : BNB.

(1) Sont considérées comme petites entreprises les sociétés qui ont déposé un schéma abrégé des comptes annuels. Celles qui ont déposé un schéma complet sont considérées comme grandes ou moyennes selon que les chiffres d'affaires de deux années consécutives ont été supérieurs ou non à 37,2 millions d'euros.

(2) Données à fin de trimestre corrigées pour l'effet des variations de cours de change et des reclassements sectoriels ; pourcentages de variation par rapport au trimestre correspondant de l'année précédente.

La Centrale des crédits gérée par la Banque constitue une source de données alternative relative aux crédits bancaires, qui fournit une image contrastée selon la taille des entreprises. Ses données diffèrent cependant de celles des comptes financiers en raison de leur couverture limitée aux crédits accordés par les banques belges et parce qu'elles incluent les crédits aux intermédiaires financiers non monétaires, à l'exclusion des compagnies d'assurances et des fonds de pension.

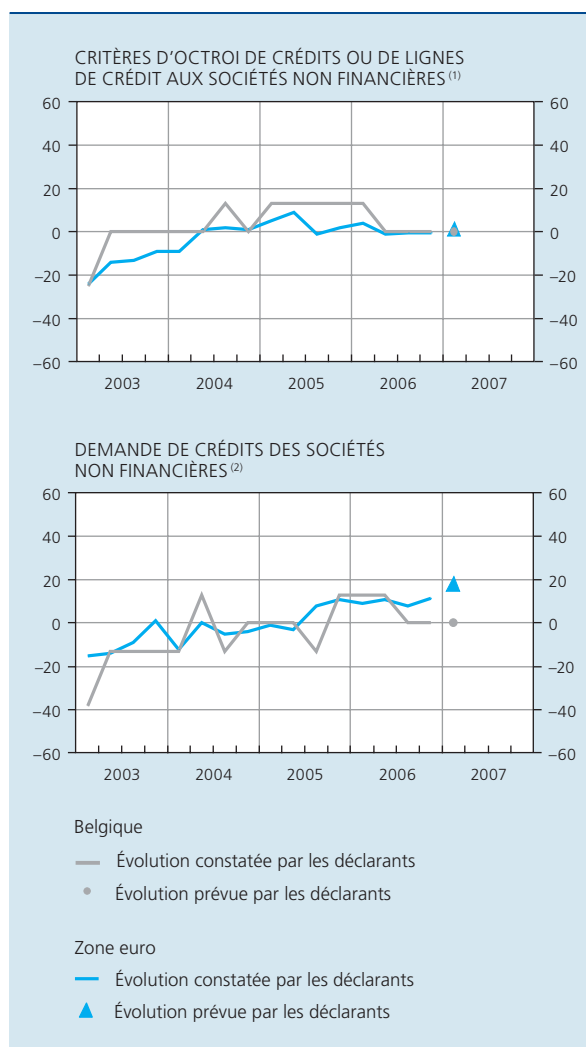
Les données de la Centrale des crédits font état d'un redressement modeste du crédit depuis quelques trimestres. Celui-ci est tiré par les petites entreprises, bien que la croissance des crédits qui leur sont octroyés se soit ralentie en fin de période. Alors que depuis la mi-2005, le volume des crédits aux sociétés de grande taille avait affiché des taux de croissance positifs, cette tendance s'est retournée au troisième trimestre de 2006. La contribution des sociétés de taille moyenne à l'expansion du crédit, modeste dans la première moitié de l'année, a augmenté ensuite plus nettement.

Les facteurs de demande semblent avoir joué un rôle prépondérant au cours de la période récente dans l'évolution du crédit bancaire, si l'on se base sur les résultats de l'enquête de l'Eurosystème sur la distribution du crédit, qui constitue une source d'informations sur les conditions d'offre et de demande de crédits.

Au premier trimestre de 2006, les établissements de crédit de la zone euro ont encore en moyenne assoupli les critères d'octroi de crédits aux entreprises ; en Belgique, cet assouplissement a été plus prononcé. Par la suite, tant

GRAPHIQUE 66 RÉSULTATS DE L'ENQUÊTE DE L'EUROSISTÈME SUR LA DISTRIBUTION DU CRÉDIT AUX SOCIÉTÉS NON FINANCIÈRES

(données trimestrielles)



Sources : BCE, BNB.

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

(2) Solde en pourcentage des réponses pondérées des établissements de crédit à l'enquête de l'Eurosystème sur la distribution du crédit indiquant le degré d'accroissement ou d'affaiblissement (-) de la demande de crédits.

les banques belges que leurs consœurs de la zone euro ont déclaré avoir maintenu leurs conditions d'octroi de crédits inchangées. Parallèlement, les banques belges ont déclaré avoir été confrontées à une hausse de la demande de crédits émanant des entreprises au cours du premier semestre de l'année sous revue, qui s'est stabilisée par la suite. Dans la zone euro, la demande de crédits s'est inscrite en hausse tout au long de l'année sous revue.

De son côté, l'enquête de la Banque sur les investissements des entreprises, réalisée en novembre, indique un recul dans l'appréciation par les sociétés interrogées des conditions d'accès aux prêts : alors qu'en 2005, encore 52 p.c. des entreprises interrogées considéraient les conditions courantes d'accès à de nouveaux prêts ou de nouvelles lignes de crédit comme favorables, elles n'étaient plus que 35 p.c. à le faire en 2006. Ceci est à mettre en rapport avec la hausse des taux d'intérêt.

Formation d'actifs financiers

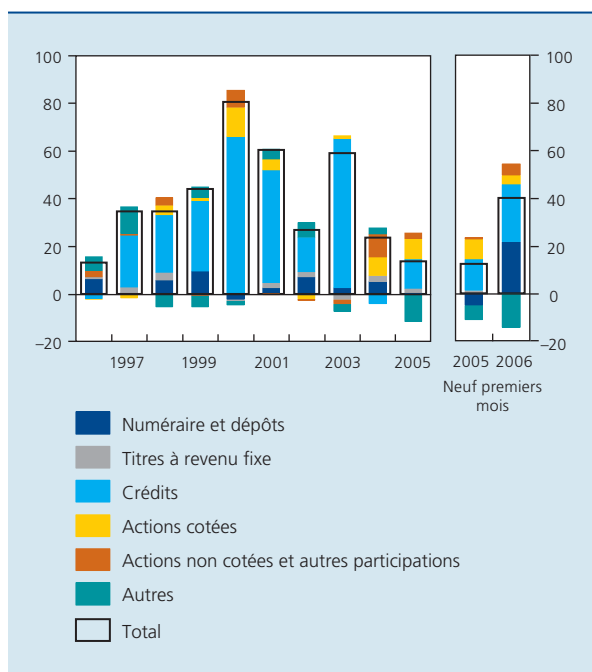
Durant les neuf premiers mois de 2006, les entreprises ont constitué de nouveaux actifs financiers pour un montant de 40,3 milliards d'euros, contre 12,6 milliards au cours de la période correspondante de 2005.

Tout comme les deux années précédentes, la part des actions, parmi ces nouveaux actifs, a été relativement importante. Au cours des neuf premiers mois de 2006, la constitution d'actifs financiers sous la forme d'actions, cotées ou non, essentiellement de sociétés étrangères, a en effet représenté 8,7 milliards d'euros, un montant proche des 9 milliards atteints durant la période correspondante de 2005.

Au cours de la même période, les sociétés ont octroyé des crédits à d'autres entreprises belges et étrangères pour un montant de 24,1 milliards d'euros, contre 13,3 milliards au cours de la période correspondante de 2005. Cette nette progression de l'octroi de crédits non bancaires dénote une certaine reprise après l'atonie enregistrée sur ce segment en 2004 et en 2005, laquelle peut être mise en parallèle avec le ralentissement de l'activité des centres de coordination, qui étaient à cette époque dans l'incertitude quant au devenir de leur statut.

La constitution de dépôts financiers a connu une hausse importante de 21,7 milliards d'euros au cours des neuf premiers mois de 2006, alors qu'une baisse de 4,8 milliards avait été enregistrée au cours de la période correspondante de 2005. Ce mouvement s'explique vraisemblablement entre autres par la hausse sensible des taux d'intérêt sur ces dépôts.

GRAPHIQUE 67 NOUVEAUX ACTIFS FINANCIERS DES SOCIÉTÉS NON FINANCIÈRES : VENTILATION PAR INSTRUMENT
(milliards d'euros)



Source : BNB.

7.4 Administrations publiques

Au cours des neuf premiers mois de l'année sous revue, les comptes financiers des administrations publiques se sont détériorés, leur déficit passant de 3,2 milliards d'euros pendant la période correspondante de 2005 à 4,3 milliards. Cette dégradation s'est reflétée dans l'évolution des actifs financiers, lesquels ont en effet diminué de 2,2 milliards, contre 1,1 milliard en 2005. Pour leur part, les engagements ont augmenté de 2,2 milliards, un montant identique à celui de 2005.

Nouvelles émissions

Comme les années précédentes, les nouveaux engagements financiers ont pris, pour leur majeure partie, la forme d'émissions nettes de titres en euro par le Trésor, pour un montant cumulé de 1,5 milliard d'euros à la fin du mois de septembre, contre 3,9 milliards un an plus tôt.

Depuis l'introduction de l'euro, le Trésor a axé sa stratégie d'émission sur quelques grands principes, afin de minimiser le coût de financement pour l'État tout en tenant

TABLEAU 37 ACTIFS ET ENGAGEMENTS FINANCIERS DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES

(milliards d'euros)

	2001	2002	2003	2004	2005 ⁽¹⁾	2006	Neuf premiers mois	
							2005	2006
Formation d'actifs financiers ⁽²⁾	5,1	4,6	-4,3	3,6	2,9	n.	-1,1	-2,2
Nouveaux engagements financiers	4,9	5,7	-4,5	4,1	2,6	n.	2,2	2,2
Titres en euro	5,6	5,8	-2,1	-1,6	2,4	n.	3,7	2,1
dont :								
Trésor	8,5	5,4	-0,9	-1,6	3,1	-0,8	3,9	1,5
À un an au plus	1,7	-0,5	-0,3	-0,2	0,8	0,1	2,5	3,4
À plus d'un an	6,7	5,9	-0,6	-1,4	2,3	-1,0	1,4	-1,9
Autres engagements en euro ⁽²⁾	0,7	1,1	-1,2	7,1	0,8	n.	-2,7	-0,9
Engagements en devises du Trésor	-1,4	-1,2	-1,3	-1,4	-0,7	-0,2	1,2	1,0
Solde financier	0,2	-1,2	0,2	-0,6	0,3	n.	-3,2	-4,3

Source : BNB.

(1) Données établies selon l'optique de l'ICN dans laquelle le FIF est traité comme une société non financière plutôt que comme une administration publique, comme dans l'optique d'Eurostat. En 2005, tant la formation d'actifs financiers que les nouveaux engagements financiers des administrations publiques ont été influencés par des opérations liées à la reprise de la dette de la SNCB par le FIF. Celles-ci ont consisté en un refinancement par l'État d'une partie de la dette, à hauteur de 1,9 milliard d'euros, et en l'inscription d'une créance sur le FIF, pour un montant équivalent. Il n'y a, par conséquent, pas eu d'effet sur le solde financier.

(2) Y compris les « bons du Trésor – Fonds de vieillissement ».

compte des risques. La régularité, la transparence et la prévisibilité font partie de ces principes, dont le respect est assuré par la publication d'un calendrier d'émission tant pour les OLO que pour les certificats de trésorerie, ainsi que par l'annonce des volumes d'émissions.

Dans le segment du moyen et du long termes, cette stratégie s'est traduite par l'émission de deux nouveaux emprunts de référence et ce, au moyen d'une syndication. Au début de l'année sous revue, comme traditionnellement, le Trésor a placé un nouvel emprunt de référence avec un terme de dix ans. En mai, un emprunt de référence d'une maturité de quinze ans a été émis par le Trésor, guidé par la demande des investisseurs pour des titres de maturité plus longue.

L'alimentation des lignes d'OLO s'est faite dans le courant de l'année par le biais de quatre adjudications. L'emprunt de référence à trente ans, émis en 2004, a été à nouveau proposé à deux reprises. Il a continué à susciter l'intérêt des investisseurs institutionnels (compagnies d'assurance-vie, fonds de pension, etc.), qui y ont souscrit pour un montant de 2,4 milliards d'euros. Le choix des lignes sollicitées est justifié par la demande des investisseurs. Ces derniers sont, en effet, de plus en plus à la recherche de placements à long terme, comme contrepartie de l'épargne des ménages dans le cadre des deuxième et troisième

pilliers des pensions et ceci, afin de réaliser, dans la mesure du possible, une correspondance des maturités de leurs avoirs et de leurs engagements.

Au total, le Trésor a procédé, en 2006, à l'émission d'obligations linéaires pour un montant de 20,8 milliards, contre 23,3 milliards en 2005.

Les émissions de bons d'État, instrument de la dette publique réservé aux investisseurs particuliers, sont habituellement plus réduites. En 2006, le Trésor a emprunté pour 0,7 milliard d'euros via des bons d'État, contre 0,6 milliard l'année précédente. Il s'agissait principalement de bons d'État à cinq ans, et marginalement à huit ans. Les bons d'État sont cotés sur Euronext Brussels, sur le segment du fixing. Ils offrent, de ce fait, une liquidité permanente et constituent un instrument financier destiné plus spécifiquement aux particuliers à la recherche de sécurité pour leurs placements.

Gestion de la dette publique

En 2006, le Trésor a vu ses opérations budgétaires se solder par un déficit, avec pour conséquence une augmentation du solde brut à financer. Les émissions à moyen et long termes n'ont pas été suffisantes pour le couvrir, ce

TABLEAU 38 BESOINS ET MOYENS DE FINANCEMENT DE L'ÉTAT FÉDÉRAL
(milliards d'euros)

	2005	2006
Solde brut à financer	23,5	25,7
Besoins bruts de financement . . .	21,9	23,2
Déficit ou excédent (-) budgétaire ⁽¹⁾	1,8	3,5
Dettes à moyen et long termes échéant dans l'année	20,0	19,7
En euro	19,7	19,6
En devises	0,4	0,1
Rachats et échanges (titres échéant l'année suivante ou ultérieurement)	1,6	2,5
Autres besoins de financement . . .	0,0	0,1
Moyens de financement	23,8	21,5
Émissions à moyen et long termes en euro ⁽²⁾	23,8	21,5
Obligations linéaires (OLO) . . .	23,3	20,8
Bons d'État	0,6	0,7
Émissions à moyen et long termes en devises	0,0	0,0
Variation nette de la dette à court terme en devises	-0,3	-0,1
Variation nette de la dette à court terme en euro et des actifs financiers	0,0	4,3

Source: SPF Finances.

(1) À l'exclusion des transferts au Fonds de vieillissement. Le solde budgétaire est calculé sur la base de caisse et tient compte, entre autres, des opérations financières qui ne sont pas reprises dans le solde de financement des administrations publiques dont, conformément au SEC 95, le calcul s'effectue sur la base des transactions.

(2) À l'exclusion des émissions de « bons du Trésor – Fonds de vieillissement ».

qui s'est traduit par une diminution des actifs financiers. La dette à court terme en devises a, quant à elle, continué à baisser.

Le Trésor a consacré un volume moins élevé qu'en 2005 au rachat ou au remboursement des emprunts arrivés à échéance dans le courant de l'année sous revue. Par contre, le volume des rachats de titres échéant en 2007 ou ultérieurement a été plus important.

Afin de gérer la dette publique de manière efficace, le Trésor doit pouvoir assurer la liquidité des titres émis et contrôler les risques qui sont liés à ses opérations d'emprunts. Parmi ces risques, on identifie les risques de change, de refinancement, de taux d'intérêt et de crédit. Leur contrôle, comme la liquidité des titres, participent à la réduction du coût de financement de la dette publique.

En ce qui concerne les risques, on observe que la part de la dette en monnaies étrangères a sensiblement diminué au cours des dernières années, de sorte que le risque de change de la dette est devenu négligeable. Ce mouvement s'est poursuivi en 2006, la dette en devises ne représentant plus que 0,52 p.c. de la dette totale à la fin de 2006, contre 0,63 p.c. à la fin de 2005. Les fluctuations de la dette en devises en cours d'année sont liées à l'émission de bons du Trésor (BTB ou *Belgian Treasury Bills*), titres à court terme dont le statut légal et fiscal est comparable à celui des certificats de trésorerie, mais qui peuvent être émis en devises.

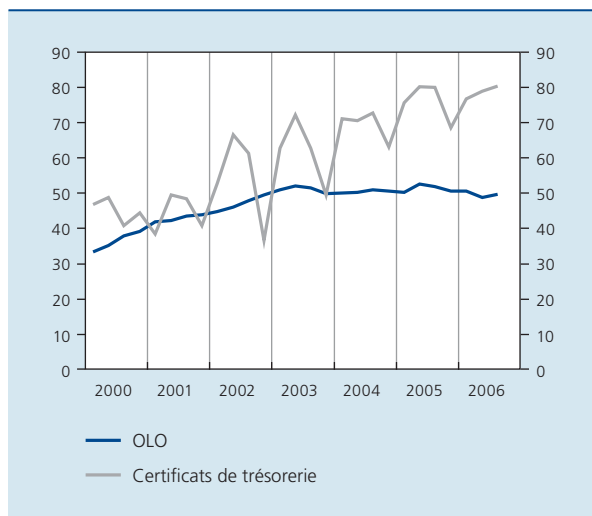
Le risque de refinancement et le risque de refixation du taux sont suivis au moyen de quatre indicateurs. Depuis 2005, ceux-ci sont calculés sur la base d'une moyenne à six mois, afin d'aplanir les modifications soudaines dans les indicateurs lorsqu'elles ne sont pas dues à une augmentation du risque. Pour le risque de refinancement, le premier indicateur limite le montant pouvant être refinancé dans les douze mois à 22,5 p.c. du montant total de la dette en euro et le deuxième limite le montant à refinancer dans les cinq ans à 60 p.c. du total de la dette en euro. Pour l'année 2006, ces proportions ont atteint, respectivement, 19,4 et 53,7 p.c. Le risque de refixation du taux, qui exprime la variabilité des taux d'intérêt de la dette, est influencé par les opérations de refinancement et le recours à des produits dérivés comme les *swaps* (contrats d'échange de taux d'intérêt). La limite pour le risque à douze mois de refixation du taux est fixée à 25 p.c. de la dette en euro, alors qu'elle est de 65 p.c. pour le risque à soixante mois. À la fin de l'année sous revue, le risque de refixation du taux à douze mois était de 21,6 p.c. et celui à cinq ans, de 57,7 p.c.

Le risque de crédit est déterminé par la perte que le Trésor encourrait si l'une ou plusieurs de ses contreparties ne respectait pas ses obligations contractuelles de paiement. Pour restreindre ce risque, le Trésor ne traite qu'avec des contreparties dont la notation de crédit (*rating*) s'élève à minimum « A ». Dans le cadre de la gestion de ce risque, le Trésor a conclu en 2006 avec six *primary dealers* des « *credit support agreements* », grâce auxquels les contreparties du Trésor lui garantissent la réalisation des résultats favorables obtenus dans le cadre de *swaps*, et ceci via le versement de ces montants en compte auprès de la Banque.

La liquidité est assurée notamment par la diversification de la détention des OLO de référence. Elle a un impact positif sur la fixation des prix des instruments financiers et, par conséquent, sur le coût de la dette.

GRAPHIQUE 68 PART DÉTENUE À L'ÉTRANGER DES OLO ET DES CERTIFICATS DE TRÉSORERIE ÉMIS PAR L'ÉTAT BELGE

(données à fin de trimestre, pourcentages du total)



Source : BNB.

La diversification de la détention des titres de la dette publique belge est importante. En effet, l'intérêt des investisseurs étrangers pour les titres de la dette belge est demeuré soutenu en 2006, notamment en raison de la poursuite d'une politique relativement saine des finances publiques. Si la proportion des OLO détenues à l'étranger s'est stabilisée les dernières années pour atteindre 49,6 p.c. en septembre 2006, la part des certificats de trésorerie détenus à l'étranger continue à suivre une tendance haussière depuis cinq ans et s'établissait à 80,3 p.c. à la fin du même mois. Ce mouvement reflète la forte demande de l'étranger induite par la rareté relative de titres publics en euro à court terme.

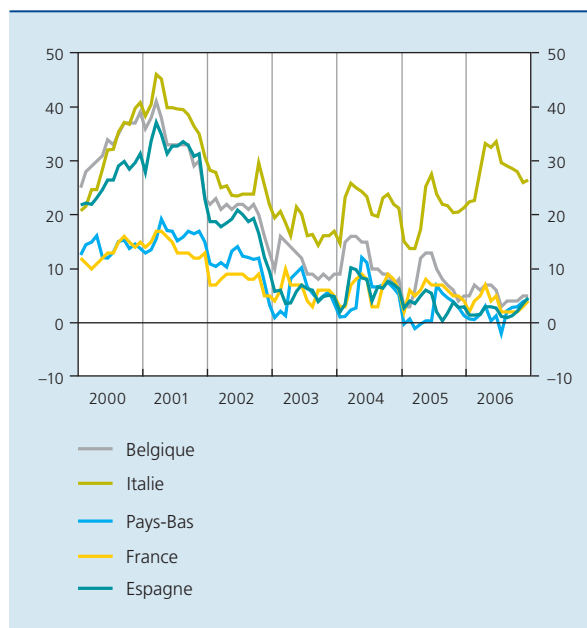
Au cours des dernières années, les efforts fournis par le Trésor en vue d'accroître la liquidité des titres de la dette publique belge ont eu un effet positif sur les conditions et le coût de financement, ce qui a contribué à réduire en partie les écarts de rendement entre l'emprunt de référence à dix ans de l'État belge et le *Bund* allemand d'échéance similaire. L'amélioration relative des finances publiques de la Belgique par rapport à l'Allemagne demeure toutefois la raison principale de la diminution des écarts de rendement. Cette situation a conduit deux des trois principales agences de notation à augmenter, en 2006, l'appréciation de la dette à long terme de l'État belge. En mars, Moody's Investors Service a changé la perspective de la notation Aa1 de stable à positive et, en mai, Fitch Ratings a augmenté la notation de la dette à long terme de AA à AA+, assortie d'une perspective

stable, tandis que Standard & Poor's confirmait le mois précédent la notation AA+ avec une perspective stable.

Les écarts n'ont cependant pas complètement disparu, en raison de différences sur le plan de la liquidité et du risque de crédit. L'écart entre le rendement de l'emprunt belge de référence à dix ans et celui de l'obligation allemande de référence s'est établi au cours de l'année sous revue à 5 points de base en moyenne, contre 7 points en 2005. Les différences de rendement sont demeurées en moyenne à un niveau faible également pour les emprunts de référence néerlandais (2 points de base), espagnol (2 points de base) et français (4 points de base). En revanche, les conditions de financement des emprunts italiens se sont à nouveau dégradées au cours de l'année sous revue, avec un écart moyen de 28 points de base vis-à-vis du *Bund* allemand. Cette situation témoigne des difficultés des finances publiques italiennes en cette période, lesquelles ont amené deux agences à dégrader la notation de la dette de l'État italien.

GRAPHIQUE 69 ÉCART DE TAUX DE RENDEMENT DES EMPRUNTS D'ÉTAT À DIX ANS ⁽¹⁾ VIS-À-VIS DU *BUND* ALLEMAND

(moyennes mensuelles, points de base)



Source : BRI.

(1) Pour la Belgique, taux de rendement sur le marché secondaire des emprunts de référence de l'État (OLO).

8.

8.1 Marchés financiers internationaux

Les marchés financiers mondiaux ont continué à faire preuve d'une grande stabilité durant l'année 2006, qui n'a été que très temporairement perturbée par les corrections de prix enregistrées sur les marchés des matières premières et les marchés boursiers pendant les mois de mai et juin. La baisse d'intérêt des investisseurs pour les actifs financiers à plus haut risque s'est rapidement estompée, étant donné que le danger de hausse de l'inflation aux États-Unis s'est avéré moins important que ce que l'on avait craint initialement. La Réserve fédérale américaine a, dès lors, pu maintenir le taux cible des fonds fédéraux à 5,25 p.c. au cours du second semestre, après dix-sept relèvements consécutifs de 25 points de base. La poursuite d'une croissance forte et davantage généralisée de l'économie mondiale, conjuguée au maintien de conditions financières accommodantes, en dépit du retrait progressif du stimulus monétaire en Europe et de la décision de la Banque du Japon de mettre fin à sa politique de taux d'intérêt nul, a permis une nette reprise des marchés boursiers mondiaux après cette correction temporaire. À la fin de l'année, les indices de rendement, dividendes compris, des marchés boursiers des États-Unis et de la zone euro ont progressé de, respectivement, 15,8 et 25,2 p.c. par rapport à la fin de 2005, dépassant les niveaux qu'ils avaient atteints à la veille de l'éclatement de la bulle des marchés boursiers en 2000.

L'ampleur et la vigueur de la hausse des cours boursiers américains et européens ont été considérables depuis la fin du mois de mars 2003, date à laquelle les indices de rendement avaient chuté de quelque 50 p.c. par rapport à leur valeur du premier trimestre de 2000. Cette progression fait écho aux conditions particulièrement favorables qui ont prévalu sur les marchés boursiers pendant la seconde moitié des années 1990. Cependant, ces deux périodes se distinguent nettement l'une de l'autre dans la mesure où les rapports cours-bénéfices sont cette fois demeurés proches de leur moyenne historique, alors qu'ils avaient presque doublé lors de la période précédente. Grâce à la croissance très vive des bénéfices des entreprises observée ces dernières années des deux côtés de l'Atlantique, ces ratios sont restés, tant aux

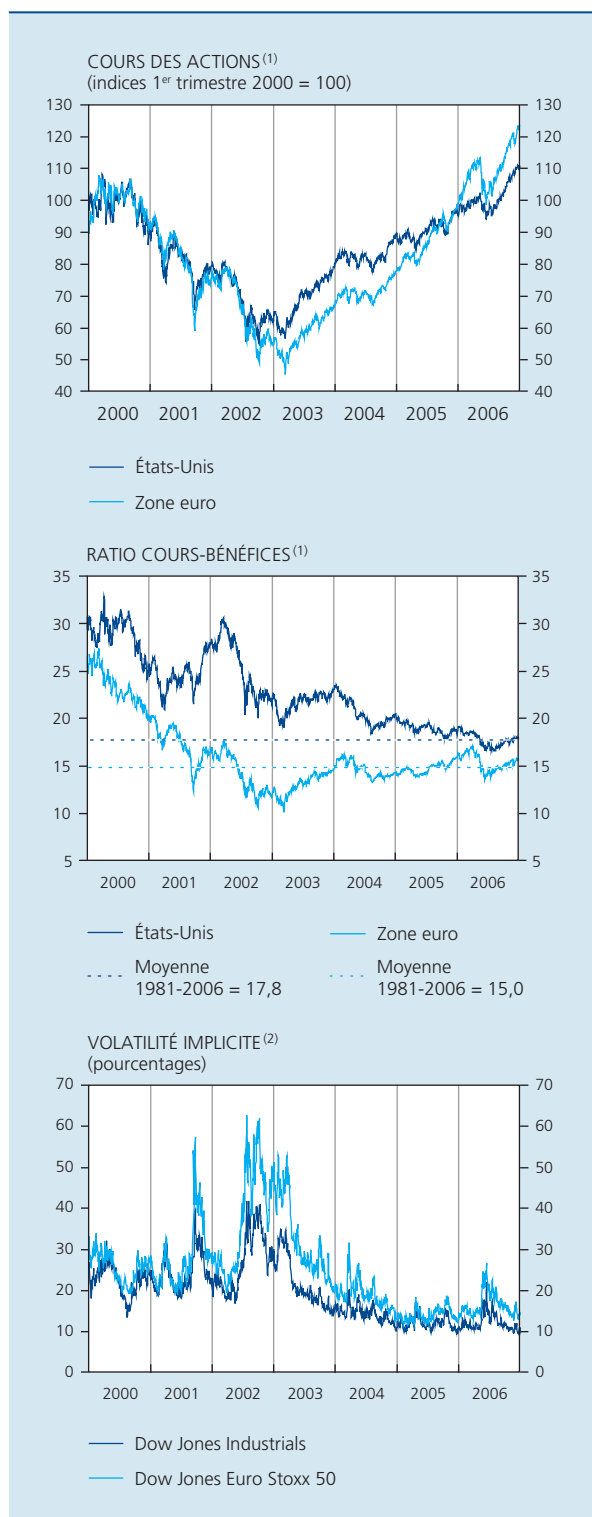
États-Unis que dans la zone euro, proches de leurs moyennes de long terme (17,8 et 15). Ceci peut aussi expliquer partiellement pourquoi les anticipations des investisseurs quant à la volatilité future des prix des actions, mesurée par la volatilité implicite des options sur les indices boursiers, sont, au second semestre de 2006, revenues aux faibles niveaux enregistrés avant les turbulences temporaires de mai et juin.

Le regain d'attention des investisseurs pour la recherche de rendement a ranimé l'intérêt pour les actifs à caractère spéculatif, acquis au besoin en recourant à l'emprunt pour multiplier les rendements attendus sur l'investissement. Il a également permis aux cours de change et aux marchés boursiers des économies émergentes de recouvrer progressivement les pertes encourues en mai et juin, qui avaient particulièrement affecté des pays présentant encore d'importants besoins de financement externe, comme la Hongrie ou la Turquie. La nette amélioration des fondamentaux macroéconomiques et des politiques économiques des pays émergents, les conditions financières et économiques mondiales généralement favorables et le faible niveau des rendements disponibles sur les marchés des titres à revenu fixe des pays développés se sont traduits ces dernières années par un élargissement structurel de la clientèle d'investisseurs sur les marchés émergents. Il en est résulté, d'une part, un intérêt croissant pour les actifs financiers libellés en devise locale de ces pays, d'autre part, sur le marché des obligations souveraines en dollar émises par les économies émergentes, un rétrécissement des écarts de taux par rapport aux taux d'intérêt des bons du Trésor américain. Ces différentiels ont atteint des niveaux historiquement bas en 2006 et se sont, depuis 2005, découplés du lien étroit qu'ils avaient maintenu, au cours des années antérieures, avec les écarts correspondants sur les obligations à haut rendement émises par les sociétés.

Sur ce dernier compartiment de marché, les écarts de taux par rapport aux bons du Trésor américain sont demeurés proches des faibles niveaux qui ont prévalu depuis 2004, en raison de la persistance d'un taux de défaillance particulièrement bas sur les obligations à risque émises par le secteur privé. Alors que ces taux de défaillance avaient,

GRAPHIQUE 70 ÉVOLUTION DES MARCHÉS BOURSIERS

(données journalières)



Source : Thomson Financial Datastream.

(1) Indices boursiers définis par Thomson Financial Datastream, exprimés en monnaie locale (indices de rendement).

(2) Mesures de la volatilité attendue, dérivées des cours d'un panier d'options sur les indices boursiers Dow Jones Industrials et Dow Jones Euro Stoxx 50.

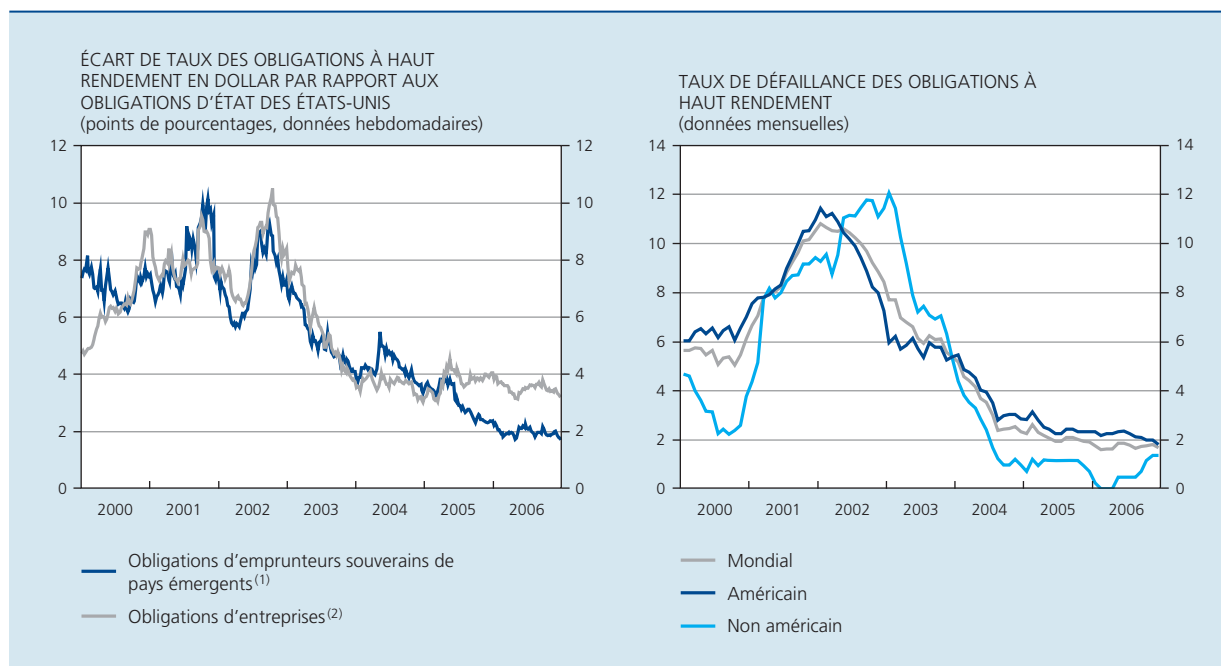
pour l'ensemble du marché, dépassé 10 p.c. en moyenne en 2002, ils ne se sont élevés qu'à 1,69 p.c. en 2006, un niveau nettement inférieur à la moyenne sur vingt-cinq ans, égale à 4,6 p.c. Le taux de défaillance des émetteurs d'obligations à risque américaines est demeuré supérieur à celui de leurs homologues non américaines, comme cela a été le cas depuis 2004, même si ces deux taux ont convergé au dernier trimestre de 2006.

Les taux de défaillance constituent, cependant, un indicateur « retardé » de la qualité de signature des débiteurs. Des indicateurs plus prospectifs, tels que le rapport entre les relèvements et les déclassements de notations des obligations émises par les sociétés, font apparaître, au départ d'une position exceptionnellement forte, un certain glissement des facteurs qui améliorent la qualité de signature des entreprises vers des facteurs de détérioration. Après des années de restructuration des bilans, de réduction de l'endettement et d'augmentation de la rentabilité, les entreprises américaines et européennes ont semblé recourir davantage à l'effet de levier sur leurs bilans, afin de financer des augmentations de dépenses d'investissement, des hausses de dividendes, des volumes records de rachats d'actions, ainsi qu'une croissance généralisée du nombre et de la valeur des fusions et acquisitions. Ces évolutions se sont produites alors que, selon les attentes des marchés, le rythme de progression des résultats annuels des entreprises, qui a dépassé 10 p.c. pendant plusieurs trimestres, devrait avoir atteint son maximum pour se ralentir dans le courant de 2007.

L'accroissement du recours à l'endettement des sociétés non financières américaines et européennes a indéniablement été stimulé par le niveau historiquement bas des taux d'intérêt et le vif attrait des investisseurs pour les crédits aux entreprises. Les compartiments du marché des obligations et prêts à haut rendement, qui portent tous deux sur des crédits aux entreprises à moins bonne qualité de signature, ont enregistré de gros volumes d'émission et une demande très forte sur le marché primaire. Ce contexte a offert de vastes possibilités de (re)financement pour des emprunteurs présentant un risque élevé, ce qui pourrait, au demeurant, avoir contribué à contenir les taux de défaillance. Il a aussi favorisé le nombre élevé des rachats à effet de levier, qui ont caractérisé le marché des fusions et acquisitions d'entreprises au cours des derniers trimestres.

Ces rachats à effet de levier correspondent à des reprises de sociétés effectuées par des entreprises ou fonds de capital-investissement en recourant à l'endettement. Alors qu'en Europe, les banques et les consortiums bancaires avaient traditionnellement fourni les fonds nécessaires au financement de ces opérations de rachat, le rôle des

GRAPHIQUE 71 ÉCART DE TAUX D'INTÉRÊT ET TAUX DE DÉFAILLANCE DES OBLIGATIONS À HAUT RENDEMENT



Sources : JP Morgan, Merrill Lynch, Moody's, Thomson Financial Datastream.

(1) Indice EMBIG ; écart de taux par rapport aux taux d'intérêt des bons du Trésor américain d'une durée équivalente.

(2) Obligations d'entreprises libellées en dollar des États-Unis, ayant une notation (*rating*) inférieure à BBB/Baa3 ; écart de taux par rapport au taux d'intérêt des bons du Trésor américain à dix ans.

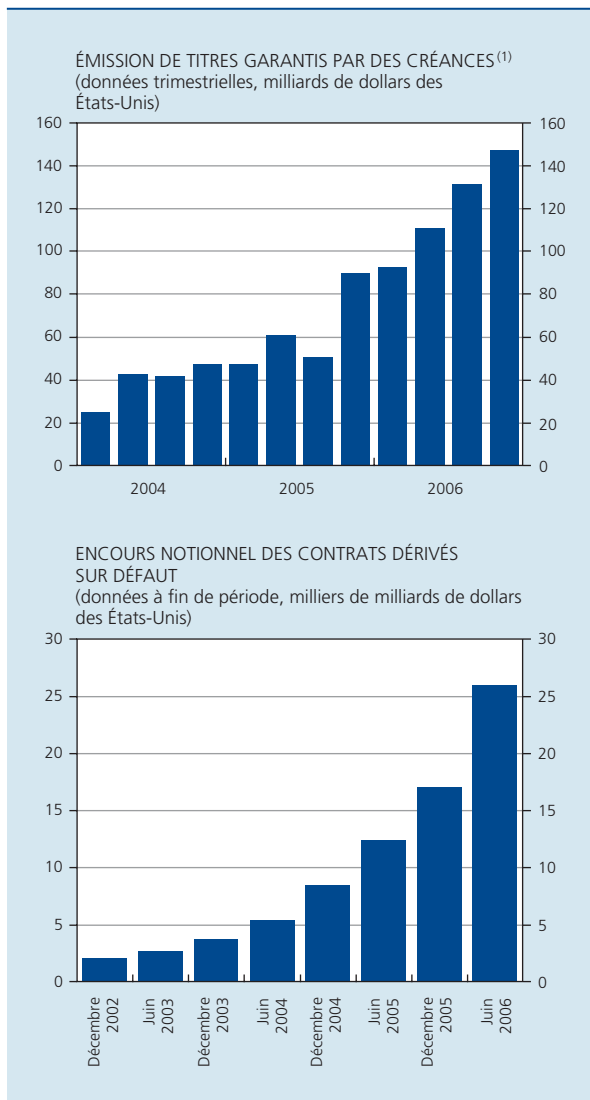
dispensateurs de crédit non bancaires, tels que les fonds spéculatifs et les gestionnaires d'obligations adossées à des prêts (CLO), s'est récemment accru. Ces derniers instruments rassemblent plusieurs prêts à effet de levier et les utilisent afin de garantir l'émission de nouveaux titres de créance subdivisés en tranches présentant différents profils de risque. La tranche la plus risquée absorbe la totalité des premières pertes encourues sur les prêts à effet de levier sous-jacents, avant que la tranche suivante ne soit affectée. Cette répartition du risque en tranches au moyen d'une restructuration des cash-flows des actifs financiers sous-jacents a facilité l'entrée des compagnies d'assurances et fonds de pension, qui sont principalement intéressés par des titres de créance à faible risque, sur un marché préalablement dominé par les banques. Dans le même temps, ces produits dits structurés ont permis de créer des combinaisons risque-rendement plus audacieuses, correspondant aux tranches dites *mezzanine* et *equity*, qui ont séduit des investisseurs institutionnels davantage enclins à la prise de risque, tels que les fonds spéculatifs.

Ces évolutions dans le mode de financement des rachats avec effet de levier effectués en Europe ne constituent qu'une manifestation des importants changements structurels qui affectent les marchés mondiaux du crédit. Ces dernières années, ces marchés se sont approfondis

et sophistiqués grâce à l'introduction de nouveaux instruments financiers, aux avancées réalisées dans les techniques de gestion des risques et à l'implication accrue d'institutions financières non bancaires, telles que les fonds spéculatifs. Parmi les évolutions importantes, on peut citer la croissance exponentielle de l'encours des instruments de transfert de risque de crédit, comme les contrats dérivés sur défaut d'emprunteur (CDS), et les nombreuses émissions d'instruments dits de finance structurée, tels que les obligations adossées à des instruments de crédit (CDO).

Ces changements structurels ont accru l'interconnexion entre des marchés du crédit qui étaient jusque-là compartimentés, avec pour corollaire une évaluation plus cohérente des risques de crédit entre différents produits. Ils permettent également une meilleure dispersion de ces risques à travers le système financier en augmentant les possibilités de transfert, de couverture et de diversification pour les différentes institutions financières. Cependant, en raison de la complexité croissante des instruments financiers utilisés à cette fin et de la pénurie de données sur certains marchés ou sur l'exposition de certains participants importants, il devient plus difficile de déterminer quels sont, au final, les agents économiques qui supportent les risques au sein du système financier. De ce fait,

GRAPHIQUE 72 INSTRUMENTS DE TRANSFERT DE RISQUES DE CRÉDIT



Sources : Bond Market Association, ISDA.

(1) Uniquement les titres garantis par des créances achetées (TGC de flux).

on ne peut guère anticiper comment bon nombre de ces nouveaux compartiments de marché pourraient réagir en cas de tensions macroéconomiques ou financières systémiques, auxquelles ceux-ci n'ont en fait pas encore été exposés. Dans ces circonstances, une des grandes inconnues sera le comportement des opérateurs les plus endettés, tels que les fonds spéculatifs, et les conséquences qui en découleront sur la liquidité des marchés et les prix des actifs. En septembre, deux fonds spéculatifs importants (Amaranth Advisors et Vega Asset Management) ont subi de lourdes pertes, qui ont respectivement résulté de positions à la hausse sur le marché du gaz naturel et de positions à la baisse sur les marchés américain, européen

et japonais des titres à revenu fixe. Ces pertes considérables ont eu des conséquences limitées pour les marchés financiers en comparaison de l'expérience du fonds Long-Term Capital Management (LTCM) en 1998. Cette faible répercussion par rapport au fiasco du fonds LTCM s'explique notamment par les conditions favorables dans lesquelles leurs positions ont pu être dénouées ou leurs actifs liquidés par ventes à d'autres participants.

Le rôle des banques se trouve également modifié, celles-ci se bornant de plus en plus, dans certains compartiments du marché, à l'octroi initial du crédit, avec transfert ultérieur du risque à des tiers. Cette négociabilité accrue des prêts permettra aux banques d'optimiser leur exposition au risque en fonction du capital dont elles disposent, un processus qui sera sans nul doute favorisé par l'introduction des normes de Bâle II dans l'UE en 2007. Elle se traduira toutefois aussi par une exposition potentielle aux chocs affectant la liquidité de ces nouveaux marchés. En outre, en tant que créanciers de départ et institutions en charge du suivi du service financier des actifs incorporés dans les produits structurés, les banques sont souvent tenues de conserver une certaine exposition au risque de ces actifs, afin de répondre de leur implication dans la bonne fin de l'opération. Si ces nouveaux compartiments de marchés peuvent générer des sources additionnelles de revenus, une diversification vers ces activités « non traditionnelles » pourrait exposer certaines des banques concernées à des pertes inattendues dans l'éventualité d'un choc systémique, particulièrement si la concurrence intense sur ces nouveaux marchés s'accompagnait d'une érosion des normes de gestion et d'une sous-évaluation des risques. Tel pourrait bien être le cas pour l'octroi de financement et la fourniture de services de courtage aux fonds spéculatifs, activités pour lesquelles la pression de la concurrence paraît se traduire par un assouplissement des standards d'évaluation des risques.

Cependant, le système bancaire a probablement renforcé sa capacité à faire face à des pertes inattendues, résultant par exemple d'un soudain essoufflement de l'activité économique, d'une érosion concomitante de la qualité du crédit ou encore d'une résorption brutale des déséquilibres mondiaux de balance courante des paiements. En témoignent les niveaux élevés de rentabilité enregistrés par les banques américaines et européennes en 2006. Dans la zone euro, plus particulièrement, cette rentabilité a été soutenue par un contrôle continu des coûts, le faible niveau des provisions pour pertes sur prêts et le montant élevé des revenus de commissions, liés notamment à la gestion d'actifs et aux activités de banque d'investissement. La forte demande de prêts hypothécaires par les ménages et la progression de l'endettement des entreprises semblent également avoir largement compensé

l'incidence, sur les produits nets d'intérêts, du recul de la marge d'intermédiation des banques, consécutif à la faiblesse des taux d'intérêt, à l'aplatissement voire l'inversion des courbes des rendements et à l'intensification de la concurrence.

8.2 Établissements de crédit belges

8.2.1 Composition des actifs des établissements de crédit belges

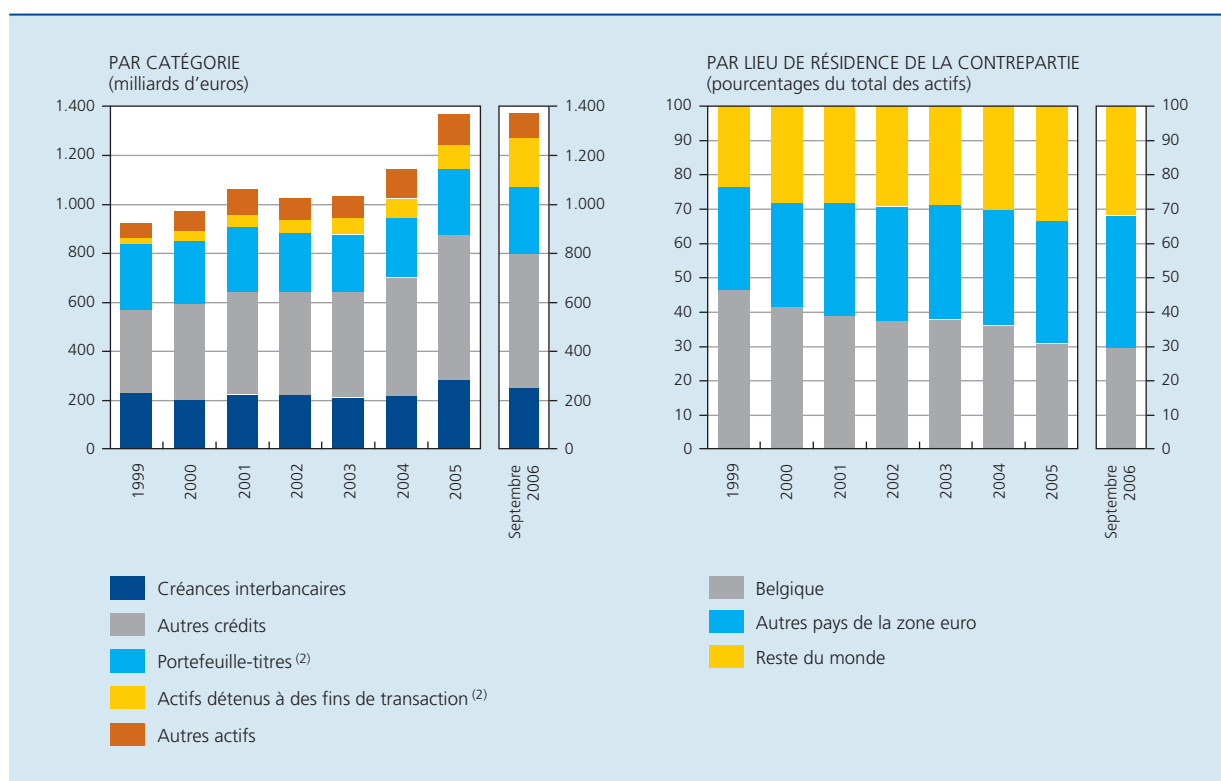
Au cours de ces dernières années, les banques belges se sont progressivement internationalisées. Les possibilités limitées de croissance sur le marché domestique ont incité les établissements de crédit à étendre leurs activités à l'étranger, tout d'abord dans les pays voisins en créant des groupes binationaux et, plus récemment, en réalisant des acquisitions en Europe centrale et de l'Est et en Turquie. Ainsi, le groupe KBC s'est très fortement développé en

Slovaquie, en République tchèque, en Hongrie et en Pologne. En 2005, le groupe Dexia a décidé d'acquérir une banque turque, Denizbank. L'opération a été finalisée au dernier trimestre de 2006. Le groupe Fortis est également actif sur les marchés turc et d'Europe centrale et de l'Est à la suite, entre autres, de l'achat de la banque Disbank en juillet 2005.

Au 30 septembre 2006, le total bilantaire des établissements de crédit s'élevait à 1.348,7 milliards d'euros. À la suite des développements susmentionnés, la part des actifs bancaires belges localisés en Belgique n'a cessé de se réduire, passant de 46,5 p.c. en 1999 à 29,6 p.c. en septembre 2006. Les données à cette dernière date ne sont toutefois pas entièrement comparables à celles de la fin de 2005. En effet, depuis le 1^{er} janvier 2006, les banques belges, qu'elles soient cotées ou non, ont l'obligation d'utiliser les normes comptables internationales IAS/IFRS (*International Accounting Standards/International Financial Reporting Standards*) pour établir leurs comptes consolidés. Ces nouvelles

GRAPHIQUE 73 DÉCOMPOSITION DES ACTIFS DES ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT BELGES

(données à fin de période, sur une base consolidée⁽¹⁾)



Sources : CBFA, BNB.

(1) Les données à la fin de septembre 2006, établies selon les normes IAS/IFRS, concernent six grandes banques belges, qui représentaient à elles seules 92,5 p.c. du total des actifs consolidés du secteur bancaire belge à la fin de 2005.

(2) Pour les données de la fin de septembre 2006, à la suite de l'application des normes IAS/IFRS, la rubrique « portefeuille-titres » correspond aux titres repris dans les catégories « actifs évalués à la juste valeur », « actifs disponibles à la vente » et « placements détenus jusqu'à l'échéance », tandis que la rubrique « actifs détenus à des fins de transaction » comprend dorénavant les produits dérivés.

TABEAU 39 VENTILATION DES ACTIFS FINANCIERS⁽¹⁾ DES ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT BELGES
PAR SECTEUR ET LIEU DE RÉSIDENCE DE LA CONTREPARTIE

(données à la fin de septembre 2006, sur une base consolidée⁽²⁾; pourcentages du total, sauf mention contraire)

	Milliards d'euros	Pourcentages du total	Décomposition selon le lieu de résidence de la contrepartie		
			Belgique	Reste du monde	
				Total	dont: autres pays de la zone euro
Établissements de crédit	306,5	27,0	1,5	25,6	14,0
Sociétés non financières	309,4	27,3	7,0	20,3	7,7
Particuliers	237,8	21,0	11,4	9,6	8,4
Administrations publiques centrales	197,5	17,4	6,3	11,2	9,3
Institutions financières non bancaires	82,2	7,2	2,6	4,6	0,9
Total	1.133,4	100,0	28,7	71,3	40,3

Sources : CBFA, BNB.

(1) À l'exception des actions et des produits dérivés.

(2) Ces données, établies selon les normes IAS/IFRS, concernent six grandes banques belges, qui représentaient à elles seules 92,5 p.c. du total des actifs consolidés du secteur bancaire belge à la fin de 2005.

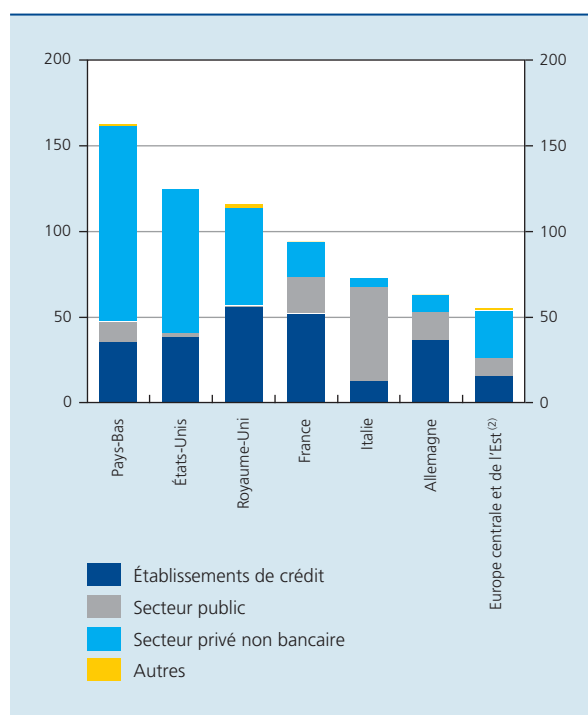
normes modifient la comptabilisation des actifs et des passifs financiers (pour une description détaillée, voir l'encadré 18). Dès lors, la variation des différents postes bilanciers entre décembre 2005 et septembre 2006 ne résulte pas uniquement de l'évolution de l'environnement économique et de changements dans le comportement des banques, mais aussi de l'application de cette nouvelle réglementation comptable.

Le nouveau schéma comptable pour les comptes consolidés procède à une ventilation plus fine des actifs financiers en fonction du secteur de contrepartie et du lieu de résidence des contreparties. Ceci représente un progrès indéniable en termes d'information prudentielle. En effet, auparavant, cette information était uniquement disponible sur une base territoriale et, par voie de conséquence, ne comprenait pas les activités réalisées à l'étranger.

Les actifs financiers du secteur bancaire belge sont caractérisés par une forte diversification tant sectorielle que géographique. Les parts relatives des établissements de crédit, des entreprises, des particuliers et des administrations publiques sont assez similaires en ordre de grandeur, à savoir 27; 27,3; 21 et 17,4 p.c. La quasi-totalité des créances interbancaires, ainsi que la majeure partie des prêts accordés aux entreprises et aux administrations publiques sous la forme de créances ou de titres d'emprunt, sont localisés en dehors de la Belgique. Ainsi, trois fois plus de prêts environ sont octroyés à des entreprises à l'étranger qu'en Belgique, à raison respectivement de

GRAPHIQUE 74 ACTIFS⁽¹⁾ DES ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT DE DROIT BELGE VIS-À-VIS DE L'ÉTRANGER

(données à la fin de septembre 2006, sur une base consolidée, milliards d'euros)



Sources : CBFA, BNB.

(1) Les actifs dans ce graphique sont répartis sur la base du risque final, c'est-à-dire après transfert de risque. Ces données sont encore basées sur les règles comptables belges.

(2) Y compris la Turquie.

20,3 et 7 p.c. Ils sont principalement concentrés dans des pays ne faisant pas partie de la zone euro, à hauteur de 12,6 p.c. Ceci ne résulte pas uniquement de l'expansion des banques belges à l'étranger, mais aussi du faible recours aux emprunts bancaires des entreprises belges ces dernières années. À l'inverse des entreprises et des administrations publiques, l'encours des prêts aux ménages belges continue à être supérieur à celui des créances sur des ménages non-résidents, s'établissant à 11,4 p.c. contre 9,6 p.c. Une part prépondérante des crédits aux particuliers est constituée de prêts hypothécaires. En septembre 2006, ceux-ci représentaient plus des trois quarts de l'encours total des créances vis-à-vis des ménages.

Bien que l'internationalisation des banques belges ait été récemment marquée par l'acquisition de banques en Europe centrale et en Turquie, il n'en reste pas moins que l'essentiel des actifs des établissements de crédit belges à l'étranger (69,9 p.c.) reste localisé dans six pays avancés, à savoir l'Allemagne, la France, les Pays-Bas, l'Italie, le Royaume-Uni et les États-Unis.

Pour la part de ces actifs étrangers qui est constituée vis-à-vis du secteur privé non bancaire, la concentration est encore plus grande, puisqu'à la fin de septembre 2006, 62,1 p.c. de ces actifs se retrouvaient aux Pays-Bas, aux États-Unis et au Royaume-Uni. Tandis que la majorité de ces activités avec les États-Unis et le Royaume-Uni est effectuée au travers de transactions transfrontières, les actifs aux Pays-Bas ont été surtout acquis par le biais d'agences bancaires locales, très actives dans l'octroi de prêts hypothécaires aux ménages hollandais. Les opérations des banques belges avec des établissements de crédit étrangers s'opèrent dans une large mesure avec des contreparties hollandaises, américaines, britanniques, françaises et allemandes. Par ailleurs, les banques belges détiennent un large portefeuille de titres émis par les administrations publiques italiennes.

Les actifs vis-à-vis de l'Europe centrale et de l'Est se composent, à concurrence de 48,9 p.c., de créances sur le secteur privé non bancaire. Les avoirs sur le secteur bancaire et le secteur public s'élèvent respectivement à 28,2 et 19,7 p.c.

Encadré 18 – Introduction des normes IAS/IFRS

Conformément aux dispositions d'un règlement européen, les normes comptables internationales IAS/IFRS (*International Accounting Standards/International Financial Reporting Standards*) sont appliquées depuis le 1^{er} janvier 2005 aux comptes annuels consolidés de l'ensemble des entreprises belges cotées en bourse, en particulier des grands groupes de bancassurance. Le législateur belge a, à partir du 1^{er} janvier 2006, étendu cette obligation relative aux comptes consolidés à l'ensemble des banques, y compris celles qui ne sont pas cotées pour les données qu'elles doivent transmettre aux autorités prudentielles.

Si l'application de ces normes entraîne des modifications importantes dans la comptabilisation d'ensemble des rubriques du bilan, ces changements sont particulièrement sensibles à l'actif. Tout d'abord, elles introduisent la notion de juste valeur. Celle-ci est définie comme le montant pour lequel un instrument financier pourrait être échangé, entre des parties bien informées et consentantes, dans le cadre d'une transaction effectuée dans des conditions de concurrence normale. Cette notion est plus large que celle de valeur de marché. Si, dans le cadre des normes IAS/IFRS, la cotation sur un marché actif est effectivement considérée comme la meilleure indication de la juste valeur et est à utiliser en priorité quand elle existe, cet indicateur n'est pas exclusif. En l'absence d'un marché actif, la notion de juste valeur peut englober d'autres techniques d'évaluation, se référant, par exemple, à la valorisation d'instruments financiers similaires.

Par ailleurs, les normes IAS/IFRS instaurent une nouvelle classification des actifs financiers, en portefeuilles comptables distincts auxquels s'appliquent des modes de comptabilisation spécifiques.

Le premier portefeuille comprend les actifs détenus à des fins de transaction, à savoir les actifs acquis ou contractés dans le but d'être vendus à court terme ainsi que les produits dérivés, à l'exception des dérivés de couverture. Ils sont comptabilisés à la juste valeur et les changements de valeur sont enregistrés dans le compte de résultat.



MODE DE COMPTABILISATION DES ACTIFS FINANCIERS SELON LES NORMES IAS/IFRS

Classification des actifs financiers	Mode d'évaluation	Comptabilisation des changements de juste valeur
Actifs détenus à des fins de transaction	Juste valeur	Par le biais du compte de résultats
Actifs désignés à la juste valeur	Juste valeur	Par le biais du compte de résultats
Prêts et créances	Coût amorti ⁽¹⁾	–
Placements détenus jusqu'à l'échéance	Coût amorti ⁽¹⁾	–
Actifs disponibles à la vente	Juste valeur	Par le biais des capitaux propres

(1) Le coût amorti est le montant auquel un instrument financier a été acquis, corrigé des remboursements en capital, des dépréciations nettes de valeur et des amortissements de la différence entre le prix d'acquisition et la valeur de remboursement.

Le second portefeuille regroupe les actifs financiers (autres que les produits dérivés) désignés de façon irrévocable par les banques à la juste valeur au moment de leur comptabilisation (*fair value option*). Les changements de valeur sur ce portefeuille sont également comptabilisés dans le compte de résultat. Les établissements de crédit peuvent recourir à cette possibilité de désignation à la juste valeur afin, notamment, de compenser les variations de résultats qui découlent de la réévaluation de produits dérivés ayant servi de couverture dans le cadre de la gestion ALM (actif – passif), mais ne pouvant être reconnus d'un point de vue comptable comme dérivés de couverture.

La catégorie des prêts et créances est constituée d'actifs financiers (autres que les produits dérivés) avec des paiements déterminés ou déterminables et qui, sauf certaines exceptions, ne sont pas cotés sur un marché actif. Ceux-ci sont évalués au coût amorti.

Les placements détenus jusqu'à l'échéance rassemblent les actifs financiers que les banques ont l'intention manifeste et la capacité de détenir jusqu'à la date d'échéance. Les produits dérivés et les actions en sont exclus. Cette catégorie peut être utilisée pour autant que, durant l'exercice ou les deux exercices précédents, la quantité d'actifs vendus avant l'échéance soit restée d'un montant négligeable. Les actifs de ce portefeuille sont évalués au coût amorti.

Le portefeuille des actifs financiers disponibles à la vente reprend les actifs qui n'ont pas été classés parmi les autres portefeuilles. Il constitue une catégorie par défaut. Ces actifs sont évalués à leur juste valeur et, dans ce cas, les changements de valeur sont comptabilisés directement en capitaux propres.

Afin de saisir la réalité économique sous-jacente au nouveau mode de classification des actifs financiers, il est utile d'établir une correspondance entre les différents portefeuilles définis selon les normes IAS/IFRS et la ventilation par type d'instruments financiers.

Un tiers des actifs détenus par les établissements de crédit belges à des fins de transaction sont des produits dérivés. Précédemment, ces derniers étaient repris hors bilan à leur montant notionnel. Dorénavant, dans le cadre des normes IAS/IFRS, les produits dérivés sont présumés détenus à des fins de transaction et sont comptabilisés à la juste valeur dans le bilan des banques, les gains et pertes apparaissant à présent dans le compte de résultat. Ils peuvent toutefois aussi être désignés explicitement comme couverture, pour autant que les exigences de documentation concernant la transaction soient respectées et que l'efficacité de la couverture soit prouvée. Cette possibilité n'a, toutefois, été que peu utilisée par les banques belges, l'encours des produits dérivés de couverture, évalués à leur juste valeur, se limitant à 1,6 milliard d'euros.



ACTIFS FINANCIERS DES ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT BELGES SELON LE NOUVEAU SCHEMA COMPTABLE PRUDENTIEL

(données à la fin de septembre 2006, sur une base consolidée⁽¹⁾; milliards d'euros, sauf mention contraire)

	Prêts et avances	Titres d'emprunt	Actions	Dérivés ⁽²⁾	Total	<i>p.m.</i> <i>Pourcentages</i>
Actifs détenus à des fins de transaction ..	40,6	53,8	40,7	63,5	198,6	16,0
Actifs désignés à la juste valeur par le biais du compte de résultat	18,3	17,7	0,9		37,0	3,0
Prêts et créances	752,9				752,9	60,5
Placements détenus jusqu'à l'échéance ..		14,9			14,9	1,0
Actifs disponibles à la vente	0,3	234,9	5,2		240,4	19,3
Total	812,1	321,3	46,9	63,5	1.243,8	100,0
<i>p.m. Pourcentages</i>	<i>65,3</i>	<i>25,8</i>	<i>3,8</i>	<i>5,1</i>	<i>100,0</i>	

Sources : CBFA, BNB.

(1) Ces données, établies selon les normes IAS/IFRS, concernent six grandes banques belges, qui représentaient à elles seules 92,5 p.c. du total des actifs consolidés du secteur bancaire belge à la fin de 2005.

(2) Y compris les dérivés de couverture auxquels s'appliquent des règles propres de comptabilisation, notamment, pour l'inscription des changements de juste valeur en compte de résultats.

Les prêts et avances aux établissements de crédit et à la clientèle, qui constituent le poste le plus important du total des actifs des banques (65,3 p.c.), sont repris dans une très large mesure dans le portefeuille des prêts et créances évalués au coût amorti. Si on y ajoute l'ensemble des placements détenus jusqu'à l'échéance, il ressort que près de 62 p.c. des actifs financiers détenus par les banques belges restent comptabilisés au coût amorti.

Par ailleurs, les banques belges détiennent un portefeuille important de titres d'emprunt. La plupart de ces titres sont classés comme actifs disponibles à la vente et leurs changements de juste valeur n'influencent pas le compte de résultat, car ils sont directement enregistrés en capitaux propres. La part restante des titres est principalement détenue à des fins de transaction. Les actions sont comptabilisées pour la plupart dans les actifs détenus à des fins de transaction et ne représentent que 3,8 p.c. du total des actifs financiers.

L'application des normes IAS/IFRS modifie également le traitement comptable des passifs, mais dans une moindre mesure. En effet, 77,5 p.c. des passifs des banques continuent à être évalués au coût amorti. Ces passifs englobent surtout les dépôts de la clientèle et des établissements de crédit. Par ailleurs, les passifs financiers contractés à des fins de transaction, et donc évalués à la juste valeur, représentent 9,4 p.c. du total bilantaire. Ils sont composés dans une large mesure de produits dérivés et de positions courtes sur actions et titres à revenu fixe. Les passifs restants concernent, entre autres, les fonds propres et les dettes subordonnées.

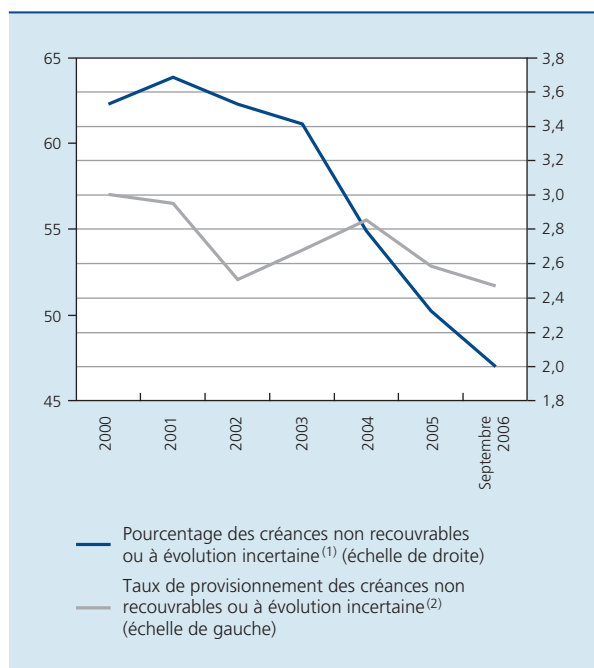
8.2.2 Risque de crédit

L'octroi de crédits reste la principale source de risque pour les banques belges. Le stock de créances non recouvrables ou à évolution incertaine n'a cessé de décroître depuis 2001, pour revenir, à la fin de septembre 2006, à 2 p.c. de l'encours total des prêts sur une base sociale. À cette même date, le taux de provisionnement de ces créances atteignait 51,7 p.c., le niveau le plus bas depuis 2000.

Ces dernières années, les établissements de crédit ont pu bénéficier d'un environnement conjoncturel favorable et de l'amélioration générale de la solvabilité des emprunteurs. De plus, au sein de la clientèle belge, un glissement s'est opéré ces dernières années des crédits aux entreprises vers les prêts aux particuliers, lesquels présentent, en moyenne, un profil de risque moins élevé. Alors que, depuis 2001, l'encours total des crédits aux entreprises est resté relativement stable, aux alentours de 80 milliards d'euros, le montant des créances sur les particuliers est passé de 81,6 milliards en 2001 à 122,6 milliards à la fin des neuf premiers mois de 2006. En effet, durant

GRAPHIQUE 75 CRÉANCES NON RECOUVRABLES OU À ÉVOLUTION INCERTAINE DES ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT DE DROIT BELGE ET TAUX DE PROVISIONNEMENT

(données à fin de période, sur une base sociale, pourcentages)



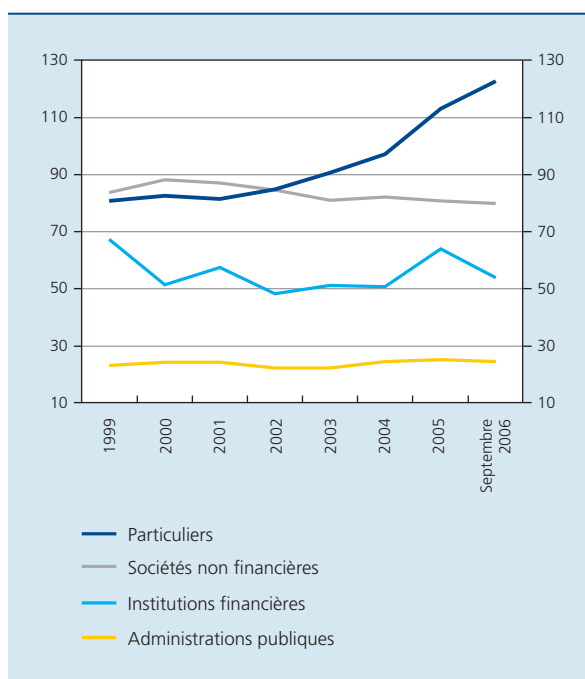
Sources : CBFA, BNB.

(1) Encours des créances non recouvrables ou à évolution incertaine en pourcentage du total des créances sur la clientèle.

(2) Encours des réductions de valeur sur créances en pourcentage des créances non recouvrables ou à évolution incertaine.

GRAPHIQUE 76 CRÉANCES DES ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT BELGES SUR LES RÉSIDENTS

(données à fin de période, sur une base territoriale, milliards d'euros)



Sources : CBFA, BNB.

cette période, les ménages belges ont exprimé une forte demande pour les prêts hypothécaires, favorisée par des conditions de financement plus aisées.

Toutefois, comme déjà indiqué, les banques belges réalisent une part croissante de leurs activités à l'étranger, le plus souvent au travers de leurs filiales. Cette internationalisation les expose de plus en plus aux cycles du crédit en dehors de la Belgique. Dans le nouveau schéma comptable, l'évaluation du risque de crédit peut prendre en compte cette dimension, vu que le stock de créances non recouvrables ou à évolution incertaine, désormais nommées créances dépréciées, est aussi rapporté sur une base consolidée, incluant ainsi les crédits octroyés à l'étranger par les filiales. Ce stock est de plus ventilé selon le type de contrepartie.

Sur une base consolidée, le pourcentage des créances dépréciées s'élevait à 2 p.c. à la fin de septembre 2006, un niveau identique à celui enregistré sur une base sociale. L'essentiel de ces créances concerne les entreprises et les particuliers. En effet, dans le cas des administrations publiques et des institutions financières non bancaires, la fraction des créances dépréciées est très largement inférieure, représentant 0,2 p.c. Au surplus,

TABLEAU 40 CRÉANCES DÉPRÉCIÉES DES ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT BELGES ⁽¹⁾(données à la fin de septembre 2006, sur une base consolidée ⁽²⁾)

	Pourcentages de créances dépréciées ⁽³⁾	Taux de provisionnement ⁽⁴⁾	p.m. Encours des créances, milliards d'euros
Sociétés non financières	2,6	53,3	252,9
Particuliers	1,9	26,1	239,5
Administrations publiques centrales et institutions financières non bancaires	0,2	83,6	52,1
Total	2,0	42,6	544,5
<i>p.m. Idem, sur une base sociale</i>	2,0	51,7	395,5

Sources : CBFA, BNB.

(1) À l'exclusion des créances sur les établissements de crédit et du portefeuille-titres.

(2) Ces données, établies selon les normes IAS/IFRS, concernent six grandes banques belges, qui représentaient à elles seules 92,5 p.c. du total des actifs consolidés du secteur bancaire belge à la fin de 2005.

(3) Encours brut des créances dépréciées en pourcentage du total de l'encours brut des créances.

(4) Montants des dépréciations individuelles en pourcentage de l'encours brut des créances dépréciées.

ce pourcentage s'applique à un encours de crédit beaucoup plus faible que pour les deux autres secteurs. En revanche, le taux de provisionnement, de 83,6 p.c., est bien plus élevé en raison de l'absence habituelle de garanties pour ce type de crédits à très faible risque.

Le secteur des entreprises présente un profil de risque plus élevé que celui des particuliers, à la fois, parce que le pourcentage des créances dépréciées y est supérieur, à 2,6 p.c. contre 1,9 p.c., et parce que le taux de provisionnement atteint le double environ de celui des crédits aux particuliers, s'établissant à 26,1 p.c. Ceux-ci se composent en grande partie de crédits hypothécaires, de sorte que les banques disposent d'une garantie importante pour couvrir les pertes éventuelles sur ce type de crédit, ce qui limite les besoins de provisionnement.

8.2.3 Composition des passifs des établissements de crédit belges et risque d'intérêt

L'internationalisation des banques belges n'a pas uniquement affecté la composition de leurs actifs financiers. Ces institutions ont également eu davantage recours à des financements d'origine étrangère. Alors qu'en 1999, quelque 50 p.c. des moyens de financement étaient d'origine domestique, ceux-ci ne s'élevaient plus qu'à 36,5 p.c. en septembre 2006.

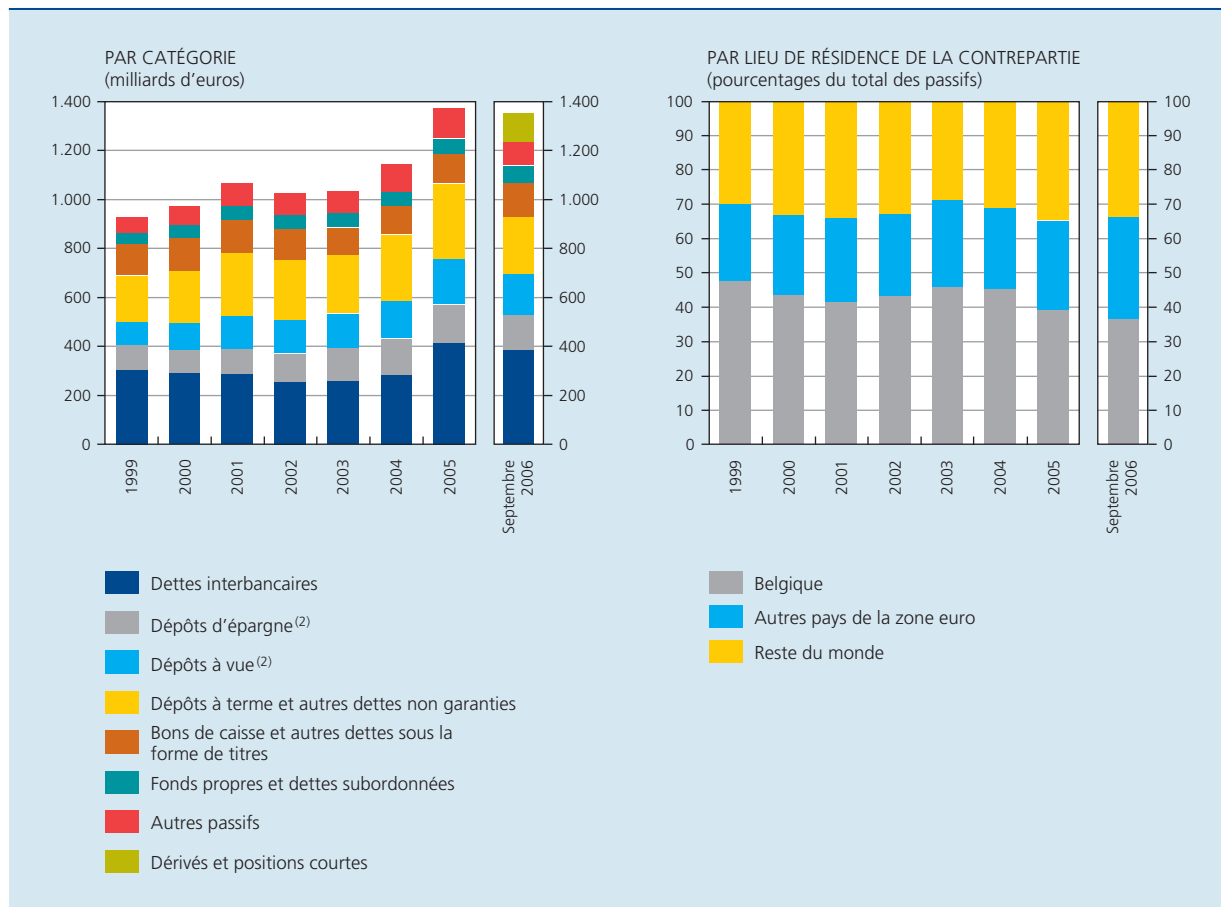
La proportion importante des passifs en provenance de l'étranger découle du large appel fait aux marchés interbancaires internationaux comme source de financement.

Les emprunts interbancaires, qui entraînent pour 28,5 p.c. dans le total bilantaire, étaient contractés pour 89,2 p.c. envers l'étranger. En revanche, pour l'activité de collecte de dépôts, le marché belge est resté prédominant, avec 51,8 p.c. du total des dépôts récoltés. Ceci diffère de la répartition observée pour l'octroi de prêts, où la part de la Belgique n'était que de 42,5 p.c. Le pourcentage toujours élevé des dépôts collectés en Belgique s'explique essentiellement par les dépôts d'épargne, qui sont détenus, à 97,4 p.c., par des résidents. Pour les autres dépôts, la distribution entre la Belgique et l'étranger était, en fait, davantage comparable à celle des prêts.

Les dépôts d'épargne, mais également les dépôts à vue, jouent un rôle important dans le financement des banques belges, qui recourent largement à ces positions à court terme pour financer des actifs à long terme. Cette structure expose à des risques d'intérêt. Les taux sur une fraction importante des actifs étant fixés pour une période assez longue, une hausse globale des taux d'intérêt se répercute plus rapidement sur la rémunération des passifs que sur celle des actifs, ce qui entraîne une contraction de la marge d'intermédiation. Celle-ci sera plus particulièrement prononcée si la hausse est accompagnée d'un aplatissement de la courbe des rendements, c'est-à-dire d'une réduction de l'écart entre les taux d'intérêt à court et à long termes. Cette double évolution s'est produite au cours de la période sous revue, ce qui explique que la marge d'intermédiation calculée sur une base annuelle se soit réduite de 0,94 p.c. en 2005 à 0,90 p.c. en septembre 2006.

GRAPHIQUE 77 DÉCOMPOSITION DES PASSIFS DES ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT BELGES

(données à fin de période, sur une base consolidée⁽¹⁾)



Sources : CBFA, BNB.

(1) Les données à la fin de septembre 2006, établies selon les normes IAS/IFRS, concernent six grandes banques belges, qui représentaient à elles seules 92,5 p.c. du total des passifs consolidés du secteur bancaire belge à la fin de 2005.

(2) Les dépôts repris dans les catégories « dépôts à vue » et « dépôts d'épargne » sont uniquement ceux comptabilisés au coût amorti.

TABLEAU 41 ACTIVITÉS D'INTERMÉDIATION DES ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT BELGES

(données à la fin de septembre 2006, sur une base consolidée⁽¹⁾, pourcentages du total)

	Marché interbancaire		Clientèle			
	Actifs	Passifs	Prêts	Dépôts	dont :	
					Dépôts d'épargne ⁽²⁾	Autres dépôts
Belgique	6,4	10,8	42,5	51,8	97,4	35,7
Autres pays de la zone euro	52,0	40,1	28,9	18,9	2,0	24,8
Reste du monde	41,7	49,1	28,7	29,4	0,6	39,5
Total	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

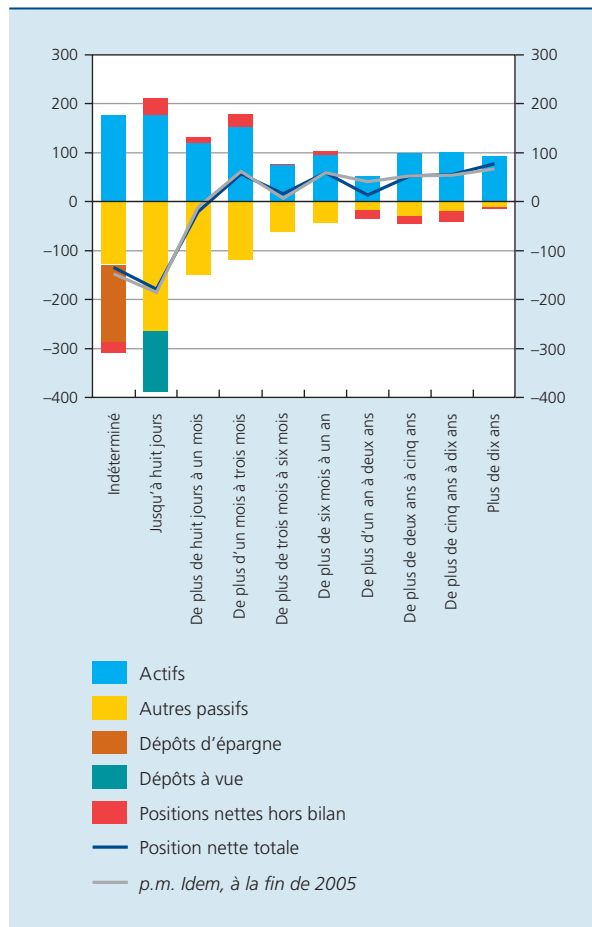
Sources : CBFA, BNB.

(1) Ces données, établies selon les normes IAS/IFRS, concernent six grandes banques belges, qui représentaient à elles seules 92,5 p.c. du total des passifs consolidés du secteur bancaire belge à la fin de 2005.

(2) Les dépôts repris dans la catégorie « dépôts d'épargne » sont uniquement ceux comptabilisés au coût amorti.

GRAPHIQUE 78 ACTIVITÉS DE TRANSFORMATION D'ÉCHÉANCES DES ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT BELGES⁽¹⁾

(données à la fin de septembre 2006, sur une base sociale, milliards d'euros, sauf mention contraire)



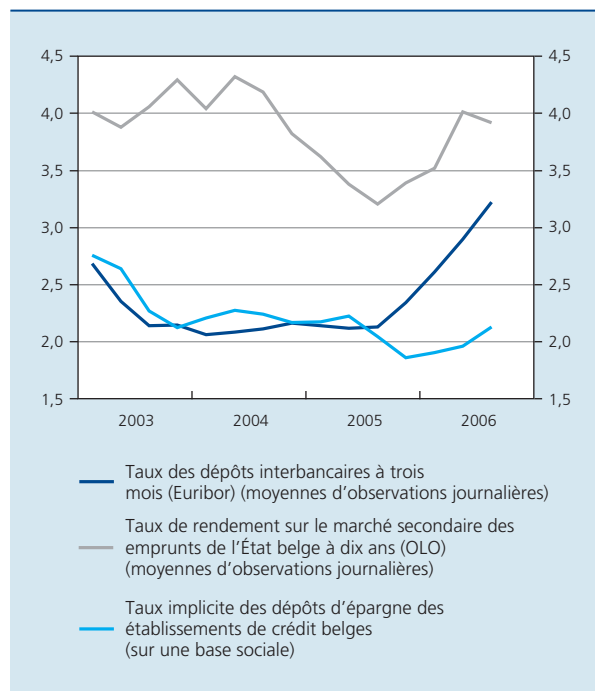
Sources : CBFA, BNB.

(1) Ce graphique répartit les actifs, les passifs et les positions hors bilan selon différentes classes d'échéances, mesurées par la durée résiduelle jusqu'à la date de la prochaine adaptation du taux d'intérêt.

Les « tests de résistance » effectués par les quatre grandes banques belges, en concertation avec la Banque et la CBFA, pour estimer l'impact d'une hausse globale des taux ou d'un aplatissement de la courbe des rendements sur le résultat d'intérêts, confirment l'effet négatif de telles évolutions sur la marge d'intermédiation. Néanmoins, ils indiquent également qu'à plus long terme, une augmentation globale des taux constitue généralement un facteur de soutien des revenus d'intérêts. D'une part, une fois la rémunération des actifs adaptée, le niveau plus élevé de l'ensemble des taux contribue à gonfler les produits d'intérêts des banques. D'autre part, l'effet dit de dotation, c'est-à-dire l'écart entre le coût de financement sur le marché interbancaire et le taux des dépôts à vue, qui sont traditionnellement peu rémunérés, tend à devenir plus important, ce qui contribue aussi à accroître le résultat d'intérêts.

GRAPHIQUE 79 TAUX D'INTÉRÊT DE MARCHÉ ET TAUX IMPLICITE SUR LES DÉPÔTS D'ÉPARGNE

(données trimestrielles)



Sources : CBFA, BNB.

Par contre, une persistance de l'aplatissement de la courbe des rendements maintiendrait la marge sous pression.

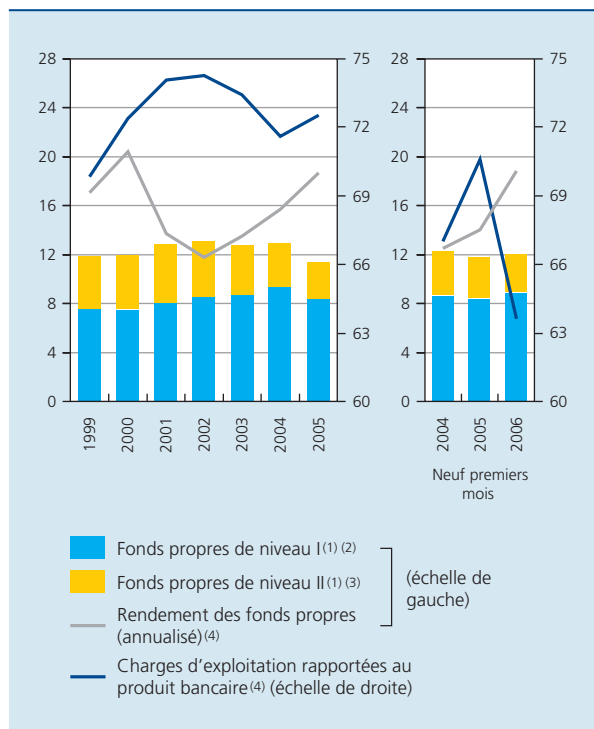
8.2.4 Rentabilité et solvabilité

En dépit de la contraction de la marge d'intermédiation, qui a pesé négativement sur le résultat d'intérêts des banques belges en 2006, la rentabilité globale du secteur bancaire s'est améliorée, comme l'indique l'accroissement du rendement sur fonds propres. Cette augmentation s'explique en grande partie par la croissance importante du résultat hors intérêts, notamment grâce aux revenus de commissions obtenus dans le cadre de la gestion de fortune, des opérations sur titres et de la vente de produits d'assurance. Par ailleurs, les charges d'exploitation ont baissé en pourcentage du produit bancaire. Enfin, les réductions nettes de valeur sur crédit sur une base sociale se sont limitées à 0,05 p.c. de l'encours pour la période de douze mois se terminant le 30 septembre 2006.

Le coefficient de solvabilité des établissements de crédit de droit belge, calculé selon les normes de Bâle I, est passé de 11,5 p.c. en 2005 à 12 p.c. à la fin des neuf premiers mois de 2006. La composition des fonds propres réglementaires

GRAPHIQUE 80 INDICATEURS DE SOLVABILITÉ ET DE RENTABILITÉ DES ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT DE DROIT BELGE

(données sur une base consolidée pour la solvabilité et les indicateurs annuels de rentabilité, sur une base sociale pour les indicateurs de rentabilité pour les neuf premiers mois, pourcentages)



Sources : CBFA, BNB.

- (1) Données à fin de période, en pourcentage des actifs pondérés en fonction des risques.
- (2) Fonds propres au sens strict comprenant essentiellement le capital libéré, les réserves, les intérêts de tiers, et avec pour principale déduction, les écarts de consolidation positifs.
- (3) Comprend essentiellement les emprunts subordonnés.
- (4) L'entrée en vigueur du nouveau schéma comptable a pour conséquence que le compte de résultat sur une base consolidée, tel qu'établi en 2006 selon les normes IAS/IFRS, ne peut être comparé à celui de 2005, encore basé sur les normes comptables belges. Dès lors, la comparaison pour le rendement des fonds propres et les charges d'exploitation pour les trois premiers trimestres de l'année est effectuée sur une base sociale. Par ailleurs, les données ont été corrigées afin de neutraliser l'incidence d'une modification du périmètre d'un grand établissement de crédit au cours des neuf premiers mois de 2006.

s'est également quelque peu modifiée, un grand établissement de crédit belge ayant réalisé une augmentation de capital. Ainsi, les fonds propres de niveau I se sont établis à 8,9 p.c. à la fin de septembre 2006, contre 8,4 p.c. neuf mois plus tôt. Le mode de calcul des coefficients de solvabilité va être modifié avec l'entrée en vigueur du nouveau dispositif de Bâle II. Ce nouveau cadre réglementaire vise, entre autres, à affiner le calcul des fonds propres réglementaires pour le risque de crédit en se référant aux meilleures pratiques développées par les banques. Depuis le 1^{er} janvier 2007, les banques sont autorisées à utiliser deux systèmes : l'approche dite standardisée se fondant sur le recours à des mesures externes du risque de crédit, comme les évaluations des agences de notation, et celle faisant appel aux

modèles de notation interne suivant la procédure dite de base (*IRB foundation*). Cette dernière permet d'exploiter de tels modèles pour déterminer les probabilités de défaut des divers crédits bancaires, les autres paramètres, à savoir l'exposition au risque au moment du défaut et la perte en cas de défaut, restant déterminés par les autorités de supervision de manière forfaitaire. À partir de 2008, les banques auront la possibilité d'exploiter leurs modèles dans le cadre d'un processus plus avancé (*IRB advanced*) où l'ensemble des paramètres conditionnant les pertes sur crédit pourront être calculés au moyen de leurs modèles internes. La bonne solvabilité du secteur bancaire belge devrait être confirmée par la mise en œuvre des normes réglementaires de Bâle II. Les études d'incidence indiquent que celles-ci devraient se traduire, en moyenne, par une réduction des exigences en fonds propres pour les risques de crédit des banques belges.

8.3 Compagnies d'assurances belges

Les grands intermédiaires financiers belges exercent des activités très diversifiées tant dans le secteur bancaire que dans celui des assurances, comme l'atteste la ventilation de leur résultat net par domaine d'activité au cours des neuf premiers mois de 2006. Durant cette période, les résultats d'assurance ont contribué aux bénéfices consolidés des groupes ING, Fortis, KBC et Dexia à hauteur de respectivement 47,5 ; 29,1 ; 15,3 et 6,9 p.c. Ces pourcentages étaient, en règle générale, inférieurs à ceux des neuf premiers mois de 2005, vu que le résultat du pôle bancaire a augmenté plus rapidement que celui de l'assurance en 2006.

À la fin de 2005, la part de marché de ces quatre grands groupes financiers s'élevait à 82 p.c. des dépôts collectés auprès des résidents belges et à 51,3 p.c. des primes d'assurance encaissées. Au cours de ces dernières années, ces institutions ont dégagé de bons résultats tant dans le secteur bancaire, comme commenté ci-avant, que dans le secteur des assurances, pour des raisons qui seront examinées plus en détail dans la suite de cette section. Durant les neuf premiers mois de 2006, le rendement moyen pondéré des fonds propres de ces quatre groupes, pour l'ensemble de leurs activités de banque et d'assurances, s'est établi à 23,1 p.c., contre 23,3 p.c. un an plus tôt.

8.3.1 Rentabilité des activités d'assurance

Le secteur des assurances, qui avait été en perte en 2002, a, depuis, progressivement redressé ses résultats. Cela a été le cas en particulier en 2005, où le bénéfice a bondi de 39,6 p.c., atteignant 2,4 milliards d'euros. Cette vive

TABLEAU 42 RENDEMENT DES FONDS PROPRES DES GROUPES DE BANCASSURANCE ACTIFS SUR LE MARCHÉ BELGE⁽¹⁾

(données des neuf premiers mois annualisées sur une base consolidée, pourcentages)

	Fortis	Dexia	KBC	ING
2004	21,5 ⁽²⁾	17,5	14	25,4
2005	23,3 ⁽³⁾	19,3	19	26,7
2006	21,1 ⁽³⁾	23,0	26	23,1

Sources : chiffres publiés par les groupes.

(1) Selon les normes comptables IAS/IFRS. Pour 2004, il s'agit de chiffres *pro forma* établis selon les normes IAS/IFRS tels que présentés par les groupes dans leurs rapports financiers.

(2) Sur la base de l'ensemble de l'année 2004.

(3) Sur la base des douze derniers mois.

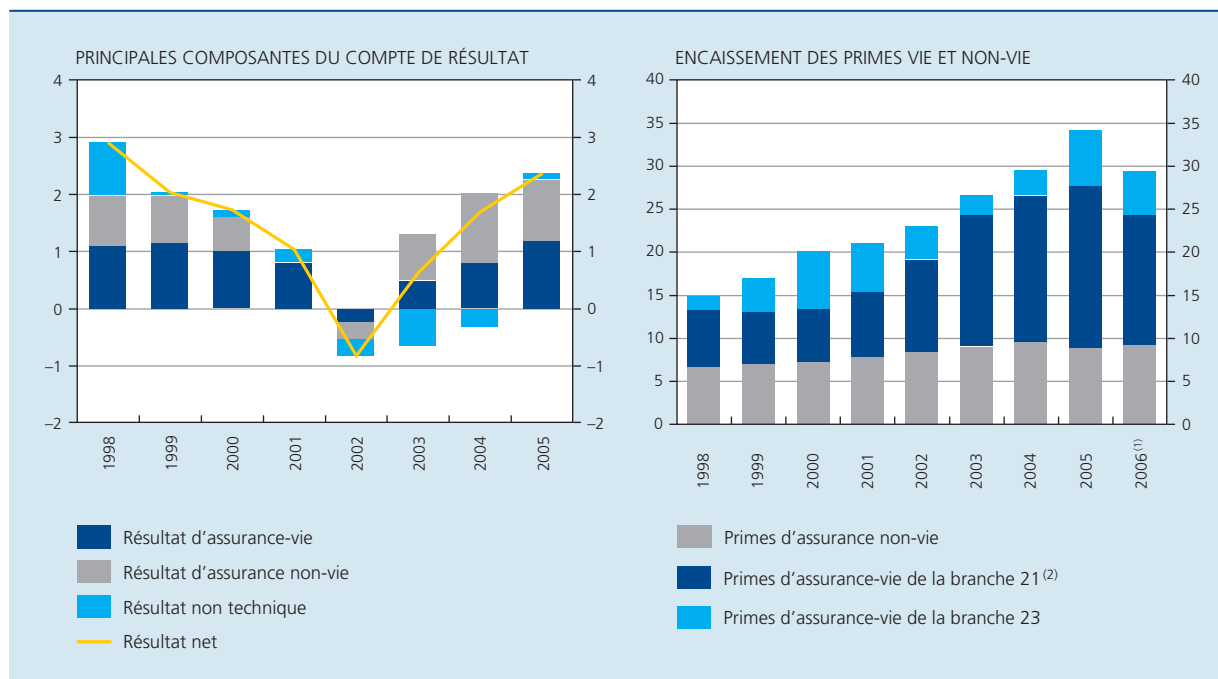
amélioration est essentiellement imputable à une progression de 49,3 p.c. du résultat des activités d'assurance-vie. Le résultat non technique, qui inclut, entre autres, les revenus de placements non attribués aux branches vie et non-vie et les produits exceptionnels, s'est lui aussi fortement redressé et est redevenu positif pour la première fois depuis 2002. Les résultats pour l'activité non-vie ont, par contre, régressé de 12,2 p.c. Cette évolution s'explique toutefois dans une large mesure par un changement

notable dans la composition du secteur belge des assurances. À la fin de 2004, un important assureur étranger a en effet délocalisé son siège européen qui était établi en Belgique. L'incidence de cette modification est neutralisée dans la suite du commentaire.

Sur la base d'une extrapolation des chiffres provisoires des neuf premiers mois, les primes d'assurance non-vie ne se seraient accrues que de 4,2 p.c. en 2006. Comme cela

GRAPHIQUE 81 RÉSULTATS DES COMPAGNIES D'ASSURANCES BELGES

(milliards d'euros)



Sources : Assuralia, CBFA, BNB.

(1) Estimation des primes encaissées en 2006, sur la base des neuf premiers mois de l'année.

(2) Y compris les primes concernant les autres types de contrats avec un rendement garanti.

avait aussi été le cas l'année antérieure, ce pourcentage resterait inférieur à la moyenne de 5,8 p.c. observée de 2000 à 2004. L'intensification de la concurrence observée ces derniers mois sur certaines catégories de produits, comme les assurances-dommages pour les voitures et les assurances-incendie, a eu une incidence négative sur le niveau du prix de ces polices, dont la rentabilité avait, il est vrai, été relativement bonne les années antérieures.

En dépit de cet accroissement plus limité des primes en 2006, les données provisoires pour les neuf premiers mois laissent augurer que le ratio combiné, exprimant les coûts d'assurance et opérationnels en pourcentage des primes perçues, se serait réduit, contrairement à 2005 où il avait légèrement augmenté, passant de 103,3 à 104,3 p.c. La maîtrise des coûts en 2006 aurait ainsi permis de consolider l'amélioration structurelle observée depuis 2001, lorsque ce ratio avait atteint le niveau record de 117,5 p.c.

En assurance-vie, les encaissements de primes ont diminué en 2006. Estimée sur la base des neuf premiers mois de l'année, la baisse atteindrait environ 20 p.c. tant pour les contrats à rendement garanti (branche 21) que les assurances liées à des fonds de placement (branche 23). Cette réduction s'explique vraisemblablement dans une mesure importante par l'imposition, depuis le 1^{er} janvier 2006, d'une nouvelle taxe de 1,1 p.c. sur les versements de primes pour les contrats d'assurance des branches 21 et 23. Alors que l'anticipation de cet impôt par les ménages avait donné lieu à un vif accroissement des versements de primes en 2005, cette taxe a exercé une incidence négative en 2006. La rentabilité de ces activités a été affectée par la contraction des primes, ainsi que par l'abaissement des frais d'entrée que certaines compagnies d'assurances ont instauré pour compenser l'effet de la nouvelle taxe. Toutefois, l'impact de ce changement varie fortement d'une compagnie à l'autre et a probablement été moins prononcé sur l'ensemble de l'année, les glissements de versements vers l'exercice précédent ayant surtout affecté les primes qui auraient dû être payées au début de 2006.

8.3.2 Sensibilité aux évolutions des taux d'intérêt

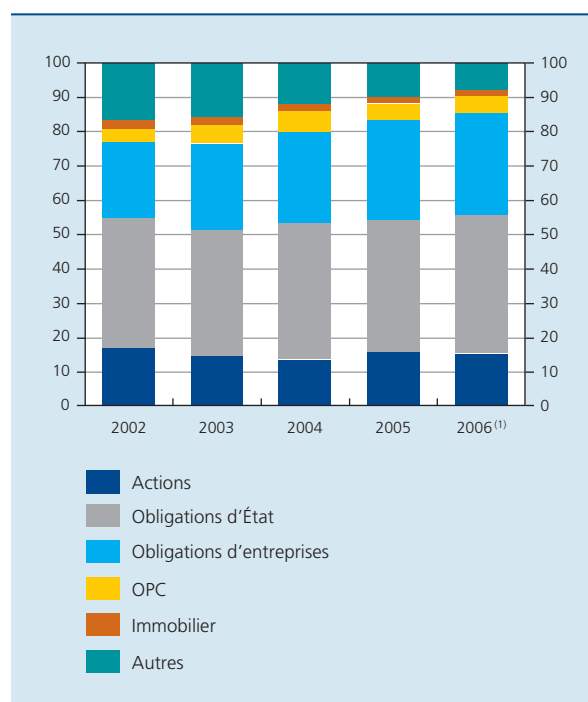
Les revenus des compagnies d'assurances sont déterminés non seulement par les encaissements de primes et les frais d'assurance, mais également par le rendement de leurs placements. Dans l'activité d'assurance non-vie, l'importance de ces revenus de placements est globalement plus faible que dans l'activité vie, car les provisions techniques « non-vie » sont proportionnellement plus limitées. De fait, il s'écoule relativement peu de temps entre l'encaissement des primes et le versement des dommages-intérêts, alors qu'en assurance-vie, les primes sont

destinées à être accumulées pour constituer les réserves nécessaires au respect ultérieur des obligations contractuelles. Ces différences se marquent sur l'encours des portefeuilles de placement et, donc, des revenus financiers. Ces derniers représentaient, en 2005, 32,2 p.c. des primes perçues en matière d'assurance-vie, contre 16,4 p.c. en assurance non-vie.

Dans cette dernière branche, l'évolution favorable des revenus des placements en 2005, à la suite de la réalisation de plus-values sur les portefeuilles d'actions et d'obligations, avait rendu possible une hausse du résultat technique global, malgré le léger recul du résultat d'assurance proprement dit. En 2006, les données provisoires pour les neuf premiers mois indiquent une légère baisse du résultat de placement.

En assurance-vie, il y a lieu d'établir une distinction entre les revenus de placements de la branche 21 et ceux de la branche 23. Dans ce dernier cas, le rendement du portefeuille revient intégralement aux détenteurs des polices et la compagnie d'assurances n'encourt aucun risque de placement, ses revenus résultant exclusivement des frais d'entrée, de gestion et de sortie. Pour la branche 21, par contre, la compagnie garantit un rendement minimal fixe

GRAPHIQUE 82 PORTEFEUILLE DE PLACEMENT DES ASSURANCES-VIE HORS BRANCHE 23
(données à fin de période, pourcentages du total)



Sources : CBFA, BNB.
(1) Chiffres à fin septembre.

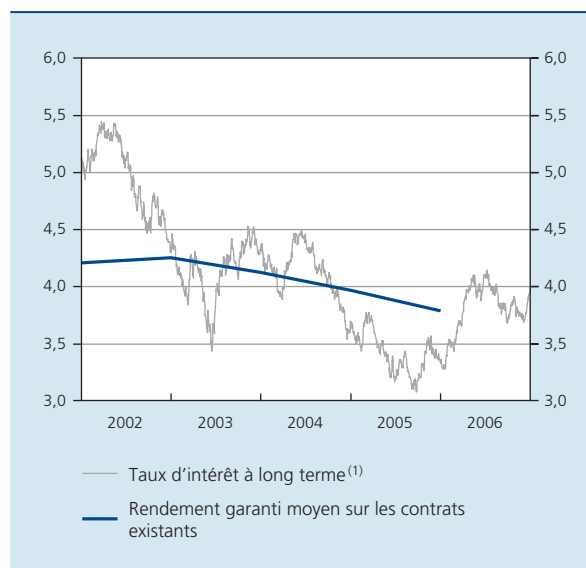
chaque année. C'est la raison pour laquelle une grande partie des actifs couvrant ces contrats sont composés d'obligations. À la fin de septembre 2006, celles-ci représentaient 70 p.c. des placements de la branche 21, contre 15,4 p.c. pour les actions.

Dans la mesure où la durée moyenne à l'échéance de ces portefeuilles d'obligations est souvent inférieure à la durée des contrats d'assurance-vie qui leur sont liés, une baisse des taux d'intérêt aura un effet négatif sur la rentabilité des activités. Cette incidence n'est toutefois pas nécessairement immédiate. Ainsi, de 2002 à 2005, les résultats de placement comptabilisés sur ces portefeuilles d'obligations ont augmenté, en dépit de la diminution des taux, grâce à la réalisation de plus-values sur une partie des titres. De telles opérations passent évidemment par le remplacement d'anciennes obligations à coupons élevés par de nouveaux instruments assortis de taux plus bas, ce qui a pour effet de comprimer les revenus d'intérêt futurs.

Un phénomène inverse s'observe lors de l'amorce d'une remontée des taux, comme celle observée durant les premiers mois de 2006. Même si une telle évolution est positive à terme dans la mesure où elle entraîne un élargissement de la marge entre les taux du marché et les rendements garantis, elle pèse dans l'immédiat sur le compte de résultats de la branche 21, étant donné qu'elle complique la réalisation de plus-values et peut même donner lieu à des moins-values sur les obligations acquises plus récemment.

Afin de pouvoir mieux faire face à la faiblesse des taux d'intérêt à long terme, les compagnies d'assurances ont abaissé le taux garanti sur leurs nouveaux contrats. Cette mesure a donné lieu à une diminution du taux moyen garanti à l'ensemble du portefeuille, qui est revenu de 4,3 p.c. à la fin de 2002 à 3,8 p.c. à la fin de 2005. Des contrats plus flexibles ont, par ailleurs, également été lancés, assortis d'échéances plus courtes et dont le taux d'intérêt garanti peut être modifié à chaque versement. Cette flexibilité accrue des nouveaux contrats pourrait néanmoins dans un premier temps limiter les effets positifs d'une remontée des taux. Alors que les anciennes polices de la branche 21 comprenaient surtout des contrats à long terme dont le rachat anticipé était fortement pénalisé, nombre des contrats conclus à l'heure actuelle ont une durée plus courte et offrent à l'assuré davantage de possibilités de rachat anticipé à coût modique. Les versements de primes sur des comptes de capitalisation (branche 26) ont aussi fortement augmenté en 2006, au départ toutefois d'un niveau initial bas. Ces produits d'assurance, auxquels ne s'applique pas la taxe de 1,1 p.c., sont proches des dépôts d'épargne classiques et exposent

GRAPHIQUE 83 TAUX D'INTÉRÊT À LONG TERME ET RENDEMENT GARANTI MOYEN DES CONTRATS DE LA BRANCHE 21



Sources: CBFA, BNB.

(1) Taux de rendement sur le marché secondaire des emprunts de l'État belge à dix ans (OLO) (données journalières).

les assureurs à des risques de liquidité et de taux d'intérêt similaires. En cas de forte hausse des taux, les compagnies d'assurances pourraient se voir contraintes, afin d'éviter des rachats substantiels de contrats des branches 21 et 26, de relever rapidement les rendements garantis ou les bonus, même si leur portefeuille comporte un grand nombre d'obligations assorties de faibles coupons.

8.3.3 Solvabilité des compagnies d'assurances

La solvabilité des compagnies d'assurances s'est réduite durant les neuf premiers mois de 2006. Sur la base de chiffres trimestriels provisoires, qui ne prennent notamment pas en compte les éventuelles redistributions de bénéfices aux actionnaires et aux assurés, la marge de solvabilité réglementaire constituée s'élevait, à la fin de septembre 2006, à 254,3 p.c. de la marge minimale requise, contre 274,6 p.c. à la fin de 2005.

La marge constituée comprend plusieurs composantes. La principale, à savoir la marge de solvabilité explicite qui inclut essentiellement les fonds propres et certains autres postes du bilan, est passée de 185,2 à 190,8 p.c. de l'exigence minimale requise, sous l'effet des bénéfices que les assureurs ont engrangés les neuf premiers mois de 2006. En vertu des règles en vigueur sur les fonds propres, les compagnies d'assurances peuvent aussi, moyennant

l'accord de la CBFA, comptabiliser deux autres éléments dans leur marge réglementaire: une partie des bénéfices futurs attendus des activités d'assurance-vie et des plus-values non réalisées sur leur portefeuille de placement.

C'est ce dernier élément qui est responsable de la contraction de la marge constituée observée les neuf premiers mois de 2006. Alors que la baisse des taux d'intérêt enregistrée de 2003 à 2005 avait entraîné une forte augmentation des plus-values sur obligations reprises dans la marge réglementaire, la hausse récente a induit une diminution de ces plus-values durant la période considérée de 2006. Il est à noter que seule une fraction des plus-values non réalisées est reprise dans la marge réglementaire, la partie non incluse constituant une réserve latente. En tenant compte de cette dernière, la marge de solvabilité globale à la disposition des compagnies d'assurances est revenue, au cours des trois premiers trimestres de 2006, de 423,7 à 374,3 p.c. du seuil minimum.

En réalité, la hausse des taux d'intérêt à long terme a des effets moins négatifs qu'il n'y paraît pour la solvabilité des compagnies d'assurances. Elle se traduit, en effet, aussi

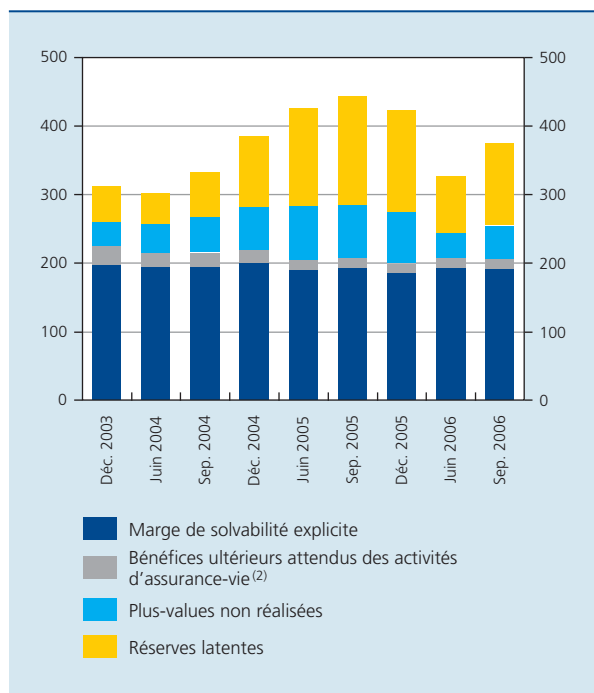
par une baisse de la valeur actuelle des passifs, c'est-à-dire essentiellement des provisions techniques des activités d'assurance-vie. Cette réduction est plus prononcée que la diminution de la valeur du portefeuille d'obligations car, comme déjà signalé à la section précédente, la durée moyenne des passifs est traditionnellement plus longue que celle des actifs en assurance-vie. Ces changements de valeur des passifs ne sont cependant pas comptabilisés dans le cadre des règles actuelles qui ne prévoient pas de modification du taux d'actualisation des provisions techniques en cas de variations des taux d'intérêt du marché. Des « tests de résistance » réalisés par les plus grandes compagnies d'assurances, en se basant sur des valorisations économiques des actifs et des passifs, ont confirmé qu'une hausse des taux d'intérêt à long terme exerce, en fait, une incidence positive sur la solvabilité.

Les distorsions créées par le mode actuel de valorisation des provisions techniques devraient disparaître avec l'introduction d'une valorisation de ces provisions à leur juste valeur conformément aux normes IAS/IFRS. Si les compagnies d'assurances belges faisant partie d'un groupe coté doivent, depuis 2005, établir leurs comptes consolidés dans le respect de ces normes internationales, la version actuelle de IFRS 4, qui traite de la comptabilisation des contrats d'assurance, permet toujours aux compagnies de valoriser dans une large mesure ces contrats selon les normes comptables belges.

À terme, toutefois, le nouveau principe de valorisation à la juste valeur s'étendra aux contrats d'assurance et devra s'appliquer non seulement aux comptes consolidés, mais aussi aux données prudentielles fournies, sur une base sociale, par l'ensemble des compagnies d'assurances. En effet, afin de mieux faire concorder les exigences en matière de fonds propres avec le profil de risque individuel de chaque compagnie, un nouveau système, dit Solvabilité II, va être adopté au niveau européen, s'inspirant des exigences en matière de fonds propres imposées aux banques par l'accord de Bâle II. Il repose également sur trois piliers. Le premier pilier, concernant les exigences quantitatives, permet aux compagnies d'utiliser leurs propres modèles internes de gestion des risques pour calculer les fonds propres exigés. Il exige aussi le calcul de provisions techniques sur la base de leur juste valeur. Le deuxième pilier, relatif aux exigences qualitatives, prévoit que les autorités de surveillance chargées de contrôler les calculs internes des compagnies pourront éventuellement imposer des exigences supplémentaires en matière de fonds propres. Le troisième pilier vise à renforcer la discipline de marché en imposant des obligations en matière de communication d'informations.

GRAPHIQUE 84 MARGE DE SOLVABILITÉ DISPONIBLE DES COMPAGNIES D'ASSURANCES BELGES ⁽¹⁾

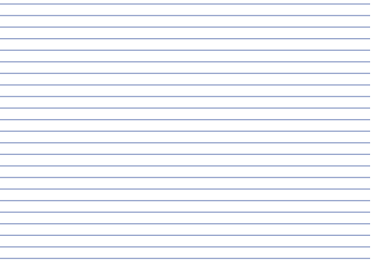
(pourcentages de la marge à constituer)



Sources : CBFA, BNB.

(1) Chiffres trimestriels provisoires.

(2) Cette composante de la marge de solvabilité doit progressivement être réduite, de manière à avoir complètement disparu en 2010.



Annexes statistiques

TABLEAU I PIB ET PRINCIPALES CATÉGORIES DE DÉPENSES, EN VOLUME

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

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006 e
Dépenses de consommation finale des particuliers	2,2	4,0	0,8	0,7	1,0	1,6	0,8	2,4
Logements	4,9	1,2	-4,4	-0,8	3,6	9,0	3,5	4,8
Formation brute de capital fixe des entreprises	3,4	4,5	3,1	-1,9	-2,3	6,7	4,8	4,4
Dépenses des administrations publiques	4,5	2,9	1,2	2,7	2,1	2,1	0,4	1,0
Dépenses de consommation finale	3,3	2,9	2,4	2,9	2,2	2,1	-0,6	1,3
Formation brute de capital fixe	19,5	2,7	-11,6	0,7	0,7	2,9	13,5	-3,0
<i>p.m. Formation brute de capital fixe totale</i> ⁽¹⁾	5,0	3,6	0,0	-1,5	-0,7	6,9	5,2	3,8
Variation des stocks ⁽²⁾	-0,4	0,4	-1,0	0,1	0,0	0,1	0,6	0,8
Total des dépenses intérieures	2,7	4,1	0,0	0,9	0,9	2,9	2,0	3,2
Exportations de biens et services	5,1	8,7	0,8	0,8	2,9	5,7	3,3	3,4
Total des dépenses finales	3,7	6,1	0,4	0,9	1,8	4,2	2,6	3,3
Importations de biens et services	4,4	9,2	-0,1	0,2	2,8	6,2	4,1	3,7
<i>p.m. Exportations nettes de biens et services</i> ⁽²⁾	0,8	0,0	0,8	0,6	0,2	-0,1	-0,4	-0,1
PIB	3,3	3,9	0,7	1,4	1,0	2,7	1,5	3,0

Sources: ICN, BNB.

(1) Logements, formation brute de capital fixe des entreprises et formation brute de capital fixe des administrations publiques.

(2) Contribution à la variation du PIB.

TABLEAU II RNB ET PRINCIPALES CATÉGORIES DE DÉPENSES, EN VOLUME

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

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006 e
Dépenses de consommation finale des particuliers	2,1	3,8	1,1	0,8	0,9	1,5	0,9	2,4
Logements	5,0	1,0	-4,3	-0,7	3,7	9,0	3,2	5,1
Formation brute de capital fixe des entreprises	2,1	6,0	3,3	-3,0	-2,4	8,1	3,2	4,9
Dépenses des administrations publiques	4,5	2,9	1,2	2,7	2,1	2,2	0,3	1,0
Dépenses de consommation finale	3,3	2,9	2,4	2,9	2,2	2,1	-0,6	1,3
Formation brute de capital fixe	19,4	2,4	-11,4	0,5	1,0	3,2	12,8	-2,5
<i>p.m. Formation brute de capital fixe totale</i> ⁽¹⁾	4,2	4,5	0,2	-2,2	-0,7	7,9	4,0	4,2
Variation des stocks ⁽²⁾	0,1	0,1	-0,9	0,1	0,1	0,2	0,4	1,0
Total des dépenses intérieures	2,9	3,8	0,3	0,7	1,0	3,1	1,6	3,6
Exportations de biens et services	5,0	8,4	0,9	1,2	2,9	5,9	2,8	3,7
Total des dépenses finales	3,8	5,8	0,5	0,9	1,9	4,4	2,1	3,6
Importations de biens et services	4,4	8,8	0,2	0,2	3,0	6,3	3,5	4,3
<i>p.m. Exportations nettes de biens et services</i> ⁽²⁾	0,6	0,1	0,5	0,8	0,1	0,0	-0,5	-0,4
PIB	3,4	3,7	0,8	1,5	1,0	3,0	1,1	3,1
Excédent ou déficit (-) commercial résultant de la variation des termes de l'échange ⁽³⁾ ..	-0,5	-1,4	0,1	0,5	-0,4	-0,2	-0,6	0,2
Solde des revenus primaires reçus du reste du monde ⁽³⁾	0,2	0,4	-0,7	-0,2	0,1	-0,4	-0,1	-0,1
RNB	3,0	2,6	0,2	1,7	0,7	2,3	0,4	3,1

Sources : ICN, BNB.

(1) Logements, formation brute de capital fixe des entreprises et formation brute de capital fixe des administrations publiques.

(2) Contribution à la variation du PIB.

(3) Contribution à la variation du RNB.

TABLEAU III DÉFLATEURS DU RNB ET DES PRINCIPALES CATÉGORIES DE DÉPENSES

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

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006 e
Dépenses de consommation finale des particuliers	0,1	3,5	2,3	1,3	1,7	2,4	2,9	2,2
Logements	0,9	2,7	4,2	4,5	1,3	0,8	1,6	4,7
Formation brute de capital fixe des entreprises	2,1	1,8	-0,5	-2,3	1,3	1,1	0,8	2,1
Dépenses des administrations publiques	1,4	1,9	2,5	3,7	2,4	2,4	3,8	2,0
Dépenses de consommation finale	1,4	1,7	2,6	3,9	2,5	2,6	4,1	2,1
Formation brute de capital fixe	1,6	3,4	0,6	0,5	1,2	-0,5	0,7	0,4
<i>p.m. Formation brute de capital fixe totale</i> ⁽¹⁾	1,8	2,2	0,6	-0,6	1,3	0,9	1,0	2,6
Total des dépenses intérieures ⁽²⁾	0,8	2,8	2,0	1,5	1,8	2,2	2,8	2,3
Exportations de biens et services	-0,3	9,5	2,1	-0,5	-2,2	2,5	3,8	4,4
Total des dépenses finales ⁽²⁾	0,3	5,8	2,1	0,6	-0,1	2,3	3,3	3,3
Importations de biens et services	0,3	11,8	2,0	-1,2	-2,0	2,8	4,6	4,0
<i>p.m. Termes de l'échange</i>	-0,6	-2,0	0,1	0,7	-0,2	-0,3	-0,7	0,3
PIB	0,4	1,8	2,0	1,9	1,6	2,4	2,0	1,9
RNB	0,9	3,3	1,9	1,4	2,0	2,6	2,6	1,7

Sources: ICN, BNB.

(1) Logements, formation brute de capital fixe des entreprises et formation brute de capital fixe des administrations publiques.

(2) A l'exclusion des variations des stocks.

TABLEAU IV RNB ET PRINCIPALES CATÉGORIES DE DÉPENSES, À PRIX COURANTS
(millions d'euros, données non corrigées des effets de calendrier)

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006 e
Dépenses de consommation finale des particuliers	126.369	135.726	140.300	143.227	146.889	152.804	158.673	166.091
Logements	11.025	11.433	11.392	11.818	12.409	13.630	14.297	15.723
Formation brute de capital fixe des entreprises	33.431	36.080	37.076	35.126	34.700	37.907	39.435	42.226
Dépenses des administrations publiques	55.910	58.613	60.777	64.749	67.710	70.845	73.800	76.046
Dépenses de consommation finale	51.252	53.678	56.378	60.303	63.163	66.177	68.496	70.856
Formation brute de capital fixe	4.658	4.934	4.399	4.446	4.547	4.667	5.304	5.191
<i>p.m. Formation brute de capital fixe totale</i> ⁽¹⁾	49.114	52.447	52.867	51.389	51.656	56.204	59.036	63.139
Variation des stocks	1.161	2.508	180	62	810	2.593	3.390	4.613
Total des dépenses intérieures	227.896	244.359	249.724	254.981	262.518	277.778	289.595	304.698
Exportations de biens et services	179.471	213.080	219.555	220.969	222.475	241.581	257.697	278.873
Total des dépenses finales	407.367	457.439	469.279	475.950	484.993	519.359	547.292	583.572
Importations de biens et services	169.119	205.698	210.396	208.298	210.335	229.850	248.751	269.905
<i>p.m. Exportations nettes de biens et services</i>	10.353	7.382	9.159	12.672	12.140	11.731	8.946	8.968
PIB	238.248	251.741	258.883	267.652	274.658	289.509	298.541	313.666
Solde des revenus primaires reçus du reste du monde	4.664	5.694	3.922	3.384	3.788	2.705	2.548	2.212
RNB	242.912	257.435	262.806	271.036	278.446	292.213	301.089	315.879

Sources : ICN, BNB.

(1) Logements, formation brute de capital fixe des entreprises et formation brute de capital fixe des administrations publiques.

TABLEAU V VALEUR AJOUTÉE DES DIFFÉRENTES BRANCHES D'ACTIVITÉ, EN VOLUME

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

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	p.m. Pourcentages du PIB de 2005
Agriculture, chasse, sylviculture et pêche	2,9	4,2	-5,5	4,3	-7,6	7,3	7,8	1,1
Industrie	0,9	4,8	0,0	-0,8	-1,2	3,2	-0,2	17,2
Industrie extractive	1,2	1,1	-11,4	-5,1	0,1	3,6	3,3	0,1
Électricité, gaz, eau	2,5	7,0	-1,7	-1,9	-0,8	-1,3	2,2	1,9
Industrie manufacturière	0,7	4,6	0,3	-0,7	-1,3	3,8	-0,5	15,2
dont :								
Minéraux non métalliques	-0,7	-0,5	3,6	-1,3	-3,4	1,6	1,0	0,8
Fer, acier et métaux non ferreux	3,5	3,8	1,8	0,4	-2,4	5,2	-6,2	2,2
Fabrications métalliques	1,5	11,8	-1,4	-4,4	-2,7	3,3	3,6	3,5
Papier, impression, édition	3,8	2,3	1,8	-1,7	1,7	-1,4	0,6	1,1
Chimie et caoutchouc	1,9	6,3	0,4	2,2	-0,4	6,5	-3,1	3,4
Textiles, vêtements et chaussures	-3,2	-8,2	-0,3	-1,5	-8,9	-2,1	-2,7	0,7
Denrées alimentaires, boissons, tabac	-1,0	-5,2	2,2	1,9	2,2	2,9	-6,4	2,0
Construction	3,9	5,8	1,0	-1,5	0,9	5,1	1,1	4,3
Services marchands	4,3	3,2	2,2	2,3	2,2	2,1	1,6	54,2
Commerce et réparations	3,3	-1,5	3,7	4,3	4,9	3,7	-3,3	11,1
Services financiers	10,0	3,3	-0,7	10,2	-5,7	1,9	2,9	5,5
Immobilier, location et services aux entreprises	4,0	4,8	2,5	0,9	3,1	1,5	4,4	20,2
Transports et communications	3,3	4,3	3,2	0,5	2,1	0,6	4,2	7,5
Santé et action sociale	5,6	4,8	3,0	1,2	1,9	3,1	1,5	6,2
Horeca et services divers aux ménages	0,7	4,1	-2,0	-1,2	1,4	1,9	-4,2	3,6
Services non marchands	1,7	2,4	0,5	1,6	1,3	0,8	0,2	12,2
Valeur ajoutée des branches, aux prix de base	3,1	3,6	1,3	1,4	1,2	2,3	1,1	89,0
Impôts nets des subsides sur les produits ⁽¹⁾	0,6	0,5	-0,4	0,3	-0,1	0,9	0,1	11,0
PIB	3,4	3,7	0,8	1,5	1,0	3,0	1,1	100,0

Source : ICN

(1) Contribution à la variation du PIB.

TABLEAU VI MARCHÉ DU TRAVAIL

(moyennes annuelles, milliers de personnes)

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006 e
Population en âge de travailler ⁽¹⁾	6.715	6.724	6.743	6.774	6.805	6.835	6.879	6.928
Population active	4.569	4.616	4.670	4.685	4.734	4.799	4.860	4.898
Emploi national	4.061	4.142	4.200	4.194	4.195	4.223	4.264	4.310
Travailleurs frontaliers (solde)	49	50	50	50	50	51	51	51
Emploi intérieur	4.012	4.091	4.150	4.144	4.145	4.172	4.212	4.258
Travailleurs indépendants	699	695	690	684	679	678	685	693
Travailleurs salariés	3.313	3.396	3.460	3.461	3.466	3.494	3.527	3.565
Secteur privé	2.577	2.656	2.711	2.696	2.691	2.706	2.742	2.774
Secteur public	736	741	749	765	776	788	786	791
Chômage ⁽²⁾	508	474	470	491	538	577	596	588

Sources : ICN ; ONEM ; SPF Économie, PME, classes moyennes et énergie ; BNB.

(1) Personnes âgées de 15 à 64 ans.

(2) Demandeurs d'emploi inoccupés, comprenant les chômeurs complets indemnisés à l'exclusion des chômeurs âgés non demandeurs d'emploi, ainsi que les autres demandeurs d'emploi inscrits obligatoirement ou librement.

TABLEAU VII TAUX DE CHÔMAGE

(pourcentages de la population active âgée de 15 à 64 ans correspondante⁽¹⁾, moyennes annuelles)

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	Moyenne des trois premiers trimestres	
								2005	2006
Total	8,6	7,1	6,6	7,6	8,2	8,4	8,5	8,5	8,4
Selon le sexe									
Femmes	10,5	8,7	7,5	8,7	8,9	9,6	9,6	9,6	9,4
Hommes	7,2	5,8	6,0	6,7	7,7	7,5	7,7	7,6	7,6
Selon l'âge									
De 15 à 24 ans	21,0	17,4	16,9	17,7	21,7	21,1	21,5	21,3	20,6
De 25 à 54 ans	7,4	6,1	5,6	6,6	7,1	7,4	7,4	7,4	7,4
De 55 à 64 ans	5,1	3,0	3,1	3,9	2,8	3,8	4,5	4,3	4,9
Selon la région									
Bruxelles	15,9	14,0	13,0	14,7	15,8	15,9	16,5	16,5	17,7
Flandre	5,4	4,3	4,0	4,9	5,7	5,4	5,5	5,4	5,2
Wallonie	12,7	10,3	9,9	10,6	10,9	12,1	11,9	12,1	11,8
Selon le niveau d'éducation									
Secondaire inférieur ou moins	13,6	11,1	10,0	11,7	12,4	13,3	14,1	13,9	13,8
Secondaire supérieur	8,0	6,8	6,7	7,3	8,4	8,5	8,5	8,6	8,3
Supérieur	3,8	3,3	3,5	4,1	4,4	4,7	4,4	4,3	4,8

Sources : CE ; SPF Économie, PME, classes moyennes et énergie.

(1) Ces taux de chômage sont calculés sur la base des données harmonisées en provenance de l'enquête sur les forces de travail.

TABLEAU VIII INDICE DES PRIX À LA CONSOMMATION HARMONISÉ
(pourcentages de variation par rapport à la période correspondante de l'année précédente)

	Total				p.m. Indice des prix à la consommation national			p.m. Indice-santé ⁽³⁾
	Produits énergétiques	Produits alimentaires non transformés ⁽¹⁾	Tendance sous-jacente de l'inflation ⁽²⁾	Produits alimentaires transformés	Biens industriels non énergétiques	Services		
1999	1,1	2,0	0,0	0,6	0,8	1,8	1,1	0,9
2000	2,7	16,3	0,2	1,3	0,0	2,3	2,5	1,9
2001	2,4	1,4	6,9	2,2	2,0	2,0	2,5	2,7
2002	1,6	-3,6	3,2	1,5	1,7	2,6	1,6	1,8
2003	1,5	0,2	1,7	2,8	1,0	1,9	1,6	1,5
2004	1,9	6,6	0,9	2,2	0,3	2,1	2,1	1,6
2005	2,5	12,7	1,7	2,0	0,3	2,1	2,8	2,2
2006	2,3	7,3	3,3	2,1	0,9	2,1	1,8	1,8
2006 Janvier	2,8	15,9	2,7	1,5	0,0	2,0	2,6	2,0
Février	2,8	12,9	3,0	1,0	1,1	2,2	2,4	2,0
Mars	2,2	10,9	-0,3	0,8	0,9	1,9	1,7	1,3
Avril	2,6	10,6	1,1	1,1	1,1	2,3	2,0	1,7
Mai	2,8	13,2	1,7	1,5	1,0	2,2	2,2	1,9
Juin	2,5	9,6	1,6	1,7	1,1	2,3	1,9	1,7
Juillet	2,4	6,4	3,0	2,3	1,5	2,1	1,6	1,6
Août	2,3	5,8	3,3	2,4	1,0	2,4	1,6	1,7
Septembre	1,9	-1,0	6,7	3,0	1,0	2,3	1,2	1,8
Octobre	1,7	-0,2	5,6	3,0	0,9	1,9	1,2	1,9
Novembre	2,0	2,7	6,0	3,2	0,8	1,6	1,5	1,8
Décembre	2,1	3,6	4,8	3,2	0,8	1,8	1,6	1,9

Sources: CE; SPF Économie, PME, classes moyennes et énergie.

(1) Fruits, légumes, viande et poisson.

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

(3) IPCN, à l'exclusion des produits jugés nuisibles pour la santé, à savoir: le tabac, les boissons alcoolisées, l'essence et le diesel.

TABLEAU IX REVENUS DES DIFFÉRENTS SECTEURS, À PRIX COURANTS⁽¹⁾
(millions d'euros)

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006 e
Particuliers								
Revenu primaire brut	185.558	195.945	205.226	208.090	209.011	213.876	221.667	230.169
Salaires et traitements ⁽²⁾	125.137	130.814	138.074	143.390	146.106	150.181	155.342	161.178
Revenu de la propriété mobilière ⁽³⁾	25.784	28.648	29.721	27.795	25.237	25.229	26.617	27.591
Revenu mixte brut	23.176	24.165	24.613	24.116	24.760	25.276	25.740	26.957
Excédent brut d'exploitation	11.461	12.318	12.818	12.789	12.908	13.189	13.969	14.443
Transferts courants ⁽³⁾	-34.547	-37.084	-38.981	-39.588	-39.048	-39.909	-41.025	-40.452
Transferts reçus	51.305	52.828	55.739	58.540	60.570	63.134	65.436	67.674
Transferts versés (-)	-85.852	-89.912	-94.720	-98.128	-99.618	-103.043	-106.461	-108.127
Revenu disponible brut	151.011	158.860	166.245	168.502	169.963	173.966	180.642	189.717
<i>p.m. En termes réels⁽⁴⁾</i>	168.486	171.307	175.310	175.476	174.119	173.966	175.533	180.341
<i>(pourcentages de variation par rapport à l'année précédente)</i>	(2,3)	(1,7)	(2,3)	(0,1)	(-0,8)	(-0,1)	(0,9)	(2,7)
Sociétés								
Revenu primaire brut	39.373	42.233	38.051	40.832	46.049	51.755	51.086	55.327
Excédent brut d'exploitation	48.014	52.466	51.816	54.564	57.624	64.667	66.791	72.185
Revenu de la propriété mobilière ⁽³⁾	-8.641	-10.233	-13.765	-13.732	-11.576	-12.912	-15.705	-16.859
Transferts courants ⁽³⁾	-6.280	-6.507	-6.480	-6.548	-6.370	-7.389	-8.490	-9.707
Revenu disponible brut	33.093	35.726	31.571	34.284	39.678	44.366	42.596	45.619
Administrations publiques								
Revenu primaire brut	17.982	19.258	19.529	22.114	23.386	26.582	28.336	30.383
Transferts courants ⁽³⁾	38.173	41.051	42.972	43.348	41.730	43.376	45.531	46.172
Revenu disponible brut	56.155	60.309	62.500	65.462	65.117	69.958	73.868	76.556
Reste du monde								
Revenu disponible brut	2.654	2.541	2.490	2.789	3.688	3.923	3.984	3.987
RNB	242.912	257.435	262.806	271.036	278.446	292.213	301.089	315.879

Sources : ICN, BNB.

(1) Les données de ce tableau sont établies en termes bruts, soit avant déduction de la consommation de capital fixe.

(2) Rémunérations à l'exclusion de celles des propriétaires entrepreneurs, y compris les cotisations de sécurité sociale, et pensions de la fonction publique.

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

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

TABLEAU X SYNTHÈSE DES OPÉRATIONS DES GRANDS SECTEURS DE L'ÉCONOMIE, À PRIX COURANTS ⁽¹⁾
(millions d'euros)

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006 e
1. Particuliers								
1.1 Revenu disponible brut	151.011	158.860	166.245	168.502	169.963	173.966	180.642	189.717
<i>p.m. Revenu disponible ajusté brut</i>	181.995	191.130	200.453	204.508	208.123	214.424	222.773	233.270
1.2 Variation des droits des particuliers sur les fonds de pension	1.569	1.549	1.607	1.541	1.716	2.048	2.110	2.245
1.3 Dépenses de consommation finale	126.369	135.726	140.300	143.227	146.889	152.804	158.673	166.091
<i>p.m. Consommation finale effective</i>	157.354	167.995	174.507	179.233	185.049	193.262	200.804	209.644
1.4 Épargne brute (1.1 + 1.2 - 1.3)	26.210	24.683	27.553	26.816	24.790	23.210	24.079	25.871
<i>p.m. Pourcentages du revenu disponible brut⁽²⁾</i>	17,2	15,4	16,4	15,8	14,4	13,2	13,2	13,5
<i>p.m. Pourcentages du revenu disponible ajusté brut⁽²⁾</i>	14,3	12,8	13,6	13,0	11,8	10,7	10,7	11,0
1.5 Transferts en capital ⁽³⁾	25	-361	-569	-543	-819	-1.272	-1.269	-1.473
1.6 Formation brute de capital	13.316	13.987	13.543	14.228	14.478	15.964	16.761	18.332
1.7 Solde de financement (1.4 + 1.5 - 1.6)	12.919	10.336	13.440	12.045	9.493	5.974	6.049	6.066
2. Sociétés								
2.1 Revenu disponible brut	33.093	35.726	31.571	34.284	39.678	44.366	42.596	45.619
2.2 Variation des droits des particuliers sur les fonds de pension	-1.565	-1.547	-1.606	-1.540	-1.721	-2.045	-2.109	-2.250
2.3 Épargne brute (2.1 + 2.2)	31.527	34.179	29.965	32.744	37.958	42.321	40.486	43.369
2.4 Transferts en capital ⁽³⁾	1.376	1.461	645	984	-1.940	654	1.207	2.376
2.5 Formation brute de capital fixe	31.102	33.478	34.839	32.613	32.531	35.472	36.871	39.481
2.6 Variation des stocks	1.186	2.554	281	134	890	2.740	3.445	4.704
2.7 Solde de financement (2.3 + 2.4 - 2.5 - 2.6), optique de l'ICN ⁽⁴⁾	616	-393	-4.509	980	2.597	4.764	1.377	1.561
3. Administrations publiques								
3.1 Revenu disponible brut	56.155	60.309	62.500	65.462	65.117	69.958	73.868	76.556
<i>p.m. Revenu disponible ajusté brut</i>	25.171	28.039	28.292	29.456	26.956	29.501	31.737	33.002
3.2 Variation des droits des particuliers sur les fonds de pension	-3	-2	-1	-1	5	-3	-1	5
3.3 Dépenses de consommation finale	51.252	53.678	56.378	60.303	63.163	66.177	68.496	70.856
<i>p.m. Consommation finale effective</i>	20.267	21.409	22.170	24.297	25.003	25.720	26.365	27.302
3.4 Épargne brute (3.1 + 3.2 - 3.3)	4.900	6.628	6.121	5.158	1.958	3.778	5.371	5.706
3.5 Transferts en capital ⁽³⁾	-1.427	-1.586	-418	-808	2.604	562	-94	-488
3.6 Formation brute de capital fixe	4.658	4.934	4.399	4.446	4.547	4.667	5.304	5.191
3.7 Variation des stocks	14	2	-15	29	20	-46	45	45
3.8 Solde de financement selon le SEC 95 (3.4 + 3.5 - 3.6 - 3.7), optique de l'ICN ⁽⁴⁾	-1.198	106	1.319	-126	-5	-281	-72	-18
<i>p.m. Solde de financement selon l'EDP⁽⁵⁾, optique de l'ICN⁽⁴⁾</i>	-1.180	211	1.458	7	123	-28	308	176
<i>p.m. Solde de financement selon l'EDP⁽⁵⁾, optique d'Eurostat⁽⁴⁾</i>	-1.180	211	1.458	7	123	-28	-6.858	316
4. Ensemble des secteurs intérieurs								
4.1 Solde de financement (1.7 + 2.7 + 3.8)	12.337	10.050	10.250	12.899	12.085	10.457	7.354	7.610

Sources : ICN, BNB.

(1) Les données de ce tableau sont établies en termes bruts, soit avant déduction de la consommation de capital fixe.

(2) Revenu disponible, y compris la variation des droits des particuliers sur les fonds de pension.

(3) Il s'agit des montants nets, c'est-à-dire de la différence entre les transferts reçus d'autres secteurs et ceux versés à d'autres secteurs, y compris les acquisitions nettes d'actifs non financiers non produits et les acquisitions nettes d'objets de valeur.

(4) Selon l'optique de l'ICN, le Fonds de l'Infrastructure Ferroviaire (FIF), créé dans le contexte de la restructuration de la SNCB le 1^{er} janvier 2005, relève du secteur des sociétés non financières. Selon l'optique d'Eurostat, ce Fonds est classé dans le secteur des administrations publiques et la reprise de dette de la SNCB à laquelle il a procédé doit être enregistrée comme un transfert en capital du secteur des administrations publiques vers celui des sociétés non financières.

(5) La méthodologie du SEC 95 a été adaptée en 2001 pour exclure du calcul du solde de financement les gains nets d'intérêts provenant de certaines transactions financières, telles que les contrats d'échange (swaps) et les contrats à garantie de taux (FRA). Dans le cadre de la procédure sur les déficits excessifs (EDP), cette correction n'est toutefois pas prise en compte, tout comme elle ne l'est pas non plus pour l'évaluation par la CE des programmes de stabilité.

TABLEAU XI RECETTES, DÉPENSES ET SOLDE DE FINANCEMENT DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES

(millions d'euros; selon l'optique de l'ICN, sauf mention contraire⁽¹⁾)

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006 e
Recettes ⁽²⁾	108.267	113.531	118.126	123.657	128.460	133.256	140.434	142.336	148.986	153.470
Recettes fiscales et parafiscales	97.320	102.445	106.585	111.764	115.064	119.519	121.433	128.526	133.893	138.571
Prélèvements pesant essentiellement sur les revenus du travail	58.981	61.651	63.598	66.837	70.102	73.689	73.763	76.206	78.335	79.277
Impôts des personnes physiques ⁽³⁾	27.040	28.379	29.032	31.131	32.712	33.440	33.677	34.900	36.069	35.611
Cotisations sociales ⁽⁴⁾	31.941	33.271	34.566	35.706	37.390	39.249	40.085	41.306	42.266	43.666
Impôts sur les bénéfices des sociétés ⁽⁵⁾	6.259	7.760	7.702	8.089	8.091	8.142	7.912	9.210	10.222	11.547
Prélèvements sur les autres revenus et sur le patrimoine ⁽⁶⁾	7.613	7.981	7.982	8.526	8.700	9.052	9.518	10.416	11.143	11.565
Impôts sur les biens et services	24.468	25.053	27.304	28.312	28.171	29.637	30.241	32.693	34.192	36.182
Recettes non fiscales et non parafiscales ⁽⁷⁾	10.947	11.086	11.541	11.893	13.396	13.737	19.001	13.810	15.094	14.899
Dépenses hors charges d'intérêts	95.782	98.473	102.991	106.842	110.294	117.928	125.738	128.721	136.021	140.556
Prestations sociales	48.681	50.127	51.680	53.737	56.506	59.654	63.129	66.670	68.873	71.083
Revenus	28.685	29.403	30.023	30.748	32.120	34.291	35.809	37.383	38.726	39.900
Pensions	19.087	19.710	20.250	20.968	21.866	22.942	23.810	24.806	25.793	26.707
Pensions du secteur privé	13.458	13.810	14.149	14.549	15.110	15.722	16.253	16.690	17.336	17.971
Pensions des administrations publiques	5.629	5.900	6.101	6.418	6.757	7.220	7.558	8.116	8.457	8.736
Garantie de revenu aux personnes âgées	233	231	227	249	258	258	264	283	276	284
Préparations	1.308	1.308	1.215	1.163	1.153	1.144	1.184	1.239	1.255	1.298
Allocations de chômage	4.475	4.520	4.504	4.381	4.637	5.356	5.745	6.069	6.169	6.109
Interruptions de carrière et crédit-temps	138	160	197	236	274	352	432	488	552	606
Indemnités de maladie-invalidité	2.547	2.635	2.722	2.840	3.023	3.208	3.366	3.486	3.649	3.826
Accidents du travail et maladies professionnelles	489	494	485	486	489	495	494	495	500	511
Revenu d'intégration	409	399	424	426	420	536	514	517	532	559
Autres prestations sociales ⁽⁸⁾	19.996	20.724	21.657	22.989	24.386	25.364	27.320	29.288	30.147	31.183
dont:										
Soins de santé	11.925	12.521	13.208	13.999	15.027	15.372	16.743	18.253	18.707	19.343
Allocations familiales	4.179	4.241	4.261	4.324	4.433	4.564	4.664	4.755	4.873	5.054
Autres dépenses primaires	47.101	48.346	51.312	53.105	53.788	58.274	62.609	62.051	67.148	69.473
Rémunérations des salariés	26.082	26.836	28.032	29.039	30.326	33.765	33.765	34.691	36.198	37.412
Achats courants de biens et services	7.167	7.472	7.779	8.196	8.690	10.100	10.295	10.617	10.764	11.248
Subsides aux entreprises	2.583	2.845	3.046	3.199	3.335	3.345	3.823	3.539	4.982	5.626
Transferts courants au reste du monde	1.637	1.791	2.018	2.006	2.167	2.427	2.758	3.085	3.201	3.266
Autres transferts courants	2.834	2.853	2.879	2.871	3.044	3.177	3.386	3.577	3.894	3.977
Formation brute de capital fixe	3.819	3.838	4.658	4.934	4.399	4.446	4.547	4.667	5.304	5.191
Autres dépenses en capital	2.980	2.711	2.900	2.860	1.828	2.247	4.034	1.875	2.804	2.753
Solde hors charges d'intérêts	12.485	15.058	15.134	16.815	18.166	15.328	14.696	13.615	12.966	12.914
Charges d'intérêts	17.034	16.906	16.332	16.709	16.847	15.454	14.701	13.896	13.038	12.932
Solde de financement selon le SEC 95, optique de l'ICN ⁽¹⁾	-4.549	-1.848	-1.198	106	1.319	-126	-5	-281	-72	-18
Solde de financement selon l'EDP ⁽⁹⁾ , optique de l'ICN ⁽¹⁾	-4.531	-1.762	-1.180	211	1.458	7	123	-28	308	176
p.m. Solde de financement selon l'EDP ⁽⁹⁾ , optique d'Eurostat ⁽¹⁾	-4.531	-1.762	-1.180	211	1.458	7	123	-28	-6.858	316

Sources: CE, ICN, BNB.

- (1) Selon l'optique de l'ICN, le Fonds de l'infrastructure ferroviaire (FIF), créé dans le contexte de la restructuration de la SNCB le 1^{er} janvier 2005, relève du secteur des sociétés non financières. Selon l'optique d'Eurostat, ce Fonds est classé dans le secteur des administrations publiques et la reprise de dette de la SNCB à laquelle il a procédé doit être enregistrée comme un transfert en capital du secteur des administrations publiques vers celui des sociétés non financières.
- (2) Conformément au SEC 95, les recettes des administrations publiques n'incluent pas le produit des recettes fiscales que celles-ci transfèrent à l'UE.
- (3) Principalement le précompte professionnel, les versements anticipés, les rôles et le produit des centimes additionnels à l'impôt des personnes physiques.
- (4) Ensemble des cotisations sociales, y compris la cotisation spéciale pour la sécurité sociale et les contributions des non-actifs.
- (5) Principalement les versements anticipés, les rôles et le précompte mobilier des sociétés.
- (6) Principalement le précompte mobilier des particuliers, le précompte immobilier (y compris le produit des centimes additionnels), les droits de succession et les droits d'enregistrement.
- (7) Revenus de la propriété, cotisations sociales imputées, transferts courants et en capital en provenance des autres secteurs et ventes de biens et services produits.
- (8) Outre les deux principales sous-catégories mentionnées dans le tableau, cette rubrique comprend principalement les allocations aux handicapés et les transferts au bénéfice des institutions qui les accueillent, les prestations des fonds de sécurité d'existence et les pensions aux victimes de guerre.
- (9) La méthodologie du SEC 95 a été adaptée en 2001 pour exclure du calcul du solde de financement les gains nets d'intérêts provenant de certaines transactions financières, telles que les contrats d'échange (swaps) et les contrats à garantie de taux (FRA). Dans le cadre de la procédure sur les déficits publics excessifs (EDP), cette correction n'est pas non plus pour l'évaluation par la CE des programmes de stabilité.

TABLEAU XII SOLDE DE FINANCEMENT PAR SOUS-SECTEUR DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES
(millions d'euros; selon l'optique de l'ICN, sauf mention contraire⁽¹⁾)

	Entité I			Entité II			Administrations publiques		
	Pouvoir fédéral	Sécurité sociale	Total	Communautés et régions	Pouvoirs locaux	Total	Selon le SEC 95, optique de l'ICN ⁽¹⁾	p.m. Selon l'EDP ⁽²⁾ optique de l'ICN ⁽¹⁾	p.m. Selon l'EDP ⁽²⁾ optique d'Eurostat ⁽¹⁾
1997	-5.293	754	-4.540	-271	261	-10	-4.549	-4.531	-4.531
1998	-3.638	872	-2.765	696	222	918	-1.848	-1.762	-1.762
1999	-3.718	1.554	-2.164	921	45	966	-1.198	-1.180	-1.180
2000	-1.123	1.345	223	610	-727	-117	106	211	211
2001	-2.257	1.795	-462	1.953	-172	1.781	1.319	1.458	1.458
2002	-628	1.360	732	-382	-476	-858	-126	7	7
2003	795	-704	91	90	-186	-96	-5	123	123
2004	-450	-109	-559	667	-389	278	-281	-28	-28
2005	-577	159	-418	809	-463	346	-72	308	-6.858
2006 e	-641	625	-16	594	-596	-2	-18	176	316

Sources : CE, ICN, BNP.

(1) Selon l'optique de l'ICN, le Fonds de l'infrastructure ferroviaire (FIF), créé dans le contexte de la restructuration de la SNCB le 1^{er} janvier 2005, relève du secteur des sociétés non financières. Selon l'optique d'Eurostat, ce Fonds est classé dans le secteur des administrations publiques et la reprise de dette de la SNCB à laquelle il a procédé doit être enregistrée comme un transfert en capital du secteur des administrations publiques vers celui des sociétés non financières.

(2) La méthodologie du SEC 95 a été adaptée en 2001 pour exclure du calcul du solde de financement les gains nets d'intérêts provenant de certaines transactions financières, telles que les contrats d'échange (swaps) et les contrats à garantie de taux (FRA). Dans le cadre de la procédure sur les déficits publics excessifs (EDP), cette correction n'est pas prise en compte, tout comme elle ne l'est pas non plus pour l'évaluation par la CE des programmes de stabilité.

TABLEAU XIII DETTE BRUTE CONSOLIDÉE DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES⁽¹⁾

(encours en fin de période, millions d'euros; selon l'optique de l'ICN, sauf mention contraire⁽²⁾)

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
1. Dette officielle du Trésor	243.082	241.903	246.755	251.061	257.163	262.752	263.018	265.518	269.160	270.601
En monnaie nationale ⁽³⁾	223.637	224.523	236.314	242.455	250.085	257.288	259.295	263.074	267.420	269.145
À un an au plus	47.894	41.888	36.553	33.310	34.851	31.115	30.222	30.355	31.036	32.243
À plus d'un an	175.743	182.635	199.762	209.144	215.234	226.173	229.073	232.719	236.384	236.902
En monnaies étrangères	19.444	17.380	10.441	8.606	7.079	5.464	3.724	2.444	1.740	1.456
2. Éléments de la dette officielle du Trésor non repris dans la dette brute consolidée ⁽⁴⁾	3.274	3.321	4.595	5.429	4.572	3.996	3.459	0	0	0
3. Autres engagements du pouvoir fédéral ⁽⁵⁾	12.729	12.640	12.982	11.533	14.034	13.843	8.453	7.685	7.212	n.
4. Consolidation entre les unités du pouvoir fédéral ⁽⁶⁾	2.978	3.116	3.792	4.189	7.745	12.974	17.358	21.246	22.649	n.
dont: actifs du Fonds de vieillissement ⁽⁷⁾	-	-	-	-	374	1.087	4.266	12.492	13.504	14.661
5. Dette brute consolidée du pouvoir fédéral (1 - 2 + 3 - 4)	249.558	248.105	251.351	252.975	258.881	259.624	250.654	251.957	253.724	n.
6. Dette brute consolidée des communautés et régions	19.993	19.416	18.376	17.165	16.800	16.878	15.694	15.358	13.586	n.
7. Dette brute consolidée des pouvoirs locaux	11.769	12.121	12.163	13.213	13.686	14.011	14.481	15.354	15.480	n.
8. Dette brute consolidée de la sécurité sociale	2.117	1.774	1.429	1.237	0	103	90	52	428	n.
9. Consolidation entre les sous-secteurs des administrations publiques ⁽⁸⁾	12.945	12.590	12.640	13.300	14.032	14.263	10.128	9.752	10.169	n.
10. Dette brute consolidée des administrations publiques ⁽¹⁾ (5 + 6 + 7 + 8 - 9)	270.493	268.827	270.679	271.291	275.334	276.352	270.791	272.969	273.048	274.431 e
<i>p.m. Dette brute consolidée des administrations publiques selon l'optique d'Eurostat⁽²⁾</i>	<i>270.493</i>	<i>268.827</i>	<i>270.679</i>	<i>271.291</i>	<i>275.334</i>	<i>276.352</i>	<i>270.791</i>	<i>272.969</i>	<i>278.294</i>	<i>279.536 e</i>

Sources: CE, SPF Finances, BNB.

(1) Concept de dette tel que défini dans le Règlement européen (CE) n° 3605/93 du Conseil, du 22 novembre 1993, relatif à l'application du protocole sur la procédure concernant les déficits publics excessifs annexé au Traité instituant la Communauté européenne.

(2) Selon l'optique de l'ICN, le FF, créé dans le contexte de la restructuration de la SNCB le 1^{er} janvier 2005, relève du secteur des sociétés non financières. Selon l'optique d'Eurostat, ce Fonds est classé dans le secteur des administrations publiques.

(3) En franc belge jusqu'à la fin de 1998, en euro ensuite.

(4) Principalement les certificats de trésorerie remis au FMI.

(5) Principalement la dette débudgétisée du Trésor, les dettes du FADELS, de la Caisse des dépôts et consignations et, jusqu'en 2002, de CREDIBE, ainsi que les pièces en circulation.

(6) Dette du pouvoir fédéral dont la contrepartie est un actif d'une unité du pouvoir fédéral.

(7) Y compris les intérêts capitalisés sur les « bons du Trésor - Fonds de vieillissement ».

(8) Dette d'un sous-secteur des administrations publiques dont la contrepartie est un actif d'un autre sous-secteur des administrations publiques.

TABLEAU XIV OPÉRATIONS COURANTES ET EN CAPITAL SUR LA BASE DES TRANSACTIONS
(millions d'euros)

	2004			2005			2006		
	Neuf premiers mois			Neuf premiers mois			Neuf premiers mois		
	Crédits	Débits	Soldes	Crédits	Débits	Soldes	Crédits	Débits	Soldes
1. Total des opérations courantes sur la base des transactions	285.603	275.449	10.154	310.123	302.621	7.502	248.706	244.284	4.422
Biens et services	239.785	229.040	10.745	256.172	247.795	8.377	204.071	199.961	4.110
Biens	197.389	189.561	7.828	211.311	206.625	4.686	168.753	166.640	2.113
Marchandises générales	183.744	177.868	5.876	197.881	195.338	2.543	158.091	157.659	432
Travail à façon	12.023	10.910	1.113	11.531	10.317	1.214	8.828	7.933	895
Réparations de biens	225	170	55	310	208	102	243	171	72
Achats de biens dans les ports	1.325	428	897	1.427	505	922	1.246	488	758
Or non monétaire	72	185	-113	162	257	-95	345	389	-44
Services	42.396	39.479	2.917	44.861	41.170	3.691	35.318	33.321	1.997
Transport	10.489	8.900	1.589	11.160	9.904	1.256	8.667	7.673	994
Voyages	7.423	11.275	-3.852	7.926	11.943	-4.017	6.987	10.684	-3.697
Communications	1.790	1.282	508	1.774	1.069	705	1.312	982	330
Construction	1.520	906	614	1.532	698	834	1.162	543	619
Assurances	689	498	191	671	409	262	569	342	227
Services financiers	2.394	2.584	-190	2.729	2.816	-87	2.125	2.035	90
Services d'informatique et d'information	1.963	1.612	351	2.128	1.504	624	1.712	1.177	535
Redevances et droits de licence	821	836	-15	892	890	2	853	596	257
Autres services aux entreprises	13.269	10.577	2.692	13.867	10.948	2.919	10.272	8.492	1.780
dont: négoce international (net)	1.234	-	1.234	1.468	-	1.468	958	-	958
Services personnels, culturels et relatifs aux loisirs	364	397	-33	419	366	53	318	252	66
Services fournis ou reçus par les administrations publiques, non compris ailleurs	1.674	612	1.062	1.763	623	1.140	1.341	545	796
Revenus	39.441	34.802	4.639	46.501	42.252	4.249	39.739	35.050	4.689
Revenu du travail	5.258	1.606	3.652	5.446	1.619	3.827	3.990	1.149	2.841
Revenus de placements et d'investissements	34.183	33.196	987	41.055	40.633	422	35.749	33.901	1.848
Transferts courants	6.377	11.607	-5.230	7.450	12.574	-5.124	4.896	9.273	-4.377
Administrations publiques	2.010	5.859	-3.849	2.660	6.429	-3.769	1.420	5.009	-3.589
Autres secteurs	4.367	5.748	-1.381	4.790	6.145	-1.355	3.476	4.264	-788
2. Total des opérations en capital	318	712	-394	319	993	-674	271	905	-634
Transferts de capital	273	517	-244	314	822	-508	133	515	-382
Acquisitions et cessions d'actifs non financiers non produits	45	195	-150	5	171	-166	138	390	-252
3. Prêt net au reste du monde (1 + 2)	285.921	276.161	9.760	310.442	303.614	6.828	248.977	245.189	3.788

Source : BNB.

TABLEAU XV FORMATION D'ACTIFS ET NOUVEAUX ENGAGEMENTS FINANCIERS DES PARTICULIERS
(millions d'euros)

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	Neuf premiers mois		p.m. Encours à la fin de septembre 2006
										2005	2006	
Formation d'actifs financiers	27.468	27.933	20.878	16.808	17.329	17.444	16.084	20.583	19.784	15.841	14.011	781.416
À un an au plus	6.234	3.914	-600	382	9.295	3.129	10.704	19.900	13.385	5.407	7.568	232.583
Billets, pièces et dépôts à vue	1.289	1.236	3.775	2.117	-3.606	4.383	3.537	6.752	6.058	2.534	1.288	53.313
Dépôts d'épargne	7.881	4.520	3.422	-5.129	5.554	11.543	17.934	14.180	8.335	4.814	1.245	149.805
Dépôts à terme	61	300	-7.138	3.621	5.726	-11.989	-8.577	-1.724	-1.719	-2.180	6.247	25.090
Titres à revenu fixe	-853	-484	-135	252	575	-1.258	-357	-244	-113	-76	186	581
Parts d'OPC monétaires	-2.145	-1.660	-524	-479	1.046	450	-1.832	937	824	315	-1.399	3.795
À plus d'un an	17.691	30.798	25.307	18.632	16.573	7.789	8.403	7.106	9.647	15.631	11.089	552.095
Dépôts à terme	271	-279	-279	-467	223	-503	-627	-371	-637	-558	6	3.024
Titres à revenu fixe	-1.847	-15	5.644	818	-4.092	-8.536	-15.437	-16.720	-14.387	-8.781	-6.404	75.573
Actions et autres participations	2.807	5.363	1.568	-1.360	776	2.861	-916	727	-7.087	3.321	231	155.293
Parts d'OPC non monétaires	9.282	17.558	10.143	8.079	9.036	3.589	9.879	5.847	9.239	7.955	6.900	131.452
Provisions techniques d'assurance ⁽¹⁾	7.178	8.172	8.232	11.562	10.630	10.379	15.504	17.623	22.519	13.694	10.356	186.752
Autres actifs et ajustements statistiques ⁽²⁾	3.544	-6.778	-3.830	-2.207	-8.539	6.526	-3.023	-6.423	-3.248	-5.197	-4.646	-3.262
Nouveaux engagements financiers	5.801	6.299	5.355	2.121	-2.167	4.137	5.540	6.277	11.918	7.748	8.358	144.760
Crédits à un an au plus	-29	581	1.601	-659	-1.203	280	-998	-167	830	523	61	5.950
Crédits à plus d'un an	5.519	5.141	3.040	3.191	557	4.331	6.505	5.864	11.415	8.078	9.147	131.685
Prêts hypothécaires	3.456	2.568	5.473	2.360	394	4.947	6.165	6.333	10.037	6.834	8.236	106.629
Prêts à taux de chargement forfaitaire	692	1.399	326	588	354	325	-208	-481	648	567	524	11.458
Autres	1.372	1.174	-2.759	243	-191	-941	548	12	731	678	387	13.598
Autres engagements ⁽³⁾	311	577	714	-410	-1.521	-474	34	580	-328	-853	-849	7.125
Solde financier ⁽⁴⁾	21.667	21.634	15.523	14.687	19.496	13.307	10.544	14.307	7.867	8.093	5.653	636.656

Source : BNB.

(1) Cette rubrique comprend, essentiellement, les droits nets des ménages sur les provisions techniques d'assurance-vie et sur les fonds de pension.

(2) Cette rubrique comprend, dans la mesure où ils ont pu être recensés, les produits financiers dérivés et divers actifs sur les institutions financières, dont notamment les intérêts courus et non échus. Elle recouvre, en outre, les erreurs et omissions du compte financier de la Belgique à l'égard du reste du monde, lesquelles sont considérées, pour des besoins de cohérence entre les comptes, comme des mouvements de capitaux non recensés.

(3) Cette rubrique comprend les autres comptes à payer au sens du SEC 95, par exemple les impôts ou cotisations dus mais non encore payés, ou les intérêts courus et non échus.

(4) Les soldes des comptes financiers des secteurs intérieurs ne correspondent pas aux capacités ou besoins de financement tels qu'ils sont recensés dans les comptes réels, en raison des différences entre les dates d'enregistrement des opérations dans ces deux comptes, des ajustements statistiques ou encore des erreurs et omissions. Ainsi, par exemple, les comptes financiers ne peuvent, faute de données, recenser la plupart des créances et dettes commerciales.

TABLEAU XVI FORMATION D'ACTIFS ET NOUVEAUX ENGAGEMENTS FINANCIERS DES SOCIÉTÉS NON FINANCIÈRES
(millions d'euros)

	Neuf premiers mois										p.m. Encours à la fin de septembre 2006	
	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006		
Formation d'actifs financiers	34.890	34.751	44.264	80.600	60.500	27.003	59.011	23.653	13.981	12.604	40.327	886.666
À un an au plus	12.180	31.271	30.675	49.384	44.481	2.185	39.789	-8.314	28.135	18.602	19.782	318.052
Billets, pièces et dépôts à vue	1.617	3.431	865	156	502	805	1.916	1.473	2.148	985	-1.206	30.957
Autres dépôts	-1.273	2.096	8.180	-2.749	1.806	6.135	-146	3.606	-1.579	-5.913	21.287	63.877
Autres ⁽¹⁾	11.836	25.743	21.629	51.977	42.173	-4.756	38.019	-13.394	27.567	23.530	-298	223.218
À plus d'un an	11.723	9.382	8.952	33.807	11.642	18.734	22.218	29.613	-477	2.207	34.533	605.831
Actions et autres participations ⁽²⁾	-772	7.263	1.094	19.437	4.306	-2.825	-703	17.364	11.073	9.012	8.705	443.151
Titres à revenu fixe	1.807	1.011	-329	-922	-156	2.038	-1.546	-1.236	2.361	504	-1.328	7.180
Autres ⁽¹⁾	10.688	1.108	8.187	15.292	7.492	19.521	24.467	13.486	-13.912	-7.309	27.157	155.500
Autres actifs et ajustements statistiques ⁽³⁾	10.987	-5.902	4.638	-2.591	4.378	6.085	-2.996	2.354	-13.677	-8.204	-13.988	-37.217
Nouveaux engagements financiers	39.567	41.881	46.678	82.039	70.431	27.559	56.700	26.919	11.995	6.545	33.555	1.177.141
À un an au plus	16.174	24.342	19.354	39.417	25.663	-4.429	23.127	-11.670	15.578	12.812	-1.717	223.311
Crédits octroyés par les établissements de crédit ..	1.804	5.720	5.441	590	-1.276	-551	-2.392	2.428	-6.345	-4.089	4.411	54.304
Autres crédits ⁽¹⁾	14.078	17.916	12.480	35.682	25.433	-5.021	23.509	-13.442	24.241	18.741	-4.914	163.367
Titres à revenu fixe	292	706	1.433	3.146	1.506	1.143	2.009	-657	-2.319	-1.840	-1.214	5.640
À plus d'un an	23.131	16.383	25.786	42.272	44.161	33.231	32.810	38.416	-3.211	-5.961	34.432	943.316
Crédits octroyés par les établissements de crédit ..	2.444	2.283	4.229	4.549	3.979	2.239	-4.558	1.839	6.042	3.231	-2.743	60.992
Autres crédits ⁽¹⁾	10.581	1.012	7.154	12.442	6.536	20.354	24.847	7.793	-14.209	-9.131	2.655	125.158
Actions et autres participations ⁽²⁾	9.884	11.818	12.968	25.876	27.955	9.010	5.716	22.680	8.982	3.201	32.109	728.428
Titres à revenu fixe	222	1.271	1.436	-595	5.691	1.628	6.805	6.104	-4.026	-3.262	2.412	28.738
Autres engagements ⁽⁴⁾	261	1.155	1.538	350	606	-1.243	764	173	-372	-306	840	10.515
Solde financier ⁽⁵⁾	-4.677	-7.130	-2.413	-1.439	-9.931	-556	2.311	-3.266	1.986	6.059	6.772	-290.475

Source: BNB.

(1) Y compris les crédits intrasectoriels des sociétés non financières.

(2) Y compris les bénéfices réalisés d'investissements directs étrangers.

(3) Voir note 2 du tableau XV.

(4) Cette rubrique comprend les provisions techniques des fonds de pension non autonomes et les autres comptes à payer au sens du SEC 95, par exemple, les impôts ou cotisations dus mais non encore payés, ou les intérêts courus et non échus.

(5) Voir note 4 du tableau XV.

TABLEAU XVII FORMATION D'ACTIFS ET NOUVEAUX ENGAGEMENTS FINANCIERS DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES
(millions d'euros)

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005 ⁽¹⁾	Neuf premiers mois		p.m. Encours à la fin de septembre 2006
										2005	2006	
Formation d'actifs financiers	-1.077	-878	1.810	1.223	5.130	4.553	-4.319	3.583	2.893	-1.087	-2.158	76.584
Dépôts, crédits et titres autres qu'actions	415	55	1.575	1.496	3.289	5.176	-3.932	3.744	3.221	-926	-2.645	38.511
Auprès des administrations publiques	2.161	38	516	1.154	4.400	5.556	1.678	3.621	1.746	-2.559	-3.726	29.262
Auprès des autres secteurs	-1.746	17	1.059	342	-1.112	-380	-5.610	123	1.474	1.633	1.081	9.249
Autres actifs ⁽²⁾	-1.492	-933	235	-273	1.841	-624	-387	-161	-327	-161	487	38.073
Nouveaux engagements financiers	3.891	1.466	2.777	2.076	4.900	5.733	-4.546	4.145	2.560	2.155	2.189	320.587
En monnaie nationale ⁽³⁾	3.919	3.535	2.881	3.926	6.276	6.947	-3.264	5.505	3.259	964	1.173	317.925
À un an au plus	820	-4.942	-5.317	-4.630	-520	206	-229	-1.632	906	-351	3.082	50.634
dont:												
Certificats de trésorerie	550	-5.832	-6.807	-3.483	1.383	57	-840	-143	853	2.770	3.807	30.680
Autres titres	723	1.147	-221	-795	-1.959	-82	594	-504	-160	-126	359	2.396
À plus d'un an	3.100	8.477	8.198	8.555	6.796	6.741	-3.035	7.138	2.353	1.315	-1.910	267.291
dont:												
OLO	4.329	8.552	14.455	15.073	12.570	11.628	7.790	4.968	4.125	3.015	-1.114	213.124
Autres titres	347	318	-5.415	-6.427	-6.442	-5.778	-9.654	-5.929	-2.370	-2.000	-942	13.265
En monnaies étrangères	-29	-2.069	-105	-1.849	-1.377	-1.214	-1.282	-1.361	-699	1.191	1.017	2.662
À un an au plus	-604	-887	1.517	-397	372	-164	-762	-50	-329	1.561	1.017	1.584
À plus d'un an	575	-1.183	-1.622	-1.452	-1.748	-1.050	-520	-1.310	-370	-370	0	1.078
Solde financier ⁽⁴⁾	-4.967	-2.345	-966	-853	230	-1.180	227	-562	333	-3.241	-4.347	-244.003

Source : BNB.

(1) Données établies selon l'optique de l'ICN dans laquelle le FIF est traité comme une société non financière plutôt que comme une administration publique, comme dans l'optique d'Eurostat. En 2005, tant la formation d'actifs financiers que les nouveaux engagements financiers des administrations publiques ont été influencés par des opérations liées à la reprise de la dette de la SNCB par le FIF. Celles-ci ont consisté en un refinancement par l'État d'une partie de la dette, à hauteur de 1,9 milliard d'euros, et en l'inscription d'une créance sur le FIF, pour un montant équivalent. Il n'y a, par conséquent, pas eu d'effet sur le solde financier.

(2) Actions et autres participations, parts d'OPC, produits financiers dérivés et autres comptes à recevoir.

(3) En franc belge jusqu'à la fin de 1998, en euro ensuite.

(4) Voir note 4 du tableau XV.

TABLEAU XVIII FORMATION D'ACTIFS ET NOUVEAUX ENGAGEMENTS FINANCIERS DES INSTITUTIONS FINANCIÈRES MONÉTAIRES ⁽¹⁾
(données sur base territoriale, millions d'euros)

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	Neuf premiers mois		p.m. Encours à la fin de septembre 2006
										2005	2006	
Formation d'actifs financiers												
Créances interbancaires	-2.886	-536	5.672	-47.874	317	15.680	59.190	47.997	58.477	50.997	-781	355.081
IFM belges	-6.134	2.055	4.118	-26.509	-5.436	-6.903	8.112	7.087	16.026	10.557	-6.476	57.781
IFM étrangères	3.248	-2.591	1.554	-21.366	5.753	22.583	51.078	40.910	42.451	40.440	5.696	297.300
Crédits ⁽²⁾	3.583	6.519	15.448	12.484	14.280	21.091	14.943	19.465	51.718	26.897	1.030	360.338
dont:												
Particuliers	5.146	4.913	4.999	2.051	76	3.284	5.625	6.734	13.367	9.796	9.498	123.590
Sociétés non financières	1.440	3.151	5.510	2.271	1.700	-1.421	-7.660	-1.533	1.201	-831	862	80.381
Titres à revenu fixe	8.196	1.591	14.142	-12.309	28.201	-11.605	1.888	8.650	11.292	3.497	-1.326	239.194
dont:												
Administrations publiques	514	1.245	-12.560	-18.540	-9.405	-8.062	-8.226	-5.683	-545	-3.524	-1.564	65.417
Reste du monde	8.551	3.428	25.291	5.917	38.209	-2.421	9.753	14.083	12.601	8.220	894	169.382
Autres actifs	6.388	5.534	9.513	9.238	4.381	-1.538	8.382	29.282	9.640	12.224	17.344	155.286
Total	15.281	13.108	44.774	-38.462	47.180	23.628	84.403	105.394	131.128	93.615	16.267	1.109.899
Particuliers	5.153	4.940	5.265	1.803	-1.777	3.082	5.665	6.718	13.345	9.870	9.581	125.114
Sociétés non financières	2.780	3.862	5.590	3.424	1.540	-4.263	-6.388	-2.266	1.107	-1.050	1.676	85.811
Administrations publiques	-2.405	973	-12.759	-19.214	-11.307	-9.397	-7.858	-6.155	-917	-3.524	-1.252	92.494
Institutions financières	-5.143	174	10.500	-22.902	-4.507	-5.477	22.944	27.971	13.800	4.719	16.146	166.038
Reste du monde	14.896	3.160	36.177	-1.572	63.230	39.683	70.040	79.125	103.793	83.600	-9.884	640.442
Nouveaux engagements financiers												
Dettes interbancaires	-5.875	3.202	17.513	-57.890	17.583	786	57.646	48.154	89.387	61.199	8.936	436.333
IFM belges	-6.134	2.055	4.118	-26.509	-5.436	-6.903	8.112	7.087	16.026	10.557	-6.476	57.781
IFM étrangères	259	1.147	13.394	-31.381	23.019	7.689	49.534	41.067	73.361	50.642	15.413	378.552
Numéraire et dépôts ⁽²⁾	17.614	18.884	16.814	4.808	27.834	22.917	21.277	40.011	47.649	33.767	3.638	450.604
dont:												
Particuliers	8.464	7.595	3.927	303	5.820	7.219	10.622	15.513	13.739	5.525	5.389	204.807
Sociétés non financières	1.751	2.751	2.141	-395	2.151	5.069	1.375	-239	1.028	-1.152	6.419	62.448
Titres à revenu fixe	-7.517	-12.447	-602	4.792	-5.777	-4.119	-8.900	-5.499	-9.558	-10.002	423	52.120
Bons de caisse	-8.532	-7.332	-5.905	-3.051	-4.790	-4.033	-6.976	-7.357	-7.280	-5.911	-2.126	28.915
Autres titres à revenu fixe	1.014	-5.115	5.303	7.843	-987	-86	-1.924	1.858	-2.278	-4.091	2.549	23.205
Autres passifs et ajustements statistiques ⁽³⁾	11.060	3.469	11.050	9.828	7.539	4.043	14.379	22.728	3.650	8.650	3.269	170.841
Total	15.281	13.108	44.774	-38.462	47.180	23.628	84.403	105.394	131.128	93.615	16.267	1.109.898
Particuliers	-1.859	494	2.101	-543	-1.842	5.122	3.771	6.713	6.187	-6	8.544	254.787
Sociétés non financières	7.109	-14.401	10.439	-3.938	5.921	7.049	449	-3.295	-182	-6.884	7.709	38.018
Administrations publiques	-2.027	-1.975	-991	296	9	-1.218	-91	-309	-34	165	939	12.348
Institutions financières	-1.934	23.493	13.922	-19.056	-1.697	-7.469	22.648	37.038	20.476	10.365	-504	231.531
Reste du monde	13.993	5.496	19.304	-15.220	44.789	20.145	57.627	65.247	104.681	89.975	-421	573.215

Source : BNB.

(1) Établissements de crédit, OPC monétaires et autorités monétaires.

(2) Autres que ceux résultant des opérations interbancaires.

(3) Les ajustements statistiques résultent de l'égalisation du total des actifs financiers et des engagements financiers, les IFM belges étant traitées comme de purs intermédiaires financiers.

TABLEAU XIX FORMATION D'ACTIFS ET NOUVEAUX ENGAGEMENTS FINANCIERS DES INSTITUTIONS FINANCIÈRES AUTRES QUE MONÉTAIRES
(millions d'euros)

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	Neuf premiers mois			p.m. Encours à la fin de septembre 2006
									2005	2006	2006	
OPC non monétaires												
Formation d'actifs financiers	6.106	13.709	14.850	18.524	12.110	3.886	4.029	6.240	6.492	5.466	7.443	118.125
Dépôts	2.649	5.091	5.291	1.264	2.041	2.957	2.390	1.994	1.860	2.562	778	30.549
Titres à revenu fixe	1.604	2.278	2.023	4.281	1.529	2.03	-487	4.728	-1.123	-717	1.538	23.138
Actions et autres participations ⁽¹⁾	962	3.749	5.768	9.630	5.444	1.753	338	-2.465	414	-908	-389	38.154
Parts d'OPC	662	1.770	2.255	3.334	1.962	-2.653	204	-5	5.856	4.579	4.781	19.375
Autres actifs	229	821	-487	15	1.134	1.627	1.583	1.988	-515	-50	736	6.909
Nouveaux engagements financiers	6.106	13.709	14.850	18.524	12.110	3.886	4.029	6.240	6.492	5.466	7.443	118.125
Parts d'OPC détenues par les particuliers belges ..	5.472	12.503	11.944	11.046	8.820	5.237	5.905	4.265	1.209	1.414	3.569	86.561
Parts d'OPC détenues par d'autres investisseurs ..	633	1.206	2.906	7.478	3.290	-1.350	-1.876	1.975	5.283	4.053	3.874	31.564
Sociétés d'assurances et fonds de pension												
Formation d'actifs financiers	6.176	6.872	9.222	8.994	9.971	10.508	16.405	20.418	22.480	14.437	11.422	217.187
Dépôts	317	-561	599	296	420	1.748	3.311	2.589	63	-3	-2.557	10.169
Titres à revenu fixe	2.785	3.483	4.170	363	3.115	1.733	11.729	14.867	16.002	14.247	8.952	109.923
Crédits	-427	-604	87	157	551	376	-87	-104	-645	-470	891	10.979
Actions et autres participations	3.263	4.093	-36	514	518	3.470	-1.250	76	2.124	-1.675	1.123	36.824
Parts d'OPC	369	729	4.048	7.168	4.431	2.978	2.206	2.538	4.250	1.825	3.289	40.771
Autres actifs	-131	-268	354	497	935	203	495	452	688	513	-275	8.521
Nouveaux engagements financiers	6.175	6.872	9.179	11.067	10.676	10.774	16.382	20.396	23.965	15.370	12.545	220.521
Droits nets des ménages sur les assurances-vie et fonds de pension	5.336	6.242	7.422	9.387	9.315	8.585	13.027	15.121	20.210	12.146	9.075	151.703
Autres provisions techniques des assurances	721	666	527	557	637	1.069	1.580	2.197	1.838	1.728	664	27.810
Autres engagements	118	-36	1.230	1.123	725	1.119	1.775	3.078	1.917	1.497	2.807	41.008
Autres⁽²⁾												
Formation d'actifs financiers	2.892	27.217	16.649	6.211	5.026	7.612	5.778	-4.036	4.773	2.903	26.547	196.528
Dépôts	-1.145	221	848	150	711	-299	3.587	95	1.768	1.230	3.786	9.020
Crédits	1.621	-431	103	2.156	1.250	3.200	1.595	267	839	-467	13.396	38.736
Actions et autres participations	2.699	27.153	16.102	3.131	2.099	3.671	-1.619	-2.461	1.907	1.532	709	135.631
Autres actifs	-282	274	-405	775	965	1.040	2.215	-1.936	259	608	8.656	13.141
Nouveaux engagements financiers	2.486	27.825	16.498	6.483	3.866	6.020	6.798	-3.993	6.119	4.943	26.988	201.310
Crédits	328	-461	1.337	2.253	3.450	799	8.313	-3.880	1.497	282	8.421	28.387
Actions et autres participations	872	27.945	12.938	4.624	1.177	2.901	-68	-63	4.165	4.070	17.835	161.063
Autres engagements	1.287	341	2.223	-394	-761	2.319	-1.447	-51	458	591	732	11.860

Sources : Association belge des asset managers, Association belge des institutions de pension, CBFA, BNB.

(1) Y compris les certificats immobiliers.

(2) Sociétés holding financières, SICAFI, Pricaf, organismes de placement en créances, sociétés hypothécaires, sociétés régionales de logement social, sociétés de financement, entreprises d'investissement et sociétés de gestion d'OPC.

TABLEAU XX ÉMISSIONS NETTES DE VALEURS MOBILIÈRES⁽¹⁾ DES SOCIÉTÉS FINANCIÈRES⁽²⁾ ET NON FINANCIÈRES ET DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES
(millions d'euros)

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	Neuf premiers mois		p.m. Encours à la fin de septembre 2006
										2005	2006	
Titres à revenu fixe	816	-474	4.163	9.386	6.274	5.315	-4.541	-2.453	-13.352	-10.223	5.503	357.866
Sociétés financières et non financières	-5.661	-2.565	2.938	6.844	1.393	704	-1.146	511	-15.101	-15.072	2.378	95.738
Titres à un an au plus	115	1.093	5.851	7.759	-1.212	1.386	631	888	-3.525	-5.585	-1.703	15.491
Titres à plus d'un an	-5.776	-3.658	-2.913	-916	2.605	-682	-1.777	-377	-11.575	-9.487	4.081	80.247
Administrations publiques	6.477	2.091	1.225	2.542	4.881	4.611	-3.395	-2.964	1.749	4.849	3.125	262.128
Titres à un an au plus	1.226	-5.597	-6.194	-4.652	501	-189	-1.011	-693	364	4.204	5.182	34.661
Titres à plus d'un an	5.251	7.688	7.419	7.194	4.380	4.800	-2.384	-2.271	1.385	644	-2.057	227.467
Actions	11.760	41.075	26.579	30.952	29.415	12.485	4.415	22.894	13.149	7.436	52.996	995.150
Actions cotées	2.662	12.503	9.367	7.939	5.711	1.048	818	4.182	5.407	4.846	2.994	216.068
Actions non cotées et autres participations ⁽³⁾	9.098	28.571	17.212	23.014	23.704	11.437	3.598	18.712	7.742	2.590	50.002	779.083
<i>p.m. Recours des sociétés financières et non financières au marché des valeurs mobilières</i>	<i>6.099</i>	<i>38.510</i>	<i>29.517</i>	<i>37.796</i>	<i>30.808</i>	<i>13.189</i>	<i>3.269</i>	<i>23.404</i>	<i>-1.951</i>	<i>-7.636</i>	<i>55.374</i>	<i>1.090.888</i>

Sources : CBFA, Euronext Brussels, BNB.

(1) Hors produits dérivés et parts d'OPC.

(2) Hors Eurosysteme.

(3) Y compris les bénéfices réinvestis d'investissements directs effectués en Belgique par les sociétés étrangères.

TABLEAU XXI Taux d'intérêt
(fin de trimestre, pourcentages annuels)

	Taux du marché interbancaire				Taux de rendement sur le marché secondaire belge des titres émis par les administrations publiques belges				
	Au jour le jour ⁽¹⁾	Certificats de trésorerie à trois mois			Obligations linéaires			Taux de l'OLO de référence à dix ans	
		À trois mois ⁽²⁾	À un an	À deux ans	À cinq ans				
2002 I	3,39	3,45	3,33	3,80	4,29	4,99	5,41		
II	3,49	3,44	3,36	3,62	3,97	4,64	5,16		
III	3,42	3,30	3,14	2,96	3,18	3,82	4,51		
IV	3,44	2,87	2,73	2,61	2,78	3,56	4,32		
2003 I	2,66	2,52	2,42	2,27	2,53	3,31	4,18		
II	2,38	2,15	2,02	1,94	2,21	3,02	3,94		
III	2,10	2,13	2,02	2,03	2,36	3,25	4,09		
IV	2,32	2,12	2,00	2,18	2,62	3,60	4,34		
2004 I	2,06	1,96	1,87	1,89	2,23	3,16	4,10		
II	2,13	2,12	2,03	2,28	2,72	3,68	4,44		
III	2,09	2,15	2,02	2,28	2,59	3,36	4,06		
IV	2,21	2,16	2,00	2,23	2,47	3,07	3,68		
2005 I	2,12	2,15	2,03	2,24	2,48	3,09	3,73		
II	2,17	2,11	2,00	1,98	2,08	2,53	3,22		
III	2,15	2,18	2,03	2,20	2,35	2,72	3,19		
IV	2,42	2,49	2,27	2,68	2,80	3,04	3,32		
2006 I	2,62	2,82	2,62	3,04	3,25	3,59	3,82		
II	2,89	3,06	2,82	3,33	3,55	3,87	4,09		
III	3,10	3,42	3,17	3,55	3,56	3,59	3,69		
IV	3,69	3,73	3,49	3,82	3,87	3,92	3,99		

Sources : BCE, BNB.

(1) Taux d'intérêt moyen pondéré sur le marché interbancaire de la zone euro pour les prêts en blanc (c'est-à-dire non gagés par des titres) au jour le jour libellés en euro (Eonia).

(2) Taux d'intérêt moyen affiché sur le marché interbancaire de la zone euro pour les prêts en blanc libellés en euro (Euribor) à trois mois.

TABLEAU XXII PRINCIPAUX TAUX D'INTÉRÊT DE L'EUROSYSTÈME
(pourcentages annuels)

	Dates d'annonce des changements	Taux des opérations principales de refinancement ⁽¹⁾	Taux de la facilité de prêt marginal	Taux de la facilité de dépôt
1998	22 décembre	3,00	4,50 ⁽²⁾	2,00 ⁽²⁾
1999	8 avril	2,50	3,50	1,50
	4 novembre	3,00	4,00	2,00
2000	3 février	3,25	4,25	2,25
	16 mars	3,50	4,50	2,50
	27 avril	3,75	4,75	2,75
	8 juin	4,25	5,25	3,25
	31 août	4,50	5,50	3,50
	5 octobre	4,75	5,75	3,75
2001	10 mai	4,50	5,50	3,50
	30 août	4,25	5,25	3,25
	17 septembre	3,75	4,75	2,75
	8 novembre	3,25	4,25	2,25
2002	5 décembre	2,75	3,75	1,75
2003	6 mars	2,50	3,50	1,50
	5 juin	2,00	3,00	1,00
2004	–			
2005	1 ^{er} décembre	2,25	3,25	1,25
2006	2 mars	2,50	3,50	1,50
	8 juin	2,75	3,75	1,75
	3 août	3,00	4,00	2,00
	5 octobre	3,25	4,25	2,25
	7 décembre	3,50	4,50	2,50

Source: BCE.

(1) Jusqu'à l'opération réglée le 21 juin 2000, taux fixe des adjudications hebdomadaires de crédit à deux semaines. À compter de l'opération réglée le 28 juin 2000, taux de soumission minimal lors des appels d'offres pour les adjudications de crédit.
(2) Sauf pour la période du 4 au 21 janvier 1999, pendant laquelle le taux de la facilité de prêt marginal a été de 3,25 p.c. et celui de la facilité de dépôt, de 2,75 p.c. Ce « corridor » plus étroit (50 points de base) était destiné à faciliter la transition des opérateurs de marché vers le nouveau régime.

TABLEAU XXIII COURS DE CHANGE ⁽¹⁾

(unités monétaires nationales par écu ou euro, moyennes annuelles)

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Dollar des États-Unis	1,134	1,121	1,066	0,924	0,896	0,946	1,131	1,244	1,244	1,256
Yen japonais	137,1	146,4	121,3	99,5	108,7	118,1	131,0	134,4	136,9	146,0
Franc suisse	1,644	1,622	1,600	1,558	1,511	1,467	1,521	1,544	1,548	1,573
Won coréen ⁽²⁾	1,069,8	1,568,9	1,267,3	1,043,5	1,154,8	1,175,5	1,346,9	1,422,6	1,273,6	1,198,6
Dollar de Hong Kong ⁽²⁾	8,750	8,695	8,269	7,198	6,986	7,375	8,808	9,688	9,677	9,755
Dollar de Singapour ⁽²⁾	1,678	1,876	1,806	1,592	1,604	1,691	1,970	2,102	2,070	1,994
Dollar canadien	1,569	1,665	1,584	1,371	1,386	1,484	1,582	1,617	1,509	1,424
Couronne norvégienne	8,019	8,466	8,310	8,113	8,048	7,509	8,003	8,370	8,009	8,047
Dollar australien	1,528	1,787	1,652	1,589	1,732	1,738	1,738	1,691	1,632	1,667
Livre sterling	0,692	0,676	0,659	0,610	0,622	0,629	0,692	0,679	0,684	0,682
Couronne suédoise	8,651	8,916	8,807	8,445	9,255	9,161	9,124	9,124	9,282	9,254
Couronne danoise	7,484	7,499	7,435	7,454	7,452	7,431	7,431	7,440	7,452	7,459
Livre chypriote	0,583	0,577	0,579	0,574	0,576	0,575	0,584	0,582	0,577	0,576
Couronne tchèque	35,93	36,32	36,88	35,60	34,07	30,80	31,85	31,89	29,78	28,34
Couronne estonienne	15,72	15,75	15,65	15,65	15,65	15,65	15,65	15,65	15,65	15,65
Forint hongrois	211,7	240,6	252,8	260,0	256,6	243,0	253,6	251,7	248,1	264,3
Litas lituanien ⁽²⁾	4,536	4,484	4,264	3,695	3,582	3,459	3,453	3,453	3,453	3,453
Lats letton ⁽²⁾	0,659	0,660	0,626	0,559	0,560	0,581	0,641	0,665	0,696	0,696
Livre maltaise ⁽²⁾	0,437	0,435	0,426	0,404	0,403	0,409	0,426	0,428	0,430	0,429
Zloty polonais	3,715	3,918	4,227	4,008	3,672	3,857	4,400	4,527	4,023	3,896
Tolar slovène	181,0	186,0	194,5	206,6	218,0	226,0	233,8	239,1	239,6	239,6
Couronne slovaque ⁽²⁾	38,11	39,54	44,12	42,60	43,30	42,69	41,49	40,02	38,60	37,23
<i>p.m. Cours de change effectif de l'euro⁽³⁾</i> <i>(indice 1^{er} trimestre 1999 = 100)</i>	98,6	100,7	95,9	86,1	86,7	89,2	99,9	103,8	103,0	103,4

Source: BCE.

(1) Cours de change de l'écu jusqu'en 1998, cours de change de l'euro ensuite.

(2) La BCE ne fournissant des cours de référence officiels qu'à partir de 2001, les cours figurant dans le tableau avant cette date sont donnés à titre indicatif.

(3) Données établies sur la base des moyennes pondérées des cours de change bilatéraux de l'euro. Les pondérations sont calculées à partir des échanges de produits manufacturés effectués entre 1995-1997 et 1999-2001 avec les partenaires commerciaux (y compris la Chine) dont les monnaies figurent dans le tableau et tiennent compte des effets de marchés tiers.



Notice méthodologique

Sauf indications contraires, lorsque des données sont comparées d'une année à l'autre, elles ont trait à la même période de chacune des années considérées. Dans les tableaux, les totaux peuvent différer de la somme des rubriques, parce que les chiffres sont arrondis.

Pour pouvoir décrire l'évolution de diverses données économiques importantes relatives à la Belgique pendant l'ensemble de l'année 2006, il a fallu procéder à des estimations, car le matériel statistique afférent à l'année sous revue est nécessairement parfois encore très fragmentaire. Dans les tableaux et graphiques, ces estimations, qui ont été arrêtées au début de février 2007, sont marquées du signe « e ». Elles ne constituent que des ordres de grandeur destinés à illustrer les tendances qui semblaient d'ores et déjà se dégager. Pour les années antérieures à 2006, les données du Rapport sont celles des comptes nationaux officiels. Le commentaire de l'environnement international ou les comparaisons internationales se fondent en revanche sur des données émanant d'institutions internationales, qui pour l'année sous revue ont en général été clôturées quelques mois plus tôt.

L'unité monétaire utilisée dans le Rapport pour les données concernant la Belgique ou les autres pays de la zone euro est l'euro. Le 1^{er} janvier 1999, celui-ci est, en effet, devenu la monnaie de l'ensemble de ces pays, hormis la Grèce et la Slovénie pour lesquelles il a remplacé la monnaie nationale respectivement les 1^{er} janvier 2001 et 2007. Les montants se rapportant aux périodes qui précèdent son introduction sont convertis aux cours de conversion irrévocables de l'euro. Sauf dans les chapitres consacrés à la politique monétaire et aux prix, où sa définition coïncide avec son évolution historique, la zone euro est définie dans le présent Rapport comme l'ensemble des douze pays de l'UE qui ont adopté la monnaie unique, à l'exclusion de la Slovénie. Outre la Belgique, elle comprend donc l'Allemagne, l'Autriche, l'Espagne, la Finlande, la France, la Grèce, l'Irlande, l'Italie, le Luxembourg, les Pays-Bas et le Portugal. Par commodité, le terme de « zone euro » est aussi utilisé pour désigner ce groupe de pays pour des périodes antérieures à l'entrée en vigueur de la troisième phase de l'UEM.

Depuis 1999, l'ICN, conformément à l'obligation imposée par Eurostat, applique la méthodologie SEC 95 pour l'établissement des comptes nationaux, en remplacement de la méthodologie SEC 79. Le SEC 95 donne un aperçu plus précis et plus complet des évolutions économiques⁽¹⁾. Il garantit, en outre, mieux la comparabilité internationale des données macroéconomiques. Le Rapport intègre autant que possible les définitions et méthodes découlant du SEC 95. Néanmoins, alors que dans ce système, les principaux agrégats issus des comptes nationaux sont présentés sous la forme de résultats nets de consommation de capital fixe, il exprime les données en termes bruts, comme c'était

(1) Pour de plus amples informations à propos du SEC 95, voir la publication de l'ICN intitulée *Comptes nationaux 1998 – Partie 1 : Estimation des agrégats annuels*. Les modifications occasionnées par le passage au SEC 95 pour le compte des administrations publiques sont détaillées de manière plus spécifique dans une autre publication de la même source, intitulée *Comptes nationaux 1998 – Partie 3 : Comptes des administrations publiques*.

le cas dans le SEC 79. La présentation en données brutes offre l'avantage de limiter le problème lié à l'évaluation des amortissements qui repose sur la connaissance, supposée parfaite, du stock de capital fixe. En outre, elle rend plus aisée l'interprétation de certains mouvements tels que ceux de l'excédent brut d'exploitation. Pour des raisons analogues, la ventilation sectorielle regroupe, sous le titre de « particuliers », les ménages et les institutions sans but lucratif au service des ménages qui constituent des secteurs distincts selon la méthodologie SEC 95 ; les termes « particuliers » et « ménages » sont néanmoins utilisés indifféremment.

À l'instar de ceux des autres pays européens, les comptes nationaux belges ont subi en 2005 et 2006 une série de révisions méthodologiques importantes, touchant les données de base et/ou les modes de calcul de la plupart des agrégats (valeur ajoutée, consommation, investissements, rémunération, etc.), ainsi que la décomposition des effets de prix et de volume.

Parmi les révisions de méthodologie opérées en 2005, on relève principalement la modification du traitement des services d'intermédiation financière indirectement imputés (SIFIM). Avant cette révision, la production de SIFIM était enregistrée, par convention, comme une consommation intermédiaire d'une branche fictive, et n'était donc pas prise en compte pour le calcul du PIB. À la suite de l'entrée en vigueur d'une nouvelle réglementation européenne, en janvier 2005, les SIFIM sont dorénavant répartis entre les secteurs utilisateurs, en reclassant une partie des paiements d'intérêts en paiements de services. Ce reclassement a eu d'importantes conséquences sur la valeur de certains flux agrégés de biens et services – la production des sociétés financières, les consommations intermédiaire et finale, les importations et les exportations –, ce qui a affecté la valeur ajoutée des différentes branches d'activité et des secteurs, mais également le PIB.

Les révisions apportées en 2006 concernent les estimations en volume et couvrent trois volets : des adaptations des déflateurs sous-jacents aux séries relatives à la production, à la consommation intermédiaire et à la valeur ajoutée, motivées par le souci d'améliorer la qualité des comptes nationaux ; l'adaptation de la méthodologie utilisée pour les estimations en volume de la production des établissements d'éducation non marchands – on se base dorénavant sur un indicateur direct de volume (nombre d'élèves-heures par type d'enseignement et par région) plutôt que sur des déflateurs propres à chaque composante des coûts de production (consommation intermédiaire, rémunérations, consommation de capital fixe) – ; la transformation des séries en prix d'une année de base fixe (2000, dans la version des comptes nationaux publiée en 2005) en séries en prix de l'année précédant celle pour laquelle une première publication est effectuée.

Cette dernière transformation permet un « chaînage » de l'évolution en volume des agrégats ou sous-agrégats. Selon cette méthode, leur croissance en volume entre deux périodes consécutives est calculée systématiquement en se référant aux prix et aux poids de l'année précédente. Les évolutions entre les périodes consécutives sont liées entre elles (cumulées) pour obtenir un indice chaîné. Quand l'indice chaîné d'un agrégat, ou d'un sous-agrégat, est appliqué au montant (niveau) d'une *année de référence*, par exemple 2004, comme dans les comptes nationaux officiels publiés durant l'année sous revue, on obtient une mesure de l'évolution en volume en « euros chaînés (*année de référence 2004*) ». Le choix de l'année de référence est sans effet sur le profil de croissance de la série. L'introduction des indices chaînés améliore la précision de la mesure de la croissance économique et augmente la comparabilité internationale de données. Dans l'utilisation de séries en niveaux chaînés, il faut toutefois tenir compte du fait que ce chaînage se traduit par une perte d'additivité des niveaux en volume (à l'exception des résultats se rapportant à l'année de référence et à celle qui la suit directement). La non-additivité implique, par exemple, que dans le cas de séries en niveaux chaînés, le PIB n'est pas égal à la somme de ses composantes (consommation finale, investissements, variation des stocks et exportations nettes).

Des explications plus détaillées des modifications ainsi apportées à la méthodologie des comptes nationaux ont été fournies par l'ICN dans les publications dénommées *Comptes nationaux – Partie 2 Comptes détaillés et tableaux 1995-2004* et *Comptes nationaux – Partie 2*

Comptes détaillés et tableaux 1995-2005, qui sont parues respectivement en décembre 2005 et novembre 2006.

À la clôture du présent Rapport, les comptes nationaux officiels révisés n'étaient disponibles que pour la période 1995-2005 de sorte que, pour des mises en perspectives sur un passé plus long, il a fallu procéder à des estimations par rétropolation, par exemple pour le calcul du ratio de la dette publique consolidée par rapport au PIB.

Dans le chapitre consacré à l'environnement international, la présentation est également conforme au SEC 95 ou à son équivalent, le Système de comptabilité nationale publié conjointement par les Nations unies, la Banque mondiale, la CE, le FMI et l'OCDE (SCN 1993). Les statistiques des sources auxquelles on se réfère dans le Rapport, le plus souvent la CE et l'OCDE, ne sont néanmoins pas encore tout à fait uniformisées, les périodes pour lesquelles la conversion d'un système SEC à l'autre ou les révisions méthodologiques ont été opérées demeurant très variable d'un pays à l'autre.

La ventilation des comptes financiers entre particuliers et sociétés repose en grande partie sur les données en provenance des établissements de crédit belges. Les informations permettant de ventiler les autres opérations financières du secteur privé, notamment les transactions avec l'étranger ou les achats de valeurs mobilières, sont beaucoup plus fragmentaires. La statistique principale pouvant être utilisée à cette fin, à savoir la globalisation des comptes annuels des entreprises établie par la Centrale des bilans de la Banque, est en effet partielle, n'a qu'une fréquence annuelle et n'est disponible qu'après un délai de plusieurs mois. Il a donc été nécessaire d'introduire certaines hypothèses et de procéder à diverses estimations.



Signes conventionnels

–	la donnée n'existe pas ou n'a pas de sens
n.	non disponible
p.c.	pour cent
p.m.	pour mémoire
e	estimation de la Banque



Liste des abréviations

Pays

BE	Belgique
DE	Allemagne
EL	Grèce
ES	Espagne
FR	France
IE	Irlande
IT	Italie
LU	Luxembourg
NL	Pays-Bas
AT	Autriche
PT	Portugal
FI	Finlande
EA	Zone euro
DK	Danemark
SE	Suède
GB	Royaume-Uni
UE15	Union européenne, à l'exclusion des dix pays ayant adhéré en 2004
UE25	Union européenne, à l'exclusion de la Bulgarie et de la Roumanie
JP	Japon
US	États-Unis

Autres

AIE	Agence internationale de l'énergie
ALE	Agence locale pour l'emploi
ALM	Asset Liability Management
BCE	Banque centrale européenne
BCN	Banques centrales nationales
BEA	Bureau of Economic Analysis
BFP	Bureau fédéral du plan
BIT	Bureau international du travail
BLS	Bureau of Labor Statistics
BNB	Banque nationale de Belgique
BRI	Banque des règlements internationaux
BTB	Belgian Treasury Bills
CBFA	Commission bancaire, financière et des assurances
CCE	Conseil central de l'économie
CDO	Collateralized debt obligation
CDS	Credit default swap (contrat dérivé sur défaut d'emprunteur)
CE	Commission européenne
CEV	Comité d'étude sur le vieillissement
CLO	Collateralized liability obligation
CP	Commission paritaire
CREDIBE	Anciennement, Office central de crédit hypothécaire
DIN	Déduction des intérêts notionnels
Ecofin	Conseil européen des Ministres de l'économie et des finances
EDP	Excessive Deficit Procedure
EMBIG	Emerging Market Bond Index Global
EPP	Enquête de la BCE auprès des prévisionnistes professionnels
ESRI	Economic and Social Research Institute, Cabinet Office for the Government of Japan
FADELS	Fonds d'amortissement des emprunts du logement social
FEM	Forum économique mondial
FIF	Fonds de l'infrastructure ferroviaire
FMI	Fonds monétaire international
FOREM	Office communautaire et régional de la formation professionnelle et de l'emploi
FRA	Forward Rate Agreement
HWWA	Hamburgisches Welt-Wirtschafts-Archiv
IAS	International Accounting Standards
ICN	Institut des comptes nationaux
IFM	Institutions financières monétaires
IFRS	International Financial Reporting Standards
IFS	Institute for Fiscal Studies
IMD	Institute for Management Development
INAMI	Institut national d'assurance maladie-invalidité
INASTI	Institut national d'assurances sociales pour travailleurs indépendants
INS	Institut national de statistique

IPC	Indice des prix à la consommation
IPCH	Indice des prix à la consommation harmonisé
IPCN	Indice des prix à la consommation national
IPN	Inflation Persistence Network
IRB	Internal Rating Based
ISDA	International Swaps and Derivatives Association
Isoc	Impôt des sociétés
IWFP	International Wage Flexibility Project
KUL	Katholieke Universiteit Leuven
LTCM	Long-Term Capital Management
MCE	Mécanisme de change européen
MIR	Monetary Financial Institutions Interest Rates
OCDE	Organisation de coopération et de développement économiques
OLO	Obligations linéaires
ONEM	Office national de l'emploi
ONP	Office national des pensions
ONSS	Office national de sécurité sociale
OPA	Offre publique d'achat
OPC	Organisme de placement collectif
OPEP	Organisation des pays exportateurs de pétrole
ORBEM	Office régional bruxellois de l'emploi
PECO	Pays d'Europe centrale et orientale
PIB	Produit intérieur brut
PME	Petites et moyennes entreprises
PTF	Productivité totale des facteurs
Pricaf	Private Equity Sicaf
PSBH	Panel Study of Belgian Households
R&D	Recherche et développement
RDT	Revenu définitivement taxé
RER	Réseau express régional
RIR	Retail Interest Rates
RNB	Revenu national brut
SCN	Système de comptabilité nationale
Sd PSP	Service des pensions du secteur public
SEBC	Système européen de banques centrales
SEC	Système européen des comptes
SICAFI	Société d'investissement à capital fixe immobilier
SIFIM	Services d'intermédiation financière indirectement mesurés
SNCB	Société nationale des chemins de fer belges
SPF	Service public fédéral
STADIM	Société d'étude et de conseil en matière immobilière
TAEG	Taux annuel effectif global
TVA	Taxe sur la valeur ajoutée

UE	Union européenne
UEBL	Union économique belgo-luxembourgeoise
UEM	Union économique et monétaire
ULB	Université libre de Bruxelles
UPC	Union professionnelle du crédit
VDAB	Vlaamse Dienst voor Arbeidsbemiddeling en Beroepsopleiding
WDN	Wage Dynamics Network



Liste des encadrés, tableaux et graphiques

Encadrés

Chapitre 1: Environnement international

Encadré 1: Le rôle des pays exportateurs de pétrole dans les déséquilibres des comptes courants des balances de paiements	6
Encadré 2: Différences de croissance dans la zone euro: analyse de la demande	18

Chapitre 2: La politique monétaire de l'Eurosystème

Encadré 3: La transmission de la politique monétaire de l'Eurosystème aux taux d'intérêt de marché et aux taux bancaires dans la zone euro	38
Encadré 4: L'économie belge et la politique monétaire de l'Eurosystème	43

Chapitre 3: Production, dépenses et opérations courantes en Belgique

Encadré 5: Amélioration de la situation financière des entreprises	56
Encadré 6: Prix immobiliers et investissements en logements	60
Encadré 7: Indicateurs composites de compétitivité	69

Chapitre 4: Marché du travail et coûts salariaux

Encadré 8: L'offre de travail: évolution récente et perspectives à moyen terme	79
Encadré 9: Études empiriques consacrées à la différenciation des coûts salariaux	89
Encadré 10: Dix années d'accords interprofessionnels pour la définition de la norme salariale	92

Chapitre 5: Prix

Encadré 11: Facteurs qui ont tempéré l'incidence directe des hausses des cours du pétrole	100
Encadré 12: Réforme de l'indice des prix à la consommation national	105

Chapitre 6: Finances publiques

Encadré 13: Influence des facteurs non récurrents sur le solde de financement des administrations publiques	110
Encadré 14: Emploi dans le secteur des administrations publiques	119
Encadré 15: Analyse des évolutions budgétaires structurelles	125

Chapitre 7: Comptes et marchés financiers

Encadré 16: La nouvelle législation relative aux taux annuels effectifs globaux maxima	138
Encadré 17: Intérêts notionnels et choix financiers des entreprises	141

Chapitre 8: Stabilité financière

Encadré 18: Introduction des normes IAS/IFRS	159
--	-----

Tableaux

Chapitre 1: Environnement international

1 Croissance du PIB dans les principales économies	3
2 Balance courante des principales régions du monde	6
3 Évolution économique aux États-Unis	10
4 Évolution économique au Japon	13
5 Évolution économique en Chine	14
6 Évolution économique dans la zone euro	15
7 Croissance du PIB dans les pays de la zone euro	18
8 Indicateurs de prix pour la zone euro	21
9 Coûts salariaux unitaires dans les pays de la zone euro	22
10 Balance des paiements de la zone euro	23
11 Solde de financement des administrations publiques dans les pays de la zone euro	25
12 Situation économique en 2006 des États membres de l'UE25 qui n'appartiennent pas à la zone euro	27

Chapitre 2: La politique monétaire de l'Eurosystème

13 Projections pour la croissance du PIB et l'inflation dans la zone euro	34
14 Situation consolidée et simplifiée de l'Eurosystème	45

Chapitre 3 : Production, dépenses et opérations courantes en Belgique

15 Valeur ajoutée dans les branches d'activité	52
16 PIB et principales catégories de dépenses	53
17 Compte des sociétés : principales composantes et déterminants de l'excédent brut d'exploitation, à prix courants	55
18 Revenu disponible brut des particuliers, à prix courants	59
19 Prêt net au reste du monde	65

Chapitre 4 : Marché du travail et coûts salariaux

20 Offre et demande de travail	75
21 Indicateurs harmonisés du marché du travail pour les 15 à 64 ans	77
22 Retraits du marché du travail des personnes de 50 à 64 ans	81
23 Demandeurs d'emploi inoccupés en 2006	83
24 Coûts salariaux dans le secteur privé	85
25 Réductions des cotisations patronales à la sécurité sociale	87

Chapitre 5 : Prix

26 Indice des prix à la consommation harmonisé pour la Belgique	97
---	----

Chapitre 6 : Finances publiques

27 Normes relatives au besoin (–) ou à la capacité de financement des administrations publiques belges	109
28 Recettes des administrations publiques	112
29 Principales mesures fiscales et parafiscales	113
30 Dépenses primaires des administrations publiques	116
31 Dépenses primaires corrigées par sous-secteur des administrations publiques	117
32 Solde de financement pour l'ensemble des administrations publiques et par sous-secteur	122
33 Soldes budgétaires corrigés des variations conjoncturelles et soldes budgétaires structurels	124
34 Dette brute consolidée de l'ensemble des administrations publiques	127

Chapitre 7 : Comptes et marchés financiers

35 Actifs et engagements financiers par secteur	131
36 Structure des actifs et engagements financiers des secteurs non financiers résidents	132
37 Actifs et engagements financiers des administrations publiques	149
38 Besoins et moyens de financement de l'État fédéral	150

Chapitre 8: Stabilité financière

39 Ventilation des actifs financiers des établissements de crédit belges par secteur et lieu de résidence de la contrepartie	158
40 Créances dépréciées des établissements de crédit belges	163
41 Activités d'intermédiation des établissements de crédit belges	164
42 Rendement des fonds propres des groupes de bancassurance actifs sur le marché belge	167

Graphiques

Chapitre 1: Environnement international

1 Prix des produits de base	4
2 Cours de change bilatéral des principales monnaies vis-à-vis du dollar des États-Unis	8
3 Profil conjoncturel du PIB et des principales catégories de dépenses aux États-Unis	9
4 Secteur de la construction résidentielle aux États-Unis	10
5 Profil conjoncturel du PIB et des principales catégories de dépenses au Japon	12
6 Investissements des entreprises et confiance des chefs d'entreprise dans la zone euro	16
7 Consommation privée et confiance des ménages dans la zone euro	16
8 Marché du travail dans la zone euro	17
9 Parts de marché à l'exportation des pays membres de la zone euro	18
10 Inflation, tendance sous-jacente de l'inflation et prix de l'énergie dans la zone euro	22
11 Échanges de biens de la zone euro avec les pays hors de la zone euro	23
12 Solde structurel de financement des administrations publiques dans la zone euro	26
13 Dette publique brute consolidée dans la zone euro	26

Chapitre 2: La politique monétaire de l'Eurosystème

14 Activité économique et indicateurs de confiance dans la zone euro	35
15 Anticipations d'inflation dans la zone euro	36
16 Prix et coûts dans la zone euro	36
17 M3 et ses composantes	37
18 Prêts au secteur privé	37
19 Taux d'intérêt de l'Eurosystème et du marché monétaire	41
20 Indicateurs relatifs aux conditions monétaires	42
21 Taux d'intérêt à long terme dans la zone euro et aux États-Unis	42
22 Conduite opérationnelle de la politique monétaire de l'Eurosystème en 2006	47

Chapitre 3: Production, dépenses et opérations courantes en Belgique

23 Élargissement de l'assise de la croissance	51
24 PIB et indicateurs de conjoncture	52
25 Investissements des entreprises	54
26 Consommation, revenu disponible et taux d'épargne des particuliers	58
27 Exportations et importations de biens et services	63
28 Exportations de biens et services et cours de change effectif	64
29 Comparaison internationale du PIB par habitant	67
30 Croissance potentielle et déterminants	67

Chapitre 4: Marché du travail et coûts salariaux

31	Activité et marché du travail	73
32	Intensité en emplois de la croissance	74
33	Emploi des indépendants	76
34	Taux d'emploi harmonisés des groupes à risque	78
35	Chômage	82
36	Glissement des salaires dans le secteur privé	88
37	Salaires bruts par heure prestée dans le secteur privé par branche d'activité : 1996-2005	88
38	Coûts salariaux et productivité du travail dans le secteur privé	90
39	Coûts salariaux par unité produite dans le secteur privé: 1996-2005	91
40	Coûts salariaux par heure prestée dans le secteur privé: écart avec la Belgique selon le CCE	94

Chapitre 5: Prix

41	Inflation en Belgique et dans la zone euro	99
42	Tendance sous-jacente de l'inflation	102
43	Transmission du renchérissement du pétrole brut et des autres matières premières	103
44	Mondialisation et prix à la consommation	104

Chapitre 6: Finances publiques

45	Prélèvement implicite sur le travail	114
46	Impôt des sociétés dans l'UE et en Belgique	115
47	Dépenses de soins de santé	118
48	Décomposition de la variation des charges d'intérêts	121
49	Recettes des communautés et régions	123
50	Recettes, dépenses et solde de financement des pouvoirs locaux	123
51	Contribution des sous-secteurs des administrations publiques à la dette publique brute consolidée	128

Chapitre 7: Comptes et marchés financiers

52	Patrimoine financier des particuliers	132
53	Actifs financiers des particuliers: ventilation par secteur de contrepartie	133
54	Formation d'actifs financiers par les particuliers	133
55	Dépôts d'épargne des particuliers et écart de taux d'intérêt	134
56	Titres à revenu fixe détenus par les particuliers et taux de rendement à long terme	134
57	Acquisition nette de parts d'OPC par les particuliers	135
58	Résultats de l'enquête de l'Eurosystème sur la distribution du crédit: offre et demande de crédits au logement en Belgique	136
59	Nouveaux crédits hypothécaires aux particuliers, refinancements et taux d'intérêt	136
60	Répartition des nouveaux contrats hypothécaires selon le type de taux	137
61	Nouveaux engagements financiers des sociétés non financières: ventilation par instrument	139
62	Coûts de financement des sociétés non financières en Belgique	140

63 Cours boursiers, ratio cours-bénéfices et rendement de dividende en Belgique et dans la zone euro	145
64 Ventilation sectorielle des crédits non bancaires contractés par les sociétés non financières	146
65 Crédits octroyés par les établissements de crédit belges aux sociétés, ventilés par taille d'entreprises selon la Centrale des crédits	147
66 Résultats de l'enquête de l'Eurosystème sur la distribution du crédit aux sociétés non financières	147
67 Nouveaux actifs financiers des sociétés non financières: ventilation par instrument	148
68 Part détenue à l'étranger des OLO et des certificats de trésorerie émis par l'État belge	151
69 Écart de taux de rendement des emprunts d'État à dix ans vis-à-vis du <i>Bund</i> allemand	151

Chapitre 8: Stabilité financière

70 Évolution des marchés boursiers	154
71 Écart de taux d'intérêt et taux de défaillance des obligations à haut rendement	155
72 Instruments de transfert de risques de crédit	156
73 Décomposition des actifs des établissements de crédit belges	157
74 Actifs des établissements de crédit de droit belge vis-à-vis de l'étranger	158
75 Créances non recouvrables ou à évolution incertaine des établissements de crédit de droit belge et taux de provisionnement	162
76 Créances des établissements de crédit belges sur les résidents	162
77 Décomposition des passifs des établissements de crédit belges	164
78 Activités de transformation d'échéances des établissements de crédit belges	165
79 Taux d'intérêt de marché et taux implicite sur les dépôts d'épargne	165
80 Indicateurs de solvabilité et de rentabilité des établissements de crédit de droit belge	166
81 Résultats des compagnies d'assurances belges	167
82 Portefeuille de placement des assurances-vie hors branche 23	168
83 Taux d'intérêt à long terme et rendement garanti moyen des contrats de la branche 21	169
84 Marge de solvabilité disponible des compagnies d'assurances belges	170

Annexes statistiques

Tableaux relatifs à l'activité économique et aux prix

I	PIB et principales catégories de dépenses, en volume	174
II	RNB et principales catégories de dépenses, en volume	175
III	Déflateurs du RNB et des principales catégories de dépenses	176
IV	RNB et principales catégories de dépenses, à prix courants	177
V	Valeur ajoutée des différentes branches d'activité, en volume	178
VI	Marché du travail	179
VII	Taux de chômage	180
VIII	Indice des prix à la consommation harmonisé	181
IX	Revenus des différents secteurs, à prix courants	182
X	Synthèse des opérations des grands secteurs de l'économie, à prix courants	183

Tableaux relatifs aux opérations des administrations publiques

XI	Recettes, dépenses et solde de financement des administrations publiques	184
XII	Solde de financement par sous-secteur des administrations publiques	185
XIII	Dette brute consolidée des administrations publiques	186

Tableau relatif aux opérations avec l'étranger

XIV	Opérations courantes et en capital sur la base des transactions	187
-----	---	-----

Tableaux relatifs aux opérations monétaires et financières

XV	Formation d'actifs et nouveaux engagements financiers des particuliers	188
XVI	Formation d'actifs et nouveaux engagements financiers des sociétés non financières	189
XVII	Formation d'actifs et nouveaux engagements financiers des administrations publiques	190
XVIII	Formation d'actifs et nouveaux engagements financiers des institutions financières monétaires	191
XIX	Formation d'actifs et nouveaux engagements financiers des institutions financières autres que monétaires	192
XX	Émissions nettes de valeurs mobilières des sociétés financières et non financières et des administrations publiques	193
XXI	Taux d'intérêt	194
XXII	Principaux taux d'intérêt de l'Eurosystème	195
XXIII	Cours de change	196

Banque nationale de Belgique
Société anonyme
RPM Bruxelles – Numéro d’entreprise: 0203.201.340
Siège social: boulevard de Berlaimont 14 – BE-1000 Bruxelles
www.nbb.be

Éditeur responsable

Guy Quaden
Gouverneur

Personne de contact pour la publication

Philippe Quintin
Chef du département Communication et secrétariat
Tél. +32 2 221 22 41 – Fax +32 2 221 30 91
philippe.quintin@nbb.be

© Illustrations: Image plus
Banque centrale européenne
Banque nationale de Belgique

Couverture et mise en page: BNB TS – Prepress & Image

Publié en février 2007