

Rapport 2011

Préambule



© 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.



Luc Coene,
Gouverneur

Avant-propos

En 2011, les missions de la Banque ont été considérablement étendues. Notre institution s'est vu confier le contrôle prudentiel des établissements financiers. À la suite de la mise en œuvre, le 1^{er} avril 2011, du modèle dit « Twin Peaks », le contrôle financier s'appuie désormais sur deux piliers. D'une part, la Banque est responsable du contrôle, non seulement macroprudentiel, mais aussi microprudentiel. D'autre part, l'Autorité des services et marchés financiers est chargée de veiller au bon fonctionnement des marchés de titres, au respect des règles de conduite et à la protection des consommateurs.

La crise financière a clairement montré les limites de la distinction traditionnellement opérée entre le contrôle microprudentiel, qui vise les établissements financiers individuels, et le contrôle macroprudentiel, qui porte sur la stabilité du système financier dans son ensemble. De fait, l'interconnexion entre les établissements et les marchés, ainsi que le rôle spécifique des banques systémiques dans les contagions financières ont entraîné une forte interaction entre les dimensions microprudentielle et macroprudentielle. En outre, la crise a confirmé que les banques centrales avaient, en leur qualité de prêteur en dernier ressort, besoin d'informations précises et actualisées sur les établissements financiers.

À l'échelle européenne aussi, une profonde réforme a été menée, avec la création, le 1^{er} janvier 2011, du Système européen de surveillance financière. Celui-ci se compose du Comité européen du risque systémique, organe de surveillance macroprudentielle, et de trois Autorités européennes de surveillance, chargées de renforcer le contrôle microprudentiel dans les secteurs des banques, des assurances et des marchés de valeurs mobilières, ainsi que la protection des investisseurs.

En vue de maximiser les synergies entre les missions classiques de banque centrale et les nouvelles compétences prudentielles, un nouveau mode d'organisation a été mis en place à la Banque. Celui-ci repose sur le principe dit des « quatre yeux », qui combine les approches verticale et horizontale, l'analyse des établissements financiers individuels étant confrontée à des examens systématiques par catégorie de risques. Ce processus intégré d'évaluation des risques bénéficie du soutien des autres entités de la Banque, qui mettent au service du contrôle prudentiel leur expertise en matière d'analyse macroéconomique ou leur connaissance des marchés financiers.

À la suite de ces changements, la Banque a décidé de modifier la structure du Rapport. L'habituel tome « Évolution économique et financière » est enrichi d'une analyse de la politique prudentielle et se décline en trois fascicules intitulés « Preamble », « Évolution économique et financière » et « Stabilité financière et contrôle prudentiel ». À l'instar des années précédentes, le « Rapport d'entreprise » sera publié en mars.

Au cours de l'année écoulée, la crise de la dette souveraine s'est aggravée en Europe et a revêtu un caractère systémique. Elle s'est étendue non seulement à des pays dotés de fondamentaux économiques relativement bons, tels que la Belgique, mais également au système bancaire, pour lequel les titres de la dette publique constituaient traditionnellement les actifs les plus robustes. La menace était réelle de voir se développer un cercle vicieux de réductions du bilan des banques, de contractions du crédit freinant l'activité économique, d'interventions publiques supplémentaires en faveur du secteur bancaire et de nouveaux abaissements de la notation des titres de la dette souveraine.

La crise de la dette souveraine a mis très clairement en exergue les failles structurelles de l'Union économique et monétaire européenne. Elle a montré que l'adhésion à une monnaie unique au sein d'un marché économique et financier commun génère des interdépendances extrêmement profondes et complexes. C'est pourquoi une intégration nettement plus poussée de la politique économique est absolument nécessaire.

L'histoire de l'Union monétaire européenne révèle aussi les limites et les excès des forces du marché. Au cours de la première décennie d'existence de la zone euro, les marchés n'avaient guère réagi aux déséquilibres macroéconomiques qui, pourtant, s'aggravaient. Par la suite, leurs réponses ont été tardives et excessives, ce qui a accru les déséquilibres dans l'économie.

Conformément à son mandat, l'Eurosystème a veillé à ancrer les anticipations d'inflation, pour prévenir tant l'inflation que la déflation. À cet effet, le taux directeur a été relevé durant l'été, lorsque les risques pesant sur la stabilité des prix ont augmenté, avant d'être à nouveau abaissé sur fond de détérioration de la situation économique. Pour garantir la transmission de cette politique aux coûts pour les emprunteurs, l'Eurosystème a adopté toute une série de mesures non conventionnelles destinées à fournir des liquidités, incluant une opération de refinancement d'une durée de trois ans, qui a suscité beaucoup d'intérêt.

Par ailleurs, de nouveaux mécanismes de stabilisation financière (le Fonds européen de stabilité financière et le Mécanisme européen de stabilité) ont été mis en place au sein de l'Union européenne, mais ont tardé à être opérationnels. Les doutes entourant ces mécanismes ainsi que l'exécution rapide et intégrale de certains plans de consolidation budgétaire ont nourri les incertitudes et contribué à la perte de confiance sur les marchés financiers. Des actions énergiques et claires s'avèrent nécessaires dans ces domaines.

Toutefois, les bases d'un renforcement substantiel de la gouvernance économique européenne ont été posées en 2011. Le « Six-Pack » et le nouveau pacte budgétaire revêtent une importance particulière. Le premier objectif poursuivi par le « Six-Pack » est d'améliorer la discipline budgétaire par la voie d'un durcissement du pacte de stabilité et de croissance. Le second est d'instaurer une surveillance des déséquilibres macroéconomiques et de la compétitivité. Le nouveau pacte budgétaire comprend une refonte des règles budgétaires et de nouveaux engagements des États membres de la zone euro en matière de politique budgétaire. Une mise en œuvre efficace et une application rigoureuse de ces accords sont cruciales. La consolidation budgétaire doit s'accompagner d'un programme énergétique et ambitieux de réformes structurelles, essentiel pour relever la compétitivité et le potentiel de croissance de la zone euro.

La crise de la dette souveraine a brutalement ravivé les handicaps structurels des établissements financiers européens. Les bilans de certaines banques sont toujours surdimensionnés et comportent de nombreux actifs peu liquides. Les restructurations et les cessions d'activités, la réorientation vers des sources de financement plus stables et le renforcement de la structure de capital demandent du temps. En Belgique, ces problèmes se sont posés spécialement au niveau des banques systémiques, forcées par la crise financière à revoir leur modèle d'entreprise qui reposait sur une expansion internationale.

Le groupe Dexia a été particulièrement touché en 2011, du fait de son exposition élevée aux risques souverains et de sa forte dépendance à l'égard des financements interbancaires, ce qui a nécessité une réorganisation en profondeur. Les États belge, français et luxembourgeois ont octroyé au groupe une garantie de financement d'un montant maximum de 90 milliards d'euros, et plusieurs de ses entités ont été mises sur le marché. Dexia Banque Belgique et sa filiale Dexia Assurance Belgique ont été acquises par l'État belge. La Banque a contribué à la conception du plan de restructuration, notamment sur les aspects relatifs au redéploiement des activités belges au sein d'une structure indépendante, ce qui devrait contribuer à diminuer les risques systémiques et à maintenir les activités commerciales en Belgique.

Avec une croissance du PIB de 1,9 %, l'économie belge a, comme les années précédentes, relativement bien résisté en 2011, grâce surtout à un premier trimestre robuste. La politique économique belge est confrontée à deux défis cruciaux : la consolidation des finances publiques et le relèvement du potentiel de croissance dans le contexte du vieillissement de la population.

Le programme de stabilité d'avril 2011 prévoyait une réduction du déficit public à 3,6 % du PIB en 2011. Il s'est cependant établi à 4 % du PIB, en raison, principalement, d'une baisse trop restreinte du déficit structurel. La dette publique belge, qui est passée à 98,6 % du PIB en 2011, reste supérieure à celle de la zone euro, même si l'écart a sensiblement rétréci. De plus, l'incidence budgétaire du vieillissement vient encore aviver le problème de la soutenabilité des finances publiques.

Le nouveau gouvernement fédéral a adopté des mesures importantes pour ramener la Belgique sur la trajectoire du programme de stabilité, et ce dans le cadre d'une approche pluriannuelle. Une mise en œuvre énergique et un suivi attentif sont essentiels. Si l'objectif de limiter le déficit à 2,8 % du PIB en 2012 venait à être compromis, il conviendrait de prendre sans délai des mesures pour garantir une consolidation budgétaire durable.

Le renforcement du potentiel de croissance de l'économie est le deuxième défi que devront relever les responsables politiques belges. Pour y parvenir, des réformes structurelles seront absolument nécessaires. Elles devront tout particulièrement porter sur le marché du travail et sur la compétitivité.

L'offre sur le marché du travail devra être accrue non seulement quantitativement, mais aussi qualitativement. Ceci est primordial pour rehausser le taux d'emploi des personnes âgées de 20 à 64 ans, qui est toujours en deçà de la moyenne européenne. Une amélioration de la qualité de l'offre de travail implique le relèvement des qualifications. Il s'agit surtout d'investir dans l'apprentissage des compétences propres aux fonctions critiques et aux emplois porteurs d'avenir.

La compétitivité doit aussi être renforcée. Cette dernière dépend de plusieurs facteurs, parmi lesquels le type de produits offerts, les débouchés géographiques et l'évolution de la productivité, des prix et des salaires. Dans la zone euro, le nouveau pilier de surveillance macroéconomique accordera d'ailleurs une attention spéciale à cette dimension.

Une faiblesse de l'économie belge réside dans la forte sensibilité des prix à la consommation au renchérissement des matières premières. Comme lors de précédentes poussées inflationnistes, la croissance des prix s'est nettement accélérée en Belgique, passant de 2,3 % en 2010 à 3,5 % en 2011. Cette évolution est, dans une certaine mesure, imputable au poids assez élevé des produits énergétiques dans l'indice des prix à la consommation et au niveau relativement moindre des accises, mais également à la tarification du gaz et de l'électricité, qui a intégralement répercuté la variabilité des prix de l'énergie sur l'utilisateur final. Il convient de reconsidérer les formules de tarification de ces produits et d'intensifier la concurrence sur les marchés concernés.

La flambée de l'inflation a entraîné, entre autres par le jeu des mécanismes d'indexation automatique, une hausse plus soutenue des coûts salariaux horaires dans le secteur privé. En ce qui concerne l'évolution de ces derniers, les objectifs de la loi de 1996 relative à la promotion de l'emploi et à la sauvegarde préventive de la compétitivité n'ont pas été entièrement atteints. Dans ce cadre, la tendance des exportations belges à croître plus lentement que dans les autres pays européens et l'ampleur du chômage de longue durée sont préoccupantes. Plus généralement, la formation des salaires devrait tenir davantage compte de l'évolution de la productivité, ainsi que de la spécificité des secteurs et des entreprises. Par ailleurs, il y a lieu de corriger la vulnérabilité caractéristique de l'économie belge aux prix de l'énergie, qui résulte, en particulier, de leur transmission rapide en cas de chocs externes.

Enfin, pour consolider le potentiel de croissance de l'économie belge, il est vital de stimuler l'entrepreneuriat durable, l'innovation et un plus grand dynamisme économique. La Belgique doit pleinement s'insérer dans la stratégie *Europe 2020*, dont l'idée maîtresse est une croissance économique « intelligente ». Le renouvellement des structures productives et l'introduction de nouveaux produits, dont la demande est moins sensible aux prix, sont essentiels dans une économie mondiale toujours plus intégrée et caractérisée par une concurrence croissante, spécialement en provenance des pays émergents.

L'organisation de la politique économique en Belgique connaît une profonde transformation. D'une part, du fait du renforcement de la gouvernance économique européenne, la politique économique nationale, en matières budgétaire et structurelle, doit s'inscrire dans un cadre plus strict et dans une perspective pluriannuelle. D'autre part, la réforme de l'État transfère d'importantes compétences, surtout dans le domaine du marché du travail, aux entités fédérées, qui disposeront aussi d'une plus grande autonomie fiscale. Ce transfert peut ouvrir la voie à une politique plus efficace, qui pourrait contribuer à consolider les finances publiques et à rehausser le potentiel de croissance de l'économie belge. Il s'agit d'exploiter au maximum ces opportunités et d'éviter une complexité accrue de l'appareil étatique. C'est pourquoi il convient de mettre en place, au niveau belge également, un système de gouvernance économique au sein duquel les différentes autorités publiques du pays mèneront une politique économique solide, cohérente et crédible. Ce faisant, elles raffermiront la confiance et favoriseront une croissance économique durable.

Comité de direction



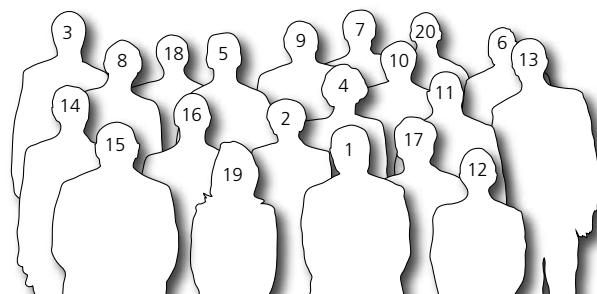
- 1 **Luc Coene**, GOUVERNEUR
- 2 **Françoise Masai**, VICE-GOUVERNEUR
- 3 **Jan Smets**, DIRECTEUR
- 4 **Marcia De Wachter**, DIRECTEUR
- 5 **Jean Hilgers**, DIRECTEUR
- 6 **Norbert De Batselier**, DIRECTEUR
- 7 **Mathias Dewatripont**, DIRECTEUR
- 8 **Pierre Wunsch**, DIRECTEUR
- 9 **Luc Dufresne**, SECRÉTAIRE



Conseil de régence



- 1 **Luc Coene**, GOUVERNEUR
- 2 **Françoise Masai**, VICE-GOUVERNEUR
- 3 **Jan Smets**, DIRECTEUR
- 4 **Marcia De Wachter**, DIRECTEUR
- 5 **Jean Hilgers**, DIRECTEUR
- 6 **Norbert De Batselier**, DIRECTEUR
- 7 **Mathias Dewatripont**, DIRECTEUR
- 8 **Pierre Wunsch**, DIRECTEUR
- 9 **Luc Dufresne**, SECRÉTAIRE
- 10 **Gérald Frère**, RÉGENT
- 11 **Luc Cortebeek**, RÉGENT
- 12 **Martine Durez**, RÉGENT
- 13 **Rudi Thomaes**, RÉGENT
- 14 **Didier Matray**, RÉGENT
- 15 **Rudy De Leeuw**, RÉGENT
- 16 **Karel Van Eetvelt**, RÉGENT
- 17 **Michèle Detaille**, RÉGENT
- 18 **Jean-François Cats**, RÉGENT
- 19 **Sonja De Becker**, RÉGENT
- 20 **Olivier Henin**, REPRÉSENTANT DU MINISTRE DES FINANCES



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

1. Au cours de l'année écoulée, la crise de la dette souveraine s'est aggravée en Europe et a revêtu un caractère systémique. Elle s'est étendue non seulement à des pays dotés de fondamentaux économiques relativement bons, tels que la Belgique, mais également au système bancaire, pour lequel les titres de la dette publique constituaient traditionnellement les actifs les plus robustes. La menace était réelle de voir se développer un cercle vicieux de réductions du bilan des banques, d'interventions publiques supplémentaires en faveur du secteur bancaire et de nouveaux abaissements de la notation des titres de la dette souveraine. Les responsables de la politique économique en Europe ont réagi en adoptant un éventail de mesures, parmi lesquelles figurent, outre des programmes d'urgence et de consolidation budgétaire, de profondes réformes de la gouvernance économique. Leurs deux objectifs essentiels étaient de restaurer la confiance et de ramener l'Europe sur la voie d'une croissance économique durable.

1. Environnement international : essoufflement de la reprise économique et recherche de valeurs sûres sur les marchés financiers

2. Après s'être vivement redressée en 2010, la croissance économique mondiale s'est à nouveau ralentie durant l'année écoulée. Le rythme d'expansion du PIB mondial serait revenu de 5 % en 2010 à 3,8 % en 2011, la croissance ayant reculé dans presque toutes les grandes zones économiques. Poursuivant son élan de 2010, celle-ci a encore été soutenue au début de l'année, avant de fléchir. La flambée des prix des matières premières au cours des quatre premiers mois de l'année a érodé les revenus des ménages et freiné la consommation. De surcroît, le tremblement de terre et le tsunami qui ont frappé le Japon en mars ont non seulement lourdement grevé l'activité économique du pays, mais aussi perturbé le bon fonctionnement des chaînes de production dans d'autres zones économiques. Dès l'été, la décélération de la croissance a été plus marquée, en raison, notamment, de la crise de la dette souveraine en Europe, qui a miné la confiance des consommateurs et des chefs d'entreprise. Tout au long de l'année, les conséquences des politiques de consolidation budgétaire mises en œuvre dans plusieurs pays ont également pesé sur la demande.

* Un régent n'a pas approuvé ce rapport, étant en désaccord avec certains commentaires et recommandations qui y figurent.

3. À l'instar des années précédentes, de sensibles disparités géographiques ont été notées. Même si elle s'est ralentie, la croissance a encore été vigoureuse dans les économies émergentes, en particulier en Chine et en Inde, où le PIB a progressé de, respectivement, 9,3 et 7,7 %. Les pays producteurs de pétrole ont même enregistré une augmentation de l'activité supérieure à celle observée en 2010, sous l'effet de la hausse des cours de l'or noir. L'expansion a, par contre, été plus modérée dans les pays développés. Elle s'est élevée à 1,7 % aux États-Unis, toujours en butte à de graves problèmes sur les marchés de l'immobilier et du travail, et le PIB du Japon s'est contracté de 0,3 % à la suite des catastrophes qui se sont abattues sur le pays.
4. Les différences en termes de performances économiques ont également déterminé, dans une large mesure, l'orientation de la politique monétaire. La plupart des pays développés, dont les États-Unis, le Royaume-Uni et le Japon, ont continué de mener une politique expansionniste. Aux États-Unis, la Federal Reserve a poursuivi son programme d'achat de titres publics décidé en novembre 2010. Elle a aussi convenu, en septembre 2011, d'allonger la maturité moyenne de son portefeuille de titres du Trésor (« opération Twist »), afin de comprimer les taux d'intérêt à long terme. À l'inverse, les autorités monétaires d'économies émergentes, comme la Chine, ont initialement durci leur politique pour contenir l'inflation. Certaines d'entre elles ont, néanmoins, rallié le mouvement d'assouplissement vers la fin de l'année. Ainsi, le 30 novembre, la banque centrale chinoise a abaissé, pour la première fois depuis trois ans, son coefficient de réserve monétaire.
5. Le commerce mondial a crû de 6,7 % en 2011, ce qui représente un net ralentissement au regard de la hausse de 12,6 % relevée en 2010. Son évolution a, par ailleurs, été extrêmement volatile. Très vive au début de l'année, sa progression s'est tassée au deuxième trimestre, du fait des catastrophes survenues au Japon. La reprise qui s'est esquissée à partir du troisième trimestre a cependant été freinée par l'essoufflement de la croissance économique.
6. Les déséquilibres de balance des paiements sont demeurés importants dans l'économie mondiale. L'excédent du compte courant de la Chine a certes été ramené de 5,2 % du PIB en 2010 à 3,1 % en 2011, tandis que le déficit des États-Unis ne s'est que très légèrement réduit, revenant de 3,2 à 3 % du PIB. La balance courante de l'ensemble de la zone euro est, en revanche, restée plus ou moins en équilibre. Le surplus des pays producteurs de pétrole a, quant à lui, fortement gonflé, sous l'effet du renchérissement du pétrole brut durant le premier semestre. Ces déséquilibres de balance des paiements continuent d'être sources de vulnérabilité et de tension dans l'économie mondiale. Ils ravivent des réflexes protectionnistes et présentent un risque élevé de correction brutale. Lors du sommet de Cannes, en novembre, les pays du G20 ont mis en place un plan d'action pour la croissance et l'emploi. Des mesures énergiques destinées à rééquilibrer la demande globale restent nécessaires, spécialement pour encourager l'épargne dans les pays qui affichent un déficit des paiements courants et pour stimuler la demande intérieure dans les pays en excédent. Il serait, en outre, indiqué de renforcer le rôle du FMI dans la surveillance de l'économie mondiale.
7. L'année sous revue a, toutefois, surtout été caractérisée par une très large quête de sécurité sur les marchés financiers. Cette tendance s'est traduite par l'envol des cours de l'or, du franc suisse et du yen japonais, ainsi que par un recul du rendement des obligations d'État américaines, japonaises et allemandes. Au début de l'année, l'aversion pour le risque a été nourrie par l'incertitude politique générée par les événements en Afrique du Nord et au Moyen-Orient. Par la suite, des préoccupations grandissantes se sont fait jour à propos des politiques économiques visant à maîtriser les dettes publiques, aussi bien aux États-Unis qu'en Europe, et en particulier dans la zone euro. Cette situation peut sembler paradoxale, tant les résultats dans nombre de domaines, comme le compte extérieur, le déficit public et la dette publique, y sont meilleurs que ceux des États-Unis. Il apparaît ainsi que la crise de la dette souveraine en Europe est avant tout liée au manque de cohérence de la politique économique dans la zone euro.

2. Aggravation de la crise de la dette souveraine en Europe

8. La crise de la dette souveraine a marqué le commencement d'une nouvelle phase de la crise financière mondiale, laquelle avait débuté par les très graves problèmes suscités par les crédits à haut risque aux États-Unis durant l'été de 2007 et avait atteint un premier sommet après la défaillance de Lehman Brothers en septembre 2008. Cette faillite avait occasionné d'importantes distorsions dans le système financier, les banques centrales devant se substituer, dans une large mesure, au marché interbancaire. La crise a aussi eu un impact non négligeable sur les comptes publics: non seulement de nombreux gouvernements ont dû soutenir le système financier de leur pays, mais les finances publiques ont également été affaiblies par la récession, tant par le jeu des stabilisateurs automatiques qu'en raison de plans de relance.
9. Même après la reprise observée en 2010, la crise a continué de peser sur les finances publiques et sur le système financier. Comme lors de crises bancaires précédentes, l'activité a été affectée par l'assainissement des situations d'endettement qui s'étaient développées dans les secteurs tant privé que public. De plus, la hausse du chômage structurel et le resserrement des conditions de financement des entreprises dans certains pays ont grevé le potentiel de croissance de l'économie.
10. La crise de la dette souveraine a mis très clairement en exergue les failles structurelles de l'Union économique et monétaire européenne. Dotée d'une monnaie sans union politique, l'Union monétaire européenne a toujours navigué dans des eaux inexplorées. Cette crise a ravivé le débat sur la relation entre union monétaire et union politique. Elle a incontestablement montré que l'adhésion à une monnaie unique au sein d'un marché économique et financier commun créait des interdépendances extrêmement profondes et complexes. C'est pourquoi une intégration nettement plus poussée de la politique économique est absolument nécessaire. Un premier domaine est celui de la politique budgétaire: la discipline en cette matière constitue une condition sine qua non d'une union monétaire durable. Celle-ci était d'ailleurs déjà l'un des thèmes centraux des discussions sur la gouvernance économique de l'Union monétaire européenne. Dès 1989, le rapport Delors affirmait explicitement que des « règles budgétaires contraignantes » étaient indispensables au fonctionnement harmonieux d'une union monétaire. De telles dispositions ont été inscrites dans le traité de Maastricht ainsi que dans le pacte de stabilité et de croissance. Ce dernier a malheureusement été assoupli en 2005, lorsqu'il s'est avéré que de grands États l'enfreignaient. La pression des pairs est donc devenue l'indifférence des pairs. Un deuxième problème, qui a retenu beaucoup moins l'attention, a trait aux déséquilibres économiques de nature plus générale et à la compétitivité. Dans certains pays, comme l'Espagne ou l'Irlande, l'expansion économique, a fortiori dans le secteur immobilier, a été soutenue, entre autres, par la convergence des taux d'intérêt nominaux au sein de l'Union monétaire. Dès lors, les salaires et les prix y ont également progressé bien plus rapidement qu'ailleurs. La compétitivité de ces pays s'en est trouvée altérée, mais la demande intérieure a continué d'y être stimulée, sous l'effet conjugué de fortes augmentations des revenus et de la faiblesse des taux d'intérêt réels. Ces développements ont creusé les déséquilibres, en provoquant un octroi de crédits ainsi qu'un endettement excessifs, la formation de bulles sur les marchés immobiliers et, souvent, un énorme déficit du compte courant de la balance des paiements, mais n'ont suscité pour ainsi dire aucune réaction de la politique économique, parce que l'on pensait plutôt qu'une convergence réelle était à l'œuvre. Il en a résulté un grave *boom bust cycle*.
11. L'histoire de l'Union monétaire européenne montre aussi sans ambages les limites et les excès des forces du marché. Au cours de la première décennie d'existence de la zone euro, les marchés n'avaient guère réagi aux déséquilibres macroéconomiques qui, pourtant, s'aggravaient. Ensuite, leurs réponses ont été tardives et excessives, ce qui a accru les déséquilibres dans l'économie. Les effets de contagion observés sur les marchés financiers européens en 2011 ont été sans précédent, même s'ils présentaient des similitudes avec la crise du Système monétaire

européen de 1992-1993. La contamination a d'abord touché les dettes souveraines de pays en proie à des problèmes structurels. Des investisseurs ont ainsi vendu la dette publique de pays tels que l'Espagne et l'Italie afin de réduire leur exposition aux économies plus fragiles.

12. Initialement, les décideurs européens ont réagi de façon très hésitante et sans beaucoup de détermination à la crise. L'ampleur de la crise de la dette grecque a très longtemps été sous-estimée, et les réponses qui y ont été apportées ont manqué de fermeté. De surcroît, l'incertitude entachant la contribution du secteur privé à la restructuration de la dette publique de ce pays a effrayé les investisseurs. Les nouveaux mécanismes de crise européens ont, dans un premier temps, été jugés insuffisants, et leur mise en œuvre lente. Au départ, de maigres progrès ont été engrangés dans les réformes qu'appelait la gouvernance économique européenne. En outre, la communication des décideurs au sujet des nouvelles mesures a souvent été confuse. À force d'atermoiements, ils ont perdu leur emprise sur les marchés financiers et nourri l'incertitude, ce qui a engendré des réactions excessives des marchés. Les responsables politiques et les marchés financiers évoluaient manifestement dans deux mondes différents. Soumis à une rude pression, les premiers n'ont élaboré que lentement des mesures basées sur des compromis et pas toujours transparentes. Les marchés financiers, qui détestent l'incertitude, réclamaient, au contraire, des actions immédiates et claires. Il en a résulté une sévère perte de confiance des intervenants financiers, qui se sont mis, surtout à partir de l'automne, à spéculer sur un éclatement de la zone euro. En conséquence, la volatilité sur les marchés s'est accrue et la demande de titres des dettes souveraines s'est à nouveau repliée. Les hausses des taux d'intérêt qui en ont découlé ont encore amplifié les doutes quant à la soutenabilité de la dette publique, les anticipations des investisseurs menaçant de se matérialiser.
13. La crise de la dette souveraine s'est étendue non seulement à des pays aux fondamentaux relativement solides, mais également à des banques qui détenaient d'importants portefeuilles de titres publics. Ces banques ont dès lors vu leurs sources de financement se tarir, leurs coûts de financement s'alourdir et leur solvabilité s'affaiblir. La réduction du bilan des établissements de crédit a ainsi amorcé une dangereuse spirale. Elle a touché de manière directe les pouvoirs publics, les banques se défaisant de leurs obligations d'État, mais a aussi risqué de provoquer une pénurie de crédits aux entreprises et aux ménages, susceptible de freiner la croissance économique. Dans plusieurs pays, de nouvelles interventions ont, en outre, été nécessaires pour soutenir le système bancaire, ce qui y a accentué la vulnérabilité des finances publiques. De plus, des doutes se sont fait jour sur les marchés financiers quant à la capacité de réaction des pouvoirs publics de certains pays, et cette inquiétude a poussé davantage à la hausse les écarts de taux sur les obligations d'État.
14. Les tensions sur les marchés financiers n'ont pas été dénuées de conséquences pour l'activité économique dans la zone euro. Poursuivant son élan de 2010, la croissance a encore été très vive au premier trimestre, avant de ralentir à partir du deuxième trimestre et de s'interrompre au second semestre, principalement en raison de la contraction de la demande intérieure. Sur l'ensemble de l'année 2011, le PIB a augmenté de 1,6 % dans la zone euro, contre 1,8 % en 2010. De fortes disparités géographiques ont été relevées, l'expansion ayant été vigoureuse en Allemagne, en Autriche, en Finlande, en Slovaquie et en Estonie, alors que le PIB a fléchi en Grèce et au Portugal. L'activité économique de l'ensemble de la zone euro et de la plupart des États membres n'a, de ce fait, pas encore renoué avec son niveau de 2007. Tel est particulièrement le cas des pays dont la croissance reposait auparavant sur un endettement excessif. Le déficit public de la zone euro est retombé de 6,2 % du PIB en 2010 à 4,1 % en 2011, essentiellement du fait de mesures de consolidation, mais quatre pays seulement, à savoir l'Estonie, le Luxembourg, la Finlande et l'Allemagne, ont enregistré un besoin de financement inférieur à 3 % du PIB. L'inflation s'est accélérée au début de l'année, sous l'effet, surtout, des hausses de prix sur les marchés des matières premières. En 2011, l'indice des prix à la consommation harmonisé a progressé de 2,7 %.

3. La politique économique en Europe : gestion de crise et réformes en profondeur de la gouvernance économique

15. Les autorités européennes ont réagi à la crise de la dette souveraine en adoptant un éventail de mesures, lesquelles concernaient non seulement la gestion de crise, mais également de nouveaux mécanismes de lutte contre la crise et de profondes réformes de la gouvernance économique de la zone euro. Ces mesures visaient à ramener le calme sur les marchés financiers et à renforcer structurellement le potentiel de croissance de l'économie européenne.
16. L'Eurosystème a répondu aux turbulences financières conformément à son mandat et selon les principes d'action d'une banque centrale moderne. L'objectif prioritaire de la garantie de la stabilité des prix à moyen terme y occupe la première place.
17. Le cadre de la politique monétaire de l'Eurosystème repose sur le principe dit de séparation. Une distinction est opérée entre, d'une part, les décisions en matière de taux d'intérêt et, d'autre part, la politique de liquidité, essentiellement axée sur l'octroi de crédits aux établissements financiers. Lors de la crise financière, l'Eurosystème, à l'instar de la plupart des banques centrales du monde, a introduit une série de mesures non conventionnelles. Leur principal objectif était de préserver le mécanisme de transmission de la politique monétaire, de sorte que la politique de taux d'intérêt puisse pleinement agir en vue d'assurer la stabilité des prix. Ces mesures non conventionnelles soutiennent ainsi les banques et, partant, le financement de l'économie réelle. Elles contribuent aussi à endiguer la contagion sur les marchés financiers.
18. En 2011, la politique monétaire a d'abord été confrontée à un accroissement des risques sur la stabilité des prix, lesquels étaient surtout liés à la poursuite de la reprise de l'activité au début de l'année et au danger d'une répercussion des hausses antérieures des cours des matières premières dans un environnement de croissance soutenue. En conséquence, le Conseil des gouverneurs de la BCE a relevé, en avril et en juillet, le taux directeur central, à raison chaque fois de 25 points de base, le portant ainsi à 1,50 %. Cependant, dès l'été, la situation économique s'est profondément modifiée. En particulier, l'aggravation de la crise de la dette souveraine a considérablement pesé sur les attentes des chefs d'entreprise et des consommateurs. Compte tenu du recul prévu de l'inflation en 2012, le taux directeur central a été ramené à 1 % au terme de deux baisses de 25 points de base chacune, en novembre et en décembre. Conformément à son mandat, l'Eurosystème a ainsi concouru à ancrer les anticipations d'inflation, une condition essentielle pour sauvegarder la stabilité des prix à moyen terme et prévenir tant la déflation que l'inflation.
19. L'intensification de la crise de la dette publique, qui perturbait déjà gravement le fonctionnement du système bancaire et financier, a contraint le Conseil des gouverneurs à adopter de nouvelles mesures non conventionnelles. En août 2011, il a été convenu, dans le cadre du programme pour les marchés de titres, d'étendre les achats d'obligations d'État aux titres des dettes publiques espagnole et italienne. En octobre, le Conseil des gouverneurs a fait part de la mise en œuvre d'un deuxième programme d'achat d'obligations sécurisées. Deux opérations supplémentaires de refinancement à plus long terme ont été annoncées, l'une pour octobre, l'autre pour décembre 2011, d'une durée respective de quelque douze et treize mois. Un ensemble de mesures supplémentaires de soutien au crédit ont été approuvées en décembre. Elles incluent deux opérations de refinancement d'une durée de trois ans assorties d'une option de remboursement anticipé après un an, un abaissement de 2 à 1 % du taux des réserves obligatoires et un élargissement de la liste des garanties éligibles.
20. Dans le cadre de la gestion européenne de la crise, des financements d'urgence ont été élaborés pour plusieurs pays, en collaboration avec le FMI. Ils étaient liés à des conditions strictes, sous la forme de mesures économiques drastiques. Comme cela avait été le cas pour la Grèce et l'Irlande en 2010, un programme a été mis en place pour le Portugal en mai 2011.

Les trois pays ont, depuis lors, réalisé des progrès en matière de consolidation budgétaire et, à l'exception de la Grèce, de rétablissement de leur compétitivité. L'Irlande a affiché des résultats particulièrement encourageants. En revanche, nonobstant des mesures ambitieuses, la Grèce n'a pas encore enregistré d'avancées suffisantes, en raison, notamment, de la contraction de la production, et le Conseil européen a décidé, en juillet et en octobre 2011, de mettre sur pied un nouveau plan d'aide, qui associe le secteur privé.

21. L'Union européenne a également institué de nouveaux mécanismes de lutte contre la crise. Ceux-ci s'inscrivent dans un ensemble de réformes qui, en renforçant sensiblement la gouvernance économique européenne, s'attaquent aux causes de la crise de la dette souveraine.
22. En mai 2010, deux mécanismes temporaires de stabilisation financière ont été créés : le Mécanisme européen de stabilisation financière (MESF) et le Fonds européen de stabilité financière (FESF). Lors du sommet européen de décembre 2010, il a été décidé de procéder à une modification limitée du traité, portant sur la création d'un futur mécanisme de crise permanent, le Mécanisme européen de stabilité (MES). À l'occasion du sommet de la zone euro du 21 juillet 2011, les chefs d'État ou de gouvernement de la zone euro ont convenu d'accroître la flexibilité du FESF et du MES, les deux mécanismes pouvant aussi être activés pour octroyer des crédits à des pays qui ne font pas l'objet d'un programme économique, pour recapitaliser des établissements financiers et pour intervenir sur les marchés obligataires secondaires. Lors du sommet de la zone euro du 26 octobre 2011, la décision a été prise d'augmenter la force de frappe du FESF grâce à un effet de levier. Les participants au sommet de la zone euro du 9 décembre 2011 se sont, en outre, mis d'accord pour avancer à juillet 2012 l'entrée en vigueur du traité instituant le MES. Ce dernier sera également ajusté : d'une part, s'agissant de la participation du secteur privé, l'on respectera à la lettre les principes et pratiques du FMI, d'autre part, une procédure d'urgence sera intégrée aux règles en matière de vote. Par ailleurs, les États membres envisageront la mobilisation de ressources supplémentaires en faveur du FMI, sous la forme de prêts bilatéraux.
23. Pour résoudre durablement la crise de la dette souveraine en Europe, il convient évidemment d'en combattre les causes. La gouvernance économique, qui renforce le pilier économique de l'UEM, est ainsi devenue un thème majeur. Dans ce cadre, un groupe de travail a été mis sur pied, sous la direction du Président permanent du Conseil européen, Herman Van Rompuy. Le rapport final de ce groupe a été approuvé lors du Conseil européen d'octobre 2010. En vue de renforcer la gouvernance économique, la Commission européenne a élaboré, à la fin de septembre 2010, six propositions législatives, connues sous le nom de « Six-Pack ». Le Parlement européen les a entérinées le 28 septembre 2011, et le Conseil Ecofin le 4 octobre 2011. Le premier objectif poursuivi est d'améliorer la discipline budgétaire par la voie d'un durcissement du pacte de stabilité et de croissance. Pour relever la force exécutoire du pacte, des sanctions peuvent être appliquées à un stade plus précoce, dans le cadre du volet préventif, et la règle de la majorité inversée a été introduite pour les entériner. En vertu de cette nouvelle règle, les recommandations de la Commission européenne sont réputées adoptées à moins que le Conseil, statuant à la majorité qualifiée, ne décide de les rejeter. Le second objectif est d'instituer une surveillance des déséquilibres macroéconomiques et de la compétitivité. À cet effet, une nouvelle « procédure concernant les déséquilibres excessifs » a été mise en place. En outre, la coordination ex ante des politiques économiques a été intensifiée par l'instauration de ce qu'il est convenu d'appeler le semestre européen. Il s'agit d'établir un calendrier unique applicable à l'ensemble des mécanismes de surveillance, et de rendre obligatoire la présentation des programmes nationaux de réforme et des programmes de stabilité ou de convergence à la Commission européenne dès le printemps. Le semestre européen est entré en vigueur le 1^{er} janvier 2011.

24. Lors du sommet européen du 9 décembre 2011, il a été convenu de progresser sur la voie d'une union économique plus forte, en adoptant, en particulier, un nouveau pacte budgétaire. Celui-ci instaure une nouvelle règle budgétaire, en vertu de laquelle le déficit structurel annuel ne peut, d'une manière générale, excéder 0,5 % du PIB. Cette règle devra être intégrée dans les systèmes juridiques nationaux des États membres au niveau constitutionnel ou équivalent. Un mécanisme de correction automatique est prévu si l'on s'en écarte. De plus, la coordination de la politique économique sera accrue. Ainsi, les règles régissant la procédure de déficit public excessif seront plus strictes, notamment en étendant le recours à la majorité inversée.
25. Au total, les bases d'un renforcement substantiel de la gouvernance économique européenne ont été posées en 2011. Le « Six-Pack » et le nouveau pacte budgétaire revêtent une importance particulière. Une mise en œuvre efficace et une application rigoureuse de ces accords seront cruciales pour restaurer la confiance des marchés financiers. La consolidation budgétaire doit cependant s'accompagner d'un programme énergique et ambitieux de réformes structurelles, essentiel pour relever la compétitivité et le potentiel de croissance de la zone euro. Il faudra aussi poursuivre la mise en œuvre des nouveaux mécanismes de lutte contre la crise, pour apaiser les tensions sur les marchés financiers. L'Eurosystème, lui, continuera de remplir son rôle de pourvoyeur de stabilité : la meilleure contribution qu'il puisse apporter à une croissance durable, à la création d'emplois et à la stabilité financière est de garantir la stabilité des prix et d'ancrer les anticipations d'inflation.

4. Un nouveau cadre pour la stabilité financière en Europe et en Belgique

26. La crise financière a aussi mis en évidence le besoin d'un renforcement des modalités d'organisation de la fonction prudentielle en Europe, qui doit s'inscrire dans la perspective plus large de l'adaptation de la structure de gouvernance de l'UE. Une étape importante a été franchie avec la mise en place, le 1^{er} janvier 2011, du Comité européen du risque systémique (CERS), organe européen de surveillance macroprudentielle, et des Autorités européennes de surveillance (AES), chargées de consolider le contrôle microprudentiel en Europe, entre autres pour les aspects transfrontaliers, dans les trois secteurs des banques, des assurances et des marchés de valeurs mobilières. Ensemble, le CERS et les trois AES ont un rôle primordial à jouer dans la détection des risques systémiques, dans l'amélioration et l'harmonisation des pratiques de contrôle et dans la coopération entre autorités nationales, notamment en émettant des recommandations ou en édictant des normes de supervision.
27. L'insertion harmonieuse de la Belgique dans ce cadre européen a été facilitée par la mise en œuvre, le 1^{er} avril 2011, d'un nouveau modèle, dit « Twin Peaks », qui confie à la Banque le contrôle prudentiel des établissements financiers, tandis qu'une autre institution, l'Autorité des services et marchés financiers (FSMA), est chargée de veiller au bon fonctionnement des marchés de titres, au respect des règles de conduite et à la protection des consommateurs. L'intégration, au sein d'une seule autorité, de la surveillance de la stabilité du système financier dans son ensemble et de chacun des établissements qui le composent permet de confronter l'examen des entreprises individuelles à des analyses systématiques par catégorie de risques.
28. Ces nouvelles structures de supervision, qui ont été immédiatement éprouvées par les tensions sur les marchés financiers, doivent s'appuyer sur le durcissement de la réglementation, visant en particulier à améliorer rapidement la solvabilité des banques. Le versement de dividendes ou le paiement de bonus doit être rigoureusement subordonné à une mise en conformité avec les nouvelles règles du Comité de Bâle. Ces normes impliquant un relèvement substantiel des fonds propres, le Comité a prévu une assez longue période de transition, pour donner aux établissements le temps de s'y adapter. La longueur et la difficulté de ce processus d'ajustement

suscitent toutefois l'inquiétude des marchés et font peser le risque d'une restriction des crédits bancaires, néfaste pour l'économie.

29. Ces problèmes se sont surtout fait sentir lors des tests de résistance des banques systémiques de l'UE, coordonnés par l'Autorité bancaire européenne (ABE). Certes, un premier exercice réalisé au cours du premier semestre de 2011 a amené plusieurs établissements à anticiper la publication des résultats, à la fin du mois de juillet, en procédant, en début d'année, à des augmentations de capital ou à de nouvelles restructurations. Ces dispositions n'ont cependant eu que peu d'échos, car les marchés ont principalement concentré leur attention sur l'effort restant encore à accomplir. L'ABE a donc été amenée à effectuer un nouveau test en fin d'année, ciblant spécifiquement les risques liés aux expositions souveraines des grandes banques européennes. Si cet exercice supplémentaire a spécialement mis l'accent sur les incidences négatives que les moins-values sur les dettes des États ont sur la solvabilité, il a également fait ressortir les énormes contraintes auxquelles les établissements de crédit doivent faire face pour améliorer leur capitalisation. Les possibilités offertes par la mise en réserve des bénéfices, qui constitue l'option la plus naturelle, sont limitées par la situation conjoncturelle qui grève la rentabilité, tandis que les conditions de marché actuelles rendent les nouvelles émissions de capital, sinon impossibles, du moins extrêmement onéreuses. Les banques peuvent alors être tentées de réduire rapidement la taille de leur bilan, fût-ce au prix d'une contraction de l'offre de crédits. Un tel rationnement ne se manifeste pas encore en Belgique, mais des signes avant-coureurs semblent exister dans certains pays de l'UE.
30. L'harmonisation européenne de la définition et du calibrage du capital ne se limite pas au secteur des banques, mais couvre aussi celui des assurances, pour lequel un nouveau régime, dit Solvabilité II, sera progressivement introduit en 2013, pour entrer pleinement en vigueur le 1^{er} janvier 2014. Par ailleurs, outre le niveau des fonds propres, la réglementation cherche à couvrir plusieurs autres dimensions. De nombreux progrès restent notamment à accomplir en matière de quantification des risques, car il subsiste de grandes divergences, tant dans les modèles internes des banques individuelles que dans les pratiques des autorités de contrôle nationales. La crise de la dette souveraine a ainsi montré que les risques sur des expositions a priori très standardisées, comme un portefeuille de titres d'un État, pouvaient être pondérés de manière très hétérogène.
31. Des phénomènes de contagion, liés aux interconnexions entre établissements ou entre marchés, peuvent également générer des risques systémiques de nature à mettre en péril la stabilité d'ensemble d'un ou de plusieurs systèmes financiers nationaux. Les États membres de l'UE devraient donc pouvoir garder, dans des limites bien circonscrites, une certaine latitude pour poser des exigences minimales plus strictes si des impératifs de nature macroprudentielle le justifient.
32. Enfin, il faut s'assurer que les établissements de crédit disposent en suffisance, à leur actif, d'avoirs liquides de haute qualité et, à leur passif, de sources stables de financement leur permettant de faire face à des problèmes de liquidité. Si ces nouvelles exigences prudentielles doivent, avant tout, être respectées au niveau consolidé, elles devraient aussi l'être pour les composantes individuelles, ce qui implique de plafonner les flux intragroupes et de contenir d'éventuels risques de concentration d'expositions d'une entité vis-à-vis de l'autre.
33. Certes, de telles dispositions vont constituer des contraintes pour les grands établissements de crédit. Ces restrictions seront cependant inévitables tant que la gestion et la résolution des crises bancaires resteront essentiellement du ressort des autorités nationales. Les récents développements ont, en effet, rappelé que les procédures européennes en cette matière demeurent embryonnaires. En vue de réduire les coûts et de répartir de manière équitable la charge de défaillances bancaires qui touchent des établissements transfrontaliers, la Commission européenne élabore des propositions visant à renforcer et à harmoniser l'arsenal des mesures

préventives, curatives et de résolution, parmi lesquelles une participation des créanciers, des mécanismes de coordination entre autorités nationales et un rôle de médiation pour l'ABE en cas de désaccord.

5. La crise de la dette souveraine et le système financier belge

34. Le problème des dettes souveraines est venu raviver des handicaps structurels mis en lumière par la crise de 2008 et que le secteur financier n'avait, depuis, que partiellement corrigés. Les bilans de certaines banques européennes sont toujours surdimensionnés et comportent de nombreux actifs peu liquides. Souvent, les plans de restructuration et de cession d'activités n'ont pu être menés à terme, en raison d'un environnement financier défavorable, tandis que la réorientation vers des sources de financement plus stables et le renforcement de la structure de capital réclament du temps. En Belgique, ces problèmes se posent en particulier aux banques systémiques, forcées par la crise financière à réviser un modèle d'entreprise qu'elles avaient élaboré il y a déjà de nombreuses années. À l'époque, ces banques avaient cherché, en s'implantant aussi sur des marchés étrangers, à valoriser l'avantage concurrentiel que représentait le fait de disposer d'une solide base de dépôts excédant nettement les besoins de financement de l'économie nationale.
35. Leur politique d'expansion internationale a longtemps pu bénéficier d'un assez large consensus social car elle était source d'emplois, de recettes fiscales et de développements de centres d'expertise en Belgique. Elle a néanmoins soulevé deux types de problèmes. En premier lieu, les besoins de financement entraînés par les nouvelles activités ont rapidement excédé les ressources nettes collectées auprès des déposants belges, forçant les banques à recourir au marché interbancaire international, dont l'assèchement a été l'une des caractéristiques essentielles des deux crises récentes. Par ailleurs, les banques belges ont, en partie, cédé à l'illusion, commune à de nombreux établissements financiers d'autres pays, d'attribuer trop vite à leur seule bonne gestion ou aux seuls fruits d'une politique de diversification réussie un surcroît de rentabilité lié, dans une large mesure, à une prise de risques plus agressive. Dans certains cas, a fortiori dans celui du groupe Dexia, ce problème de contrôle a pu être amplifié par un système de gouvernement d'entreprise où les activités étaient en partie gérées par des entités, et supervisées par des autorités, de pays différents.
36. La crise de 2008 a donné un coup d'arrêt brutal à cette période d'expansion. Elle a contraint les grandes banques belges à lancer, en concertation avec les autorités belges et européennes, de vastes programmes de restructuration. Le processus d'exécution de ces plans, qui ont bénéficié de substantielles aides des pouvoirs publics, a toutefois crûment mis en lumière le décalage entre la durée requise pour planifier et réorienter des activités financières de plus en plus complexes et le rythme des réactions du marché. Les mesures prises ont contribué à atténuer les profils de risque, à réduire le recours au financement de gros, à renforcer les fonds propres et à redresser la rentabilité. Après avoir essuyé une perte sévère de 21,2 milliards d'euros en 2008, le secteur bancaire belge a ainsi pu contenir son déficit à 1,2 milliard en 2009, dégageant un profit de 5,6 milliards en 2010. La résurgence des tensions sur les marchés financiers en 2011 s'est, cependant, marquée par une nouvelle dégradation des résultats, qui ont, globalement, juste atteint l'équilibre sur les neuf premiers mois de l'année.
37. Le groupe Dexia a été particulièrement touché, du fait de sa forte dépendance à l'égard des financements interbancaires et de ses expositions élevées aux risques souverains ou à d'autres administrations publiques, ce qui a nécessité une réorganisation en profondeur de ce groupe. Les États belge, français et luxembourgeois ont octroyé à celui-ci une garantie de financement d'un montant maximum de 90 milliards d'euros, et plusieurs entités du groupe ont été mises sur le marché. Dexia Banque Belgique et sa filiale Dexia Assurance Belgique ont été acquises par l'État belge pour 4 milliards. La Banque a contribué à la conception du plan de restructuration,

notamment sur les aspects relatifs au redéploiement des activités belges au sein d'une structure indépendante, ce qui devrait réduire les risques systémiques et maintenir les activités commerciales en Belgique.

38. Le ralentissement économique et ses effets sur l'emploi sont une autre source de risques pour le secteur financier, lesquels se matérialisent plus spécifiquement sur certains marchés extrêmement sensibles à la conjoncture, tel celui de l'immobilier. Des intermédiaires financiers belges ont ainsi dû constituer d'amples provisions sur les crédits hypothécaires accordés dans des pays comme l'Irlande et la Hongrie. S'il n'y a actuellement pas de signes manifestes d'une nette détérioration du marché immobilier en Belgique, la hausse des prix, qui ne s'y est guère interrompue, appelle d'autant plus à la vigilance qu'une nouvelle augmentation du chômage pourrait peser sur les capacités de remboursement des emprunteurs. Par ailleurs, l'extension des effets de la crise de la dette souveraine à un plus grand nombre d'États de la zone euro a également touché plusieurs banques ou compagnies d'assurances belges, du fait de la part prépondérante que ces deux secteurs ont pris, de longue date, dans le financement des dettes publiques.
39. Le repli partiel des grandes banques sur leur marché domestique replace, en fait, au premier plan les forces et les faiblesses structurelles avec lesquelles le secteur financier avait précisément tenté de composer en se lançant dans son expansion internationale. Le marché financier belge est densément couvert et offre donc, globalement, des possibilités limitées d'accroissement des profits, ce qui constitue un handicap dans un contexte où la rétention de bénéfices est considérée comme un important mode d'accumulation de fonds propres. En revanche, du fait de la réduction des activités étrangères, les dépôts collectés auprès des ménages entrent pour une plus large part dans la structure globale de financement des banques belges, tout en exerçant aussi un pouvoir d'attraction sur des groupes bancaires étrangers incités à s'établir en Belgique. Si les financements assez stables, qui reposent sur les dépôts des particuliers, doivent pouvoir circuler librement au sein du marché unique, les règles de bonne gestion réclament une fixation correcte de leurs prix internes de transfert entre les différentes activités et les diverses filiales d'un même groupe bancaire, d'autant plus que les intermédiaires financiers sont en concurrence avec les marchés de titres, qui mettent en contact immédiat prêteurs et emprunteurs. Le récent succès de l'appel direct de l'État belge aux particuliers lors de l'émission des derniers bons d'État est un exemple des glissements possibles entre canaux de financement. Il montre que les subventions croisées entre produits ou marchés financiers seront de moins en moins faciles à maintenir et à justifier, qu'elles soient motivées par des stratégies commerciales ou s'appuient sur des réglementations fiscales.

6. La politique économique en Belgique : consolider les finances publiques et rehausser le potentiel de croissance

40. Le renforcement de la gouvernance économique à l'échelle européenne influence grandement la politique économique belge, qui doit s'y conformer. Le nouveau cadre européen permet d'augmenter la transparence de la politique belge, d'en asseoir la crédibilité et de lui donner des lignes directrices claires. Celles-ci coïncident d'ailleurs avec les défis que doit surmonter la politique en Belgique, à savoir la consolidation des finances publiques, lesquelles seront, comme dans la plupart des autres pays, affectées par l'accroissement des charges du vieillissement, et le relèvement du potentiel de croissance, de manière à permettre à la Belgique d'affirmer sa position dans une économie mondialisée.
41. L'année 2011 n'a pas seulement été marquée par des développements substantiels dans la gouvernance économique européenne : en Belgique, le nouvel accord de gouvernement prévoit une sixième réforme de l'État, qui ouvrira la voie à un important transfert de compétences de

l'État fédéral aux communautés et régions, à une autonomie fiscale accrue des régions et à une révision de la loi spéciale relative au financement des communautés et des régions.

42. En 2011, l'économie belge a relativement bien résisté, grâce aux bonnes performances réalisées au début de l'année. Le PIB aurait augmenté de 1,9 %, ce qui est, de nouveau, nettement au-delà de la moyenne de la zone euro (1,6 %), mais représente un ralentissement par rapport à 2010 (2,3 %). À la différence de l'année précédente, les dépenses intérieures ont été le principal moteur de la croissance. Sur l'ensemble de l'année, l'emploi aurait progressé de quelque 56 000 unités, tandis que le taux de chômage harmonisé serait revenu de 8,4 % en 2010 à 7,3 %. Ces résultats annuels favorables sont largement attribuables à un premier semestre robuste, s'inscrivant dans le prolongement de 2010, alors que la croissance a donné des signes d'essoufflement au deuxième trimestre, avant de devenir très légèrement négative au second semestre.
43. Grâce aux bons résultats relatifs de l'économie belge, les écarts de rendement entre les emprunts de l'État belge et ceux de l'Allemagne sont demeurés assez limités ces dernières années, même s'ils s'étaient déjà creusés en 2010, du fait, principalement, de la crise de la dette souveraine. À partir de l'été de 2011, cependant, lorsque cette dernière s'est considérablement amplifiée, l'écart de taux des obligations linéaires à dix ans s'est fortement élargi, atteignant plus de 300 points de base, sous l'effet, surtout, de la crise politique en Belgique et de son corollaire, l'absence de réponse énergique de la politique économique. L'écart s'est à nouveau resserré à la fin de l'année. La formation d'un nouveau gouvernement en décembre 2011, au terme d'une crise politique qui aura duré 541 jours, et l'adoption, conformément aux obligations européennes, d'un programme ambitieux, mais indispensable, permettent d'espérer de réels progrès en matière de consolidation des finances publiques et de renforcement du potentiel de croissance de l'économie belge. Une mise en œuvre rigoureuse et un suivi strict de ce programme sont nécessaires, compte tenu, entre autres, de la détérioration des perspectives économiques. En outre, des mesures additionnelles devront être prises, et ce dans un cadre pluriannuel, pour que la Belgique puisse honorer les engagements inscrits dans les programmes nationaux de stabilité et de réforme.
44. Les finances publiques constituent le premier défi. Depuis 2009, année où la crise économique a grandement aggravé le déficit public, la Belgique compte parmi les pays en situation de déficit public excessif. Le programme de stabilité d'avril 2011 prévoyait une réduction du déficit à 3,6 % du PIB en 2011 et un retour à l'équilibre en 2015. L'objectif fixé pour 2011 n'a pas été atteint. Le déficit s'élèverait, comme en 2010, à 4 % du PIB, en raison, essentiellement, d'une diminution trop limitée du déficit structurel. En 2011, le déficit belge se situait à un niveau similaire à la moyenne de la zone euro. La dette publique belge serait, quant à elle, passée de 96,2 % du PIB en 2010 à 98,6 % en 2011. Bien que ce ratio reste supérieur à celui de la zone euro, l'écart a sensiblement rétréci, revenant de quelque 40 % en 2000 à 10 % en 2011.
45. Une innovation de taille apportée au pacte de stabilité et de croissance est que celui-ci accorde désormais plus d'attention à l'endettement. Un allègement de la dette publique est plus que nécessaire en Belgique. En effet, un taux d'endettement trop élevé induit une grande vulnérabilité des finances publiques, a fortiori dans un climat d'incertitude sur les marchés financiers, puisque la prime de risque sur les titres publics belges est susceptible de s'accroître, ce qui nuirait à la soutenabilité des finances publiques. L'incidence budgétaire du vieillissement vient encore aviver ce problème. Le relèvement des taux d'intérêt qui pourrait découler de ces facteurs briderait, en outre, les investissements des entreprises, entamant le potentiel de croissance de l'économie.
46. Rapportée au PIB, l'incidence budgétaire attendue du vieillissement s'est, de surcroît, considérablement alourdie ces dernières années. Cette évolution est imputable non seulement à certaines mesures prises par les pouvoirs publics, mais aussi à la crise économique et financière,

qui a entraîné un affaiblissement du potentiel de croissance de l'économie. Il est donc impératif d'adopter des mesures structurelles qui freineront les coûts budgétaires liés au vieillissement.

47. Le nouveau budget fédéral comporte des mesures importantes destinées à ramener la Belgique sur la trajectoire du programme de stabilité, et ce dans le cadre d'une approche pluriannuelle. Une mise en œuvre énergique et un suivi attentif du budget sont essentiels. Si l'objectif de déficit fixé pour 2012 venait à être compromis, il conviendrait de prendre sans délai les mesures nécessaires pour garantir une consolidation budgétaire durable. Il serait, par ailleurs, opportun d'élaborer un véritable budget pluriannuel.
48. Enfin, une stabilité politique et institutionnelle accrue peut également contribuer à améliorer et à consolider les finances publiques. Dans cette optique, il importe que les différents niveaux de pouvoir s'engagent, à court comme à long termes, concernant leurs finances. Le succès de la stratégie de consolidation dépendra aussi d'un renforcement des institutions et procédures budgétaires. Une étroite coordination budgétaire entre les entités fédérées et le pouvoir fédéral s'impose pour éviter que les engagements pris dans le programme de stabilité ne perdent leur crédibilité. La Belgique devra, au demeurant, se conformer aux exigences de la nouvelle gouvernance européenne. Ainsi, un nouveau pacte budgétaire a été adopté lors du sommet des chefs d'État ou de gouvernement de la zone euro de décembre 2011. Il met en place une nouvelle règle budgétaire, selon laquelle le déficit structurel annuel ne pourra, d'une manière générale, dépasser 0,5 % du PIB. Celle-ci devra être intégrée dans l'ordre juridique belge au niveau constitutionnel ou équivalent. L'objectif budgétaire de moyen terme que s'est fixé la Belgique, à savoir atteindre un excédent structurel de 0,5 % du PIB pour l'ensemble des administrations publiques, doit rester intact: il est plus contraignant que la nouvelle règle budgétaire, parce que la dette publique belge est supérieure à la valeur de référence de 60 % du PIB et que l'on prévoit une incidence budgétaire du vieillissement plus lourde en Belgique qu'en moyenne dans l'UE. Pour renforcer le cadre budgétaire belge, il faudra, de plus, disposer en temps utile de données fiables sur l'ensemble du secteur public. Dans un pays aussi décentralisé que la Belgique, tous les niveaux de pouvoir devront dès lors satisfaire aux nouvelles obligations européennes en matière de reporting.
49. Le relèvement du potentiel de croissance de l'économie belge est le deuxième défi que devront surmonter les responsables politiques. Pour y parvenir, des réformes structurelles seront indispensables. Elles auront pour objectif de promouvoir l'entrepreneuriat durable, l'innovation et un plus grand dynamisme économique. Le succès de celles-ci reposera sur la coopération de tous les acteurs économiques.
50. Ces réformes devront porter tout particulièrement sur le marché du travail, où l'offre devra être accrue sur les plans non seulement quantitatif mais aussi qualitatif. Chercher à augmenter l'offre de travail alors que le ralentissement conjoncturel affaiblit la dynamique de la demande n'est paradoxal qu'en apparence. D'une part, certains postes vacants sont structurellement difficiles, voire impossibles, à pourvoir – ce sont les fonctions dites critiques –, et un redressement de l'économie accentuera vite les pénuries de main-d'œuvre, comme lors de la reprise en 2010. D'autre part, il y a lieu de tenir compte du délai de mise en œuvre de certaines mesures. À la suite de la nouvelle réforme de l'État, les autorités régionales disposeront, à l'avenir, de davantage de leviers en matière de politique de l'emploi. Il leur appartiendra donc de réagir plus rapidement aux besoins spécifiques du marché du travail de leur région et de contribuer à améliorer le fonctionnement du marché du travail en Belgique. Une collaboration entre les différents pouvoirs, destinée au renforcement mutuel de l'efficacité des mesures prises, sera bien entendu incontournable.
51. Pour augmenter l'offre de travail et, partant, le potentiel de croissance de l'économie, il est essentiel de relever le taux d'emploi. Celui de la population âgée de 20 à 64 ans est toujours en deçà de la moyenne européenne. Dans le cadre de la stratégie *Europe 2020*, la Belgique

s'est fixé pour objectif de le porter de 67,6 % en 2010 à 73,2 % en 2020. Il importe dès lors de promouvoir l'emploi. L'accord de gouvernement comporte plusieurs mesures allant dans ce sens. Les demandeurs d'emploi seront davantage incités à trouver un travail ou à en accepter un. Parallèlement, les efforts d'accompagnement et de formation des chômeurs devront être intensifiés, de manière à faciliter leur insertion. L'on pourra ainsi contrer le chômage de longue durée, relativement élevé en Belgique. Le taux d'emploi des groupes à risque, notamment celui des personnes âgées de plus de 55 ans, doit aussi progresser. La réforme des pensions est un pas en avant décisif. Il convient, de surcroît, de favoriser l'insertion des jeunes, surtout faiblement qualifiés, et des allochtones dans le circuit du travail.

52. Il y a lieu non seulement d'élargir l'offre de travail, mais également d'améliorer sa qualité. Le relèvement des qualifications est primordial à cet égard. En particulier, il s'agit d'investir dans l'apprentissage des compétences propres aux fonctions critiques et aux emplois porteurs d'avenir. Dans le cadre de la stratégie *Europe 2020*, la Belgique s'est engagée à augmenter le nombre de jeunes adultes âgés de 30 à 34 ans titulaires d'un diplôme de l'enseignement supérieur et à réduire substantiellement le nombre de jeunes quittant l'école sans diplôme de l'enseignement secondaire inférieur. La formation tout au long de la vie doit aussi être stimulée. Un renforcement de la mobilité fonctionnelle et géographique de la main-d'œuvre peut également concourir à diminuer les inadéquations entre l'offre et la demande de travail.
53. L'accroissement du potentiel de croissance de l'économie belge suppose aussi de renforcer la compétitivité. Cette dernière dépend de plusieurs facteurs, parmi lesquels le type de produits offerts et l'évolution de la productivité, des prix et des salaires. Dans la zone euro, le nouveau pilier de surveillance macroéconomique accordera d'ailleurs une attention particulière à cette dimension.
54. Comme lors de la précédente poussée en 2007-2008, l'inflation s'est fortement accélérée en Belgique, passant de 2,3 % en 2010 à 3,5 % en 2011, soit un niveau sensiblement supérieur à la moyenne de la zone euro, laquelle s'est établie à 2,7 %. Ce rebond est largement imputable à l'envol des prix des produits énergétiques, qui ont crû de 17 %. Par le jeu des mécanismes d'indexation automatique, notamment, la flambée de l'inflation a entraîné une hausse plus soutenue des coûts salariaux horaires dans le secteur privé : elle a atteint 2,7 % en 2011, contre 0,9 % en 2010. Combinée au reflux conjoncturel des gains de productivité, celle-ci a contribué à une nette augmentation des coûts salariaux par unité produite, qui ont progressé dans le secteur privé de 2,5 % en 2011, alors qu'ils avaient été stables en 2010.
55. Une faiblesse de l'économie belge réside dans la forte sensibilité des prix à la consommation au renchérissement des matières premières, en raison, entre autres, du poids assez élevé des produits énergétiques dans l'indice des prix à la consommation et du niveau relativement moindre des accises, mais également de la tarification du gaz et de l'électricité, qui a intégralement répercuté la variabilité des prix de l'énergie sur l'utilisateur final. En 2011, près de la moitié de l'écart d'inflation vis-à-vis des trois pays limitrophes était attribuable aux prix de ces produits. Ce constat soulève des questions quant à la fiabilité des formules de tarification utilisées et à l'opportunité des indexations mensuelles de ces prix. Il serait avisé de réviser leur mode de tarification, et plus particulièrement le caractère automatique et mécanique des ajustements des prix. À cet égard, la transposition en droit belge du troisième « paquet » de directives sur l'énergie pourrait constituer une première impulsion. Il importe, par ailleurs, que le montant et la composition des tarifs de distribution, y compris des obligations de service public, soient examinés par les régulateurs compétents. Plus généralement, la concurrence doit être stimulée, en renforçant notamment le Conseil de la concurrence, et l'Observatoire des prix doit jouer pleinement son rôle. Enfin, il y a de la marge pour simplifier la réglementation dans une série de secteurs économiques, tel le commerce de détail.

56. S'agissant de l'évolution des coûts salariaux, les objectifs de la loi de 1996 relative à la promotion de l'emploi et à la sauvegarde préventive de la compétitivité n'ont pas été entièrement atteints. Ce constat résulte d'évolutions divergentes au regard des trois pays de référence, dans un contexte de hausses répétées des cours du pétrole. D'après le rapport technique du secrétariat du Conseil central de l'économie, sur l'ensemble de la période 1996-2011, les coûts salariaux horaires, abstraction faite des subventions salariales, ont augmenté moins rapidement qu'en France et qu'aux Pays-Bas, mais ont progressé à un rythme beaucoup plus soutenu qu'en Allemagne. Durant cette période, la croissance des coûts salariaux horaires en Belgique a été supérieure de 3,9 % à la moyenne des trois pays limitrophes. Il s'agit d'une légère amélioration comparé à la période 1996-2010, mais l'écart devrait se creuser de nouveau sur la période 1996-2012, pour s'établir à 4,6 %. Compte tenu de la dynamique plus défavorable de la productivité en Belgique, le handicap salarial en termes de coûts par unité produite dans les entreprises est plus large encore, puisqu'il est ressorti à quelque 13 % en 2011. Ces développements s'expliquent par une forte hausse du handicap vis-à-vis de l'Allemagne, laquelle dépasse nettement la légère embellie relevée par rapport à la France et aux Pays-Bas. Dans ce cadre, la tendance des exportations à croître plus lentement que dans les autres pays européens et l'ampleur du chômage de longue durée sont également préoccupantes. Il importe dès lors de laisser jouer pleinement les mécanismes de correction prévus par la loi. De manière plus générale, la formation des salaires devrait tenir davantage compte de l'évolution de la productivité, ainsi que de la spécificité des secteurs et des entreprises. Par ailleurs, il est important de corriger la vulnérabilité caractéristique de l'économie belge en cas de chocs externes, qui résulte, notamment, de la transmission rapide des prix de l'énergie à l'indice des prix à la consommation et, ensuite, en partie, aux salaires par le biais de l'indice-santé.
57. Enfin, pour consolider le potentiel de croissance de l'économie belge, il est vital de soutenir l'innovation, l'esprit d'entreprise et les conditions de développement durable. L'une des idées maîtresses de la stratégie *Europe 2020* est une croissance économique « intelligente ». Le renouvellement des structures productives et l'introduction de nouveaux produits, dont la demande est moins sensible aux prix, sont essentiels pour s'insérer dans une économie mondiale toujours plus intégrée et caractérisée par une concurrence croissante, particulièrement en provenance des pays émergents. La Belgique est encore trop peu spécialisée en produits à forte intensité de recherche et difficiles à imiter. En matière de politique d'innovation, les fers de lance sont la promotion de la R&D (les dépenses en ce domaine devraient s'élever à 3 % du PIB en 2020), la conversion des connaissances en innovation (en encourageant, entre autres, les échanges entre la communauté scientifique et les entreprises), la transformation de l'innovation en dynamique économique (notamment en stimulant l'esprit d'entreprise) et l'investissement dans le capital humain.
58. La politique d'innovation doit accorder une attention spéciale au développement et à la mise en œuvre de technologies plus respectueuses de l'environnement et contribuant à réduire la consommation de combustibles fossiles et d'autres matières premières. Une offre de biens et de services répondant à des critères de durabilité économique et écologique peut aussi créer de nouvelles opportunités en matière d'exportations. Une telle stratégie est le meilleur gage de prospérité de la population de notre pays.
59. L'organisation de la politique économique en Belgique connaît une profonde transformation. D'une part, du fait du renforcement de la gouvernance économique européenne, la politique économique nationale, en matières budgétaire et structurelle, doit s'inscrire dans un cadre plus strict et dans une perspective pluriannuelle. D'autre part, la réforme de l'État transfère d'importantes compétences, en particulier dans le domaine du marché du travail, aux entités fédérées, qui disposeront aussi d'une plus grande autonomie fiscale. Ce transfert peut ouvrir la voie à une politique plus efficace, qui pourrait contribuer à consolider les finances publiques et à rehausser le potentiel de croissance de l'économie belge. Il s'agit d'exploiter pleinement ces opportunités. C'est pourquoi il convient de mettre en place, au niveau belge également,

un système cohérent de gouvernance économique appelé à améliorer la coordination des politiques économiques, chaque niveau de pouvoir assumant clairement ses responsabilités, et à garantir que la politique remédie efficacement aux faiblesses de l'économie belge. En ces temps de crise économique et financière, il importe que les différentes autorités publiques de la Belgique mènent une politique économique solide, cohérente et crédible; ce faisant, elles raffermiront la confiance et favoriseront une croissance économique durable.

Bruxelles, le 1^{er} février 2012.

Banque nationale de Belgique
Société anonyme
RPM Bruxelles – Numéro d'entreprise : 0203.201.340
Siège social : boulevard de Berlaimont 14 – BE-1000 Bruxelles
www.bnb.be



Éditeur responsable

Luc Coene

Gouverneur

Banque nationale de Belgique
boulevard de Berlaimont 14 – BE-1000 Bruxelles

Personne de contact pour la publication

Luc Dufresne

Secrétaire général

Tél. +32 2 221 24 96 – Fax +32 2 221 30 91
luc.dufresne@nbb.be

Rapport 2011

Évolution économique et financière



© Banque nationale de Belgique

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

Table des matières

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

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

1. Économie mondiale

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

1.1 Activité économique

Vue d'ensemble

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

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

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

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

TABLEAU 1 PIB DANS LES PRINCIPALES ÉCONOMIES

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

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

Sources: CE, FMI, OCDE.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Principales économies hors de la zone euro

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

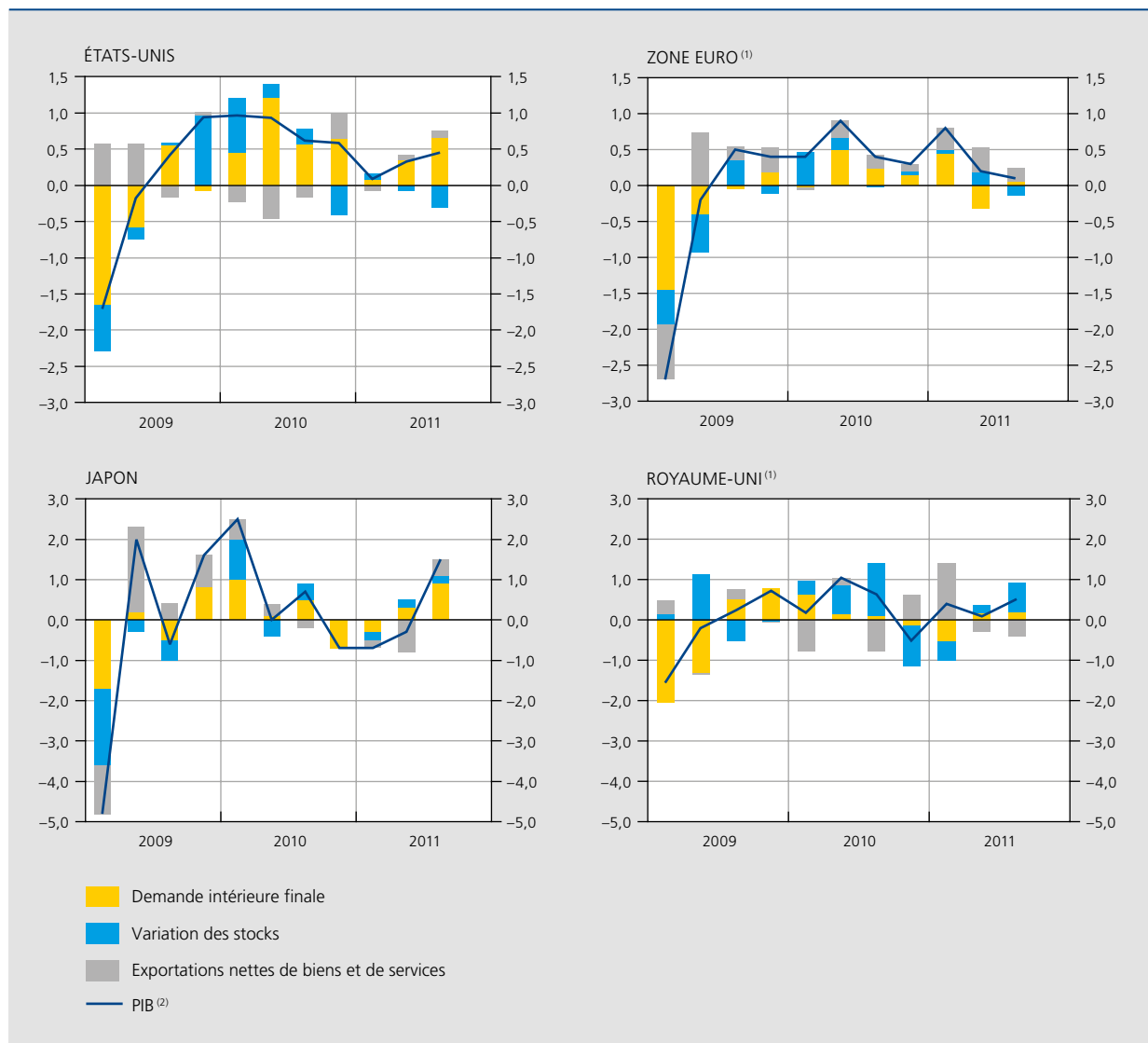
par les investissements des entreprises, ainsi que, dans une moindre mesure, par les exportations nettes; en revanche, la variation des stocks, les investissements en logements et les dépenses publiques y ont apporté une contribution négative.

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

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

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

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



Sources : CE, BEA, ESRI, ONS.

(1) Données également corrigées des effets de calendrier.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

1.2 Matières premières et échanges internationaux

Matières premières

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

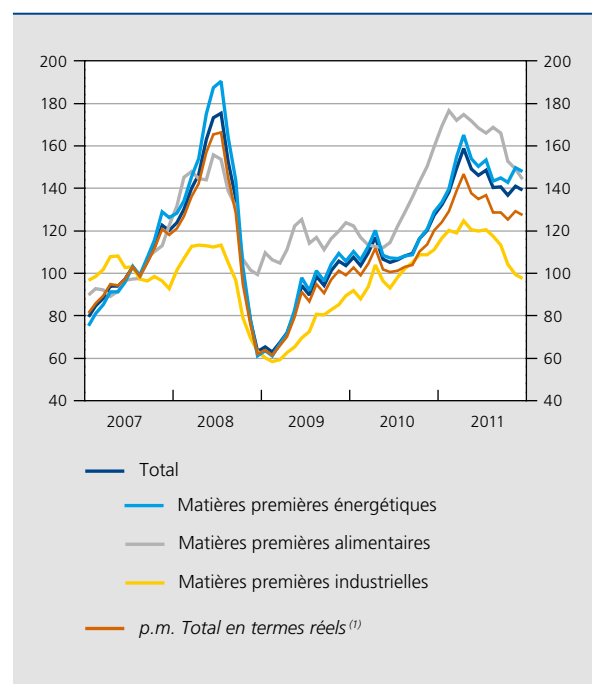
hausnière, entamée au début de 2009, s'est prolongée, sous l'impulsion de la reprise persistante de l'économie mondiale, des turbulences en Afrique du Nord et au Moyen-Orient, ainsi que de l'affaiblissement du dollar des États-Unis. Les prix de plusieurs matières premières ont ainsi atteint de nouveaux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

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

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

GRAPHIQUE 2 PRIX DES PRODUITS DE BASE

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

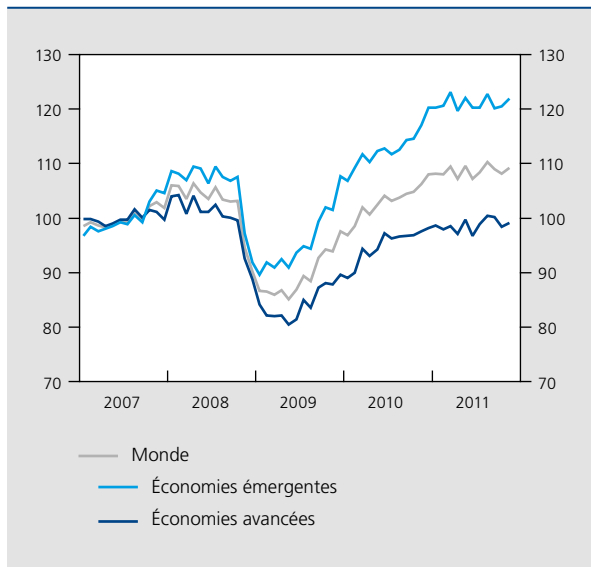


Source : HWWI.

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

GRAPHIQUE 3 ÉCHANGES INTERNATIONAUX DE BIENS

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



Source : CPB.

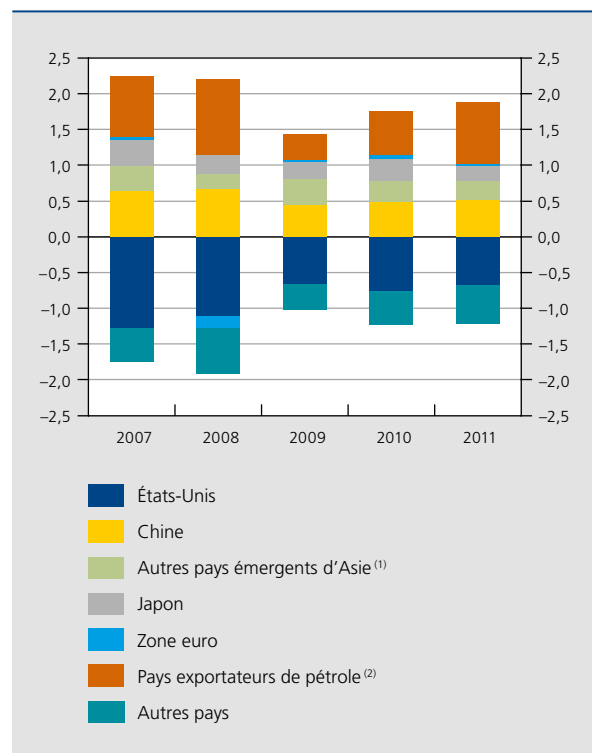
l'année, elles se sont envolées, atteignant, au début du mois de mai, un pic de 125,6 dollars le baril, sous l'effet d'une demande soutenue, conjuguée à l'incertitude au niveau de l'offre découlant, notamment, des événements en Afrique du Nord et au Moyen-Orient. La détérioration du climat économique,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

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

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

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

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



Source : FMI

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

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

Commerce mondial et soldes de la balance courante des paiements

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

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

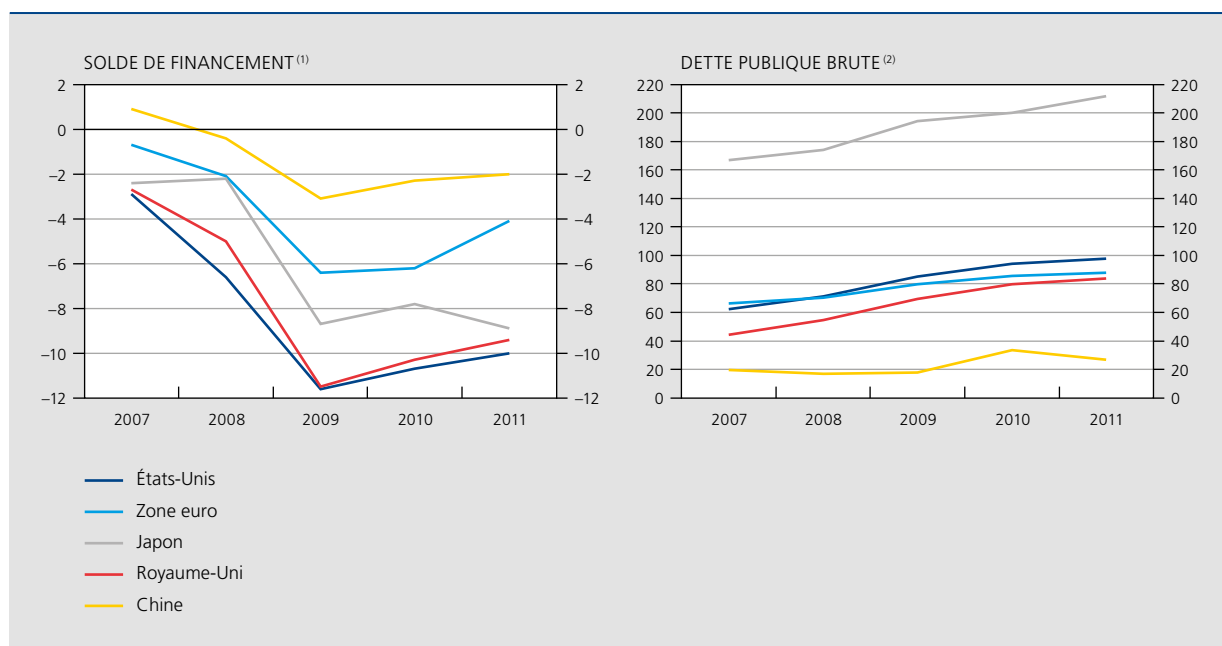
la détérioration des termes de l'échange. Toutefois, grâce à la hausse des revenus des investissements directs des États-Unis à l'étranger, le déficit courant est revenu, dans ce pays, de 3,2 à 3 % du PIB. En Chine, en dépit du frein à la croissance des importations que constitue le fléchissement de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

1.3 Politiques budgétaire et monétaire

Politique budgétaire

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

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



Sources : CE, FMI, OCDE.

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

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

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

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

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

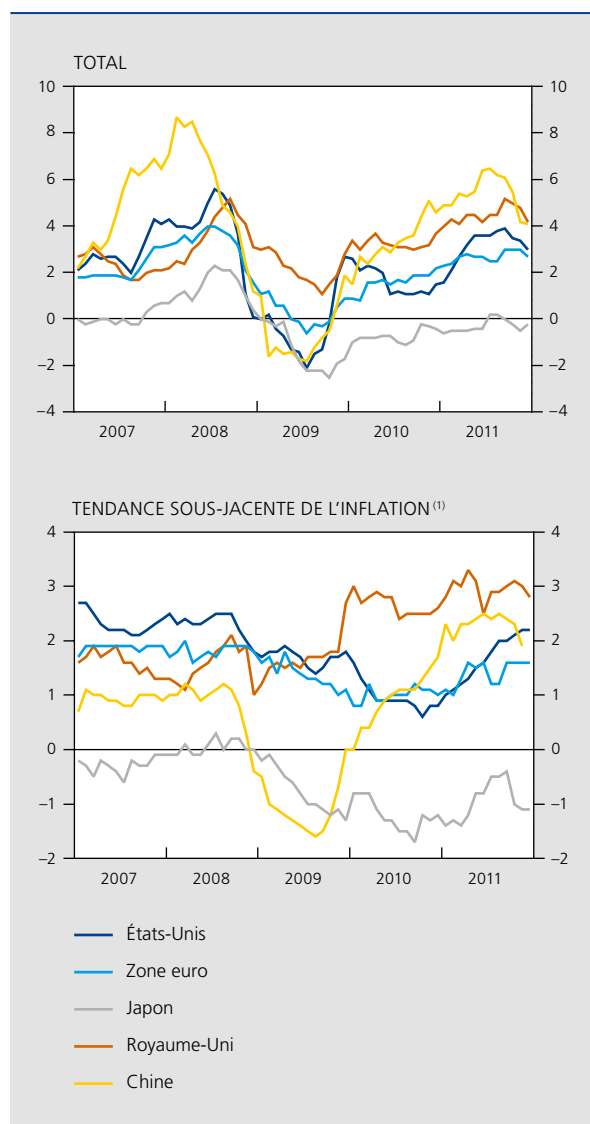
En **Chine**, le déficit des administrations publiques est revenu de 2,3 % du PIB en 2010 à 2 % en 2011. Cette amélioration, essentiellement d'ordre structurel, a résulté, principalement, d'un relèvement de la part des recettes publiques dans le PIB. Après la forte augmentation de la dette publique enregistrée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

Politique monétaire

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

GRAPHIQUE 6 PRIX À LA CONSOMMATION DANS LES PRINCIPALES ÉCONOMIES

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



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

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

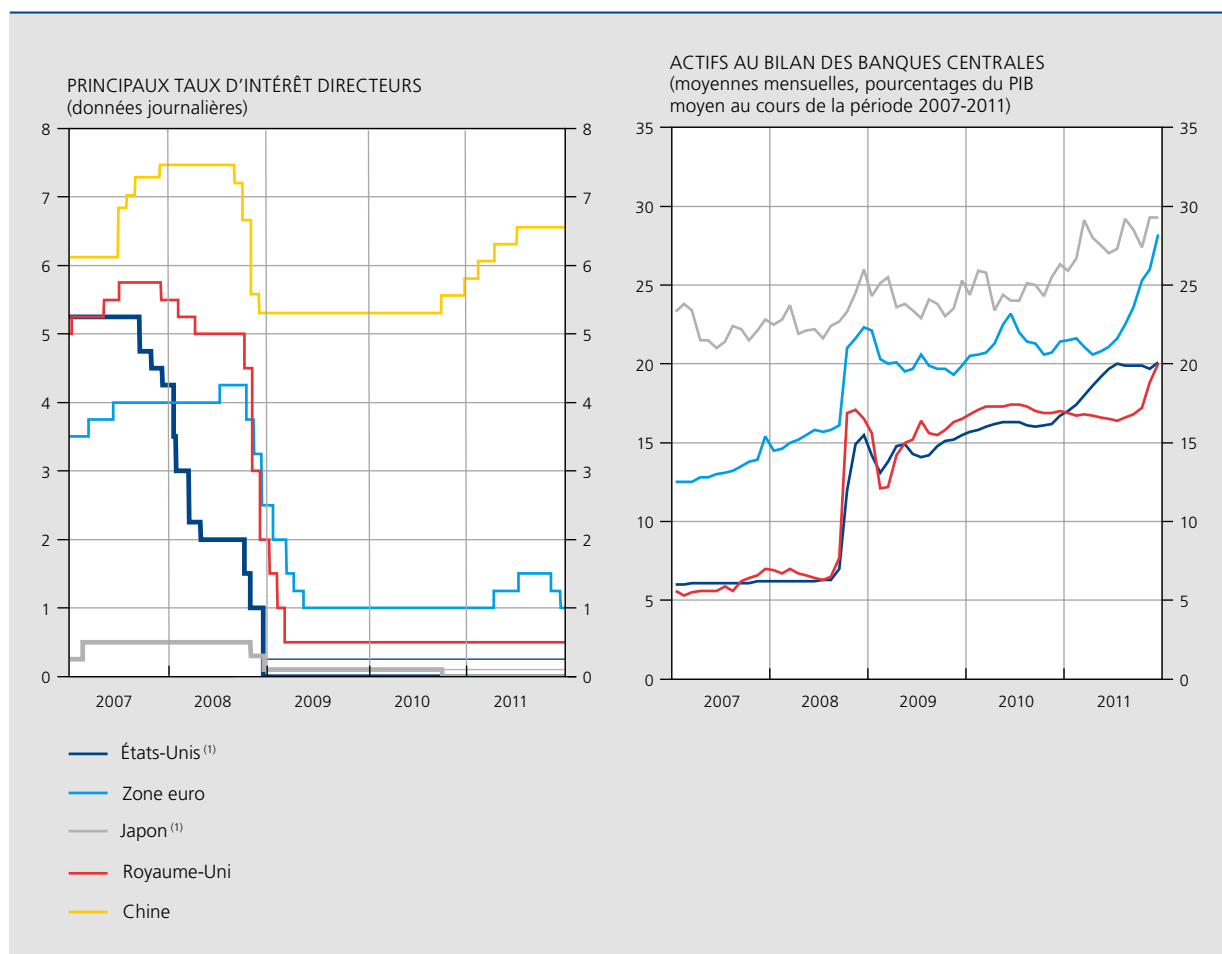
politique monétaire au début de l'année; ce resserrement ne s'est généralement pas prolongé au second semestre.

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

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

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

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



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

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

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

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

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

1.4 Marchés financiers internationaux

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

des craintes d'une forte détérioration des perspectives économiques.

Obligations souveraines

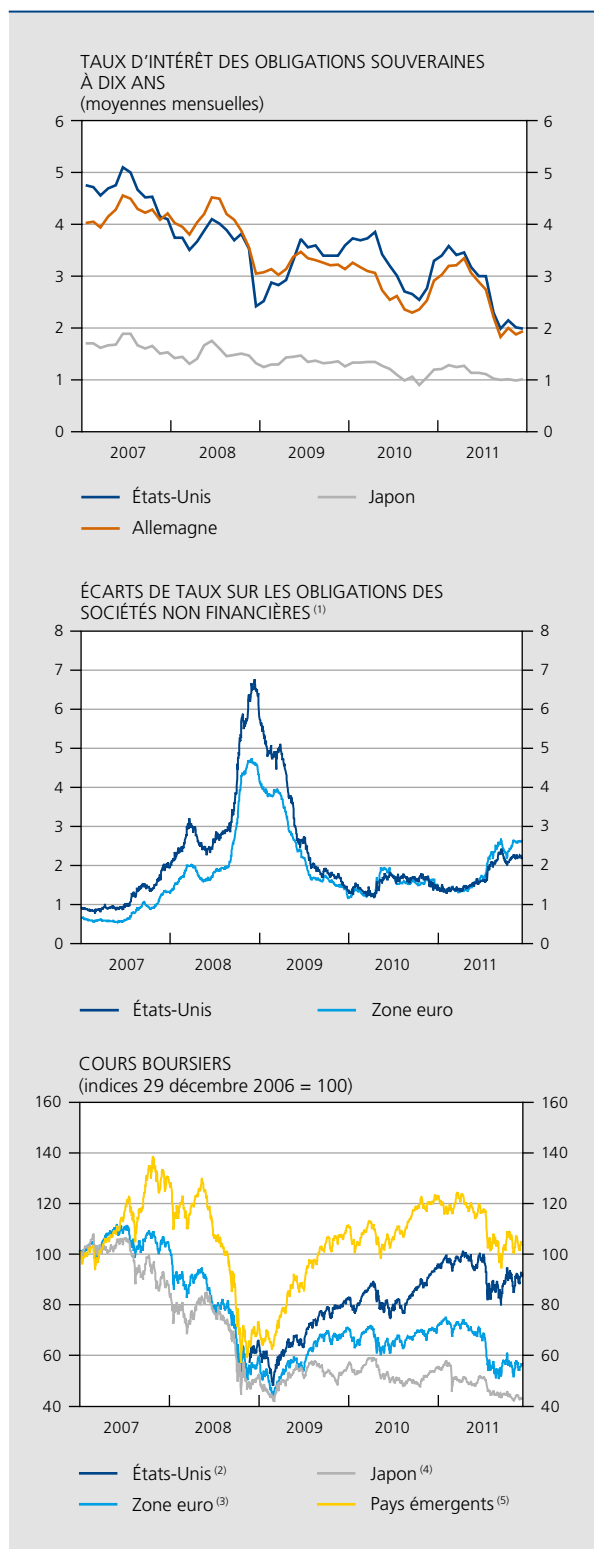
L'année 2011 a été marquée par la crise de la dette souveraine au sein de la zone euro. Alors que, au cours de la première décennie de l'union monétaire européenne, les opérateurs financiers n'avaient guère prêté d'attention aux évolutions macroéconomiques et budgétaires propres aux divers pays, ils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

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

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

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

GRAPHIQUE 8 ÉVOLUTION DES MARCHÉS MONDIAUX DES VALEURS MOBILIÈRES



Sources: BRI, Thomson Reuters Datastream.

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

(2) Indice Wilshire 5000.

(3) Indice Dow Jones EuroStoxx large.

(4) Indice Topix.

(5) Indice MSCI Emerging Markets.

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

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

Obligations de sociétés

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

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

Actions

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

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

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

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

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

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

Cours de change

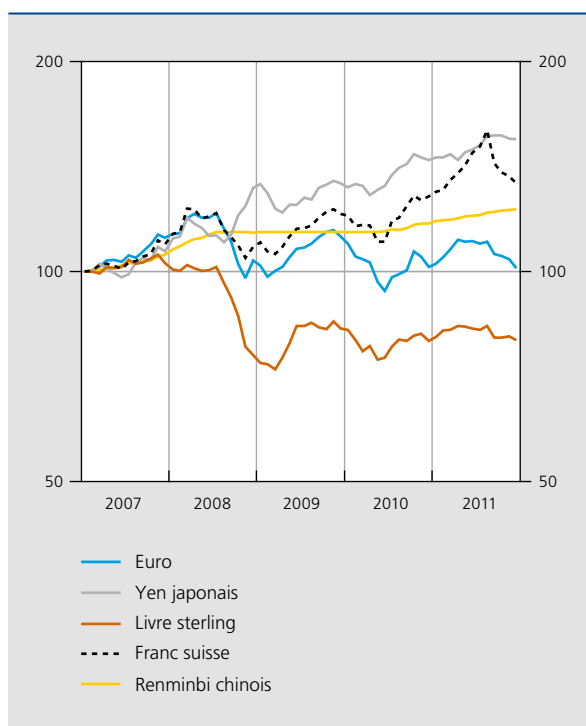
Au début de l'année sous revue, le rétablissement plus rapide qu'attendu dans la zone euro, alors que la croissance végétait aux États-Unis, de même que les anticipations de hausses de taux d'intérêt par la BCE, ont entraîné une appréciation du taux de change de l'euro, qui a atteint, le 4 mai, 1,49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

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

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

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

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



Sources : BRI, Thomson Reuters Datastream.

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

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

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

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

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

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

2. Zone euro et politique monétaire de l'Eurosystème

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

2.1 La crise de la dette publique dans la zone euro

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

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

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

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

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

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

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

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

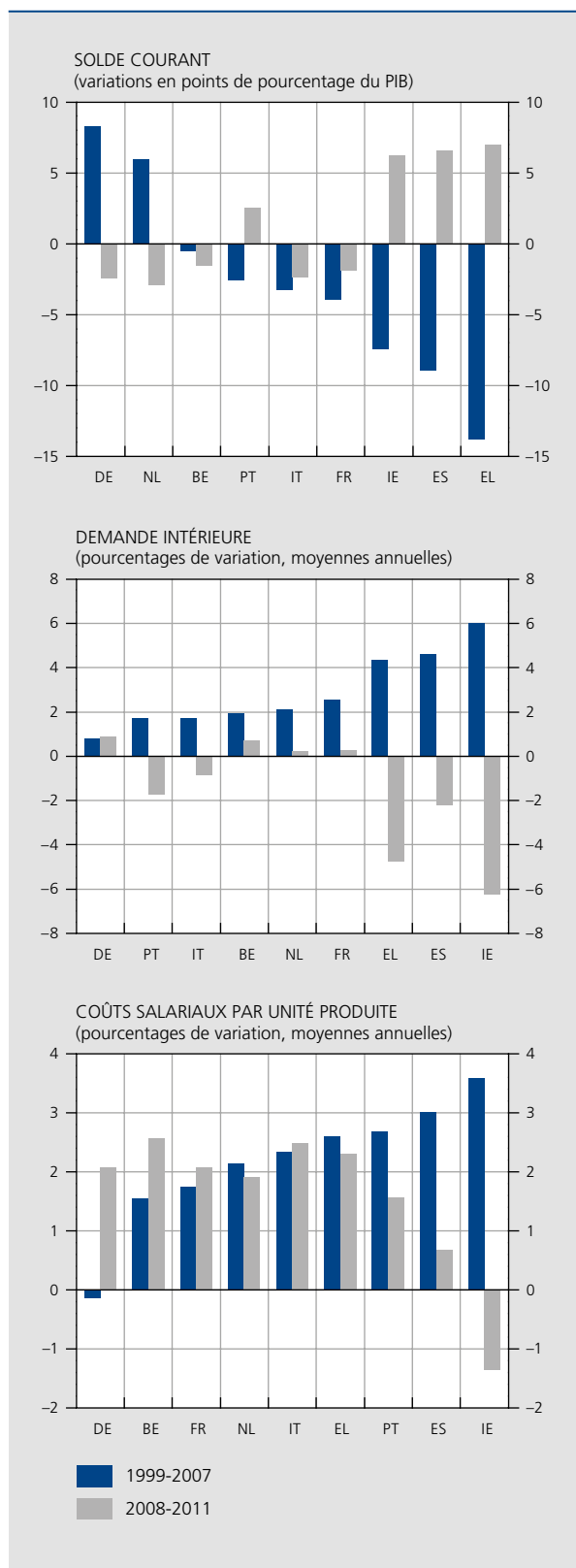
Par ailleurs, le Conseil européen a constitué en 2010 un groupe de travail, présidé par M. Herman Van Rompuy, chargé d'élaborer, en coopération avec la CE, des propositions visant à renforcer la discipline budgétaire

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

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

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

GRAPHIQUE 10 DÉSÉQUILIBRES MACROÉCONOMIQUES DANS LA ZONE EURO⁽¹⁾



Source : CE.

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

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

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

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

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

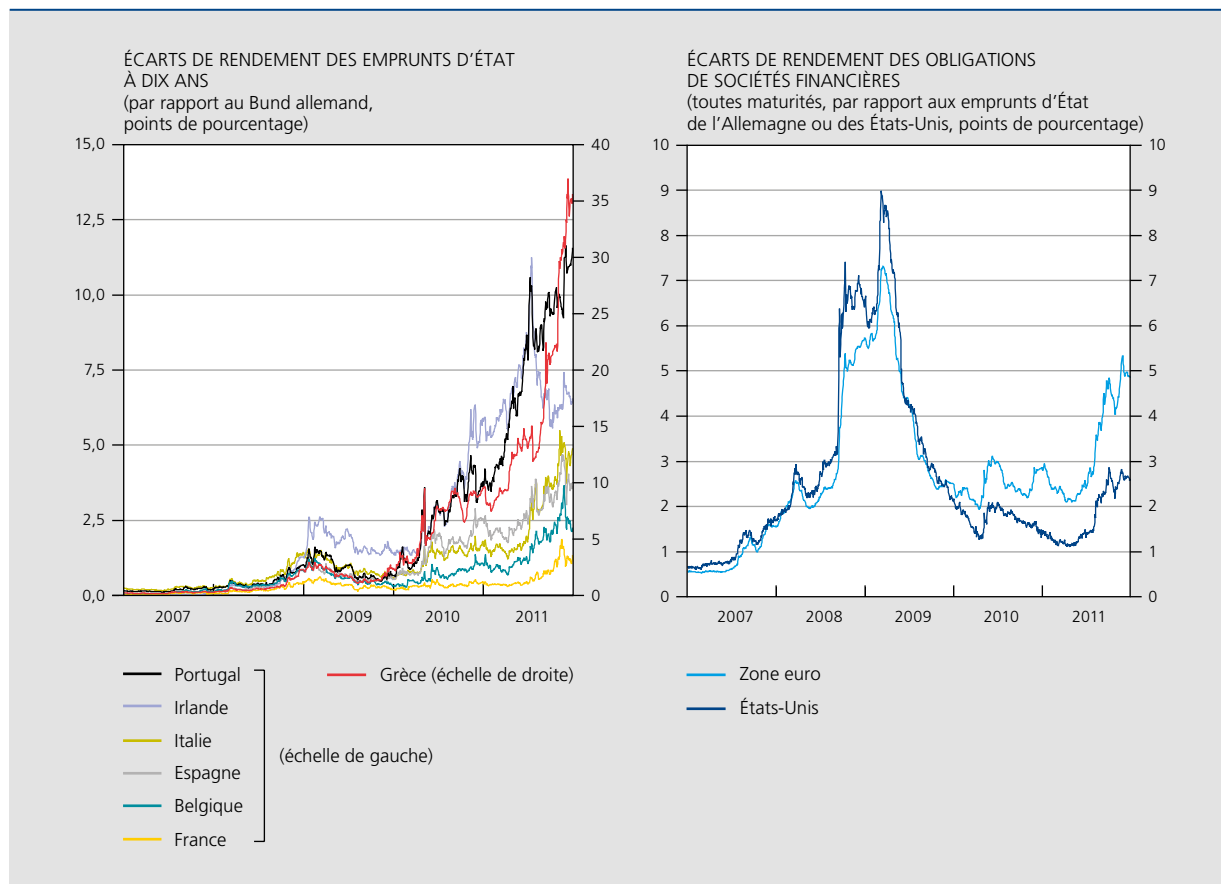
Le 26 octobre 2011, les autorités européennes ont convenu d'un éventail de mesures supplémentaires. S'agissant de la Grèce, l'objectif était de ramener la dette publique à 120 % du PIB en 2020. Pour ce faire, les investisseurs privés étaient conviés à mettre en place un échange volontaire d'obligations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

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

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

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

GRAPHIQUE 11 CRISE DE LA DETTE PUBLIQUE DANS LA ZONE EURO



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

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

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

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

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

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

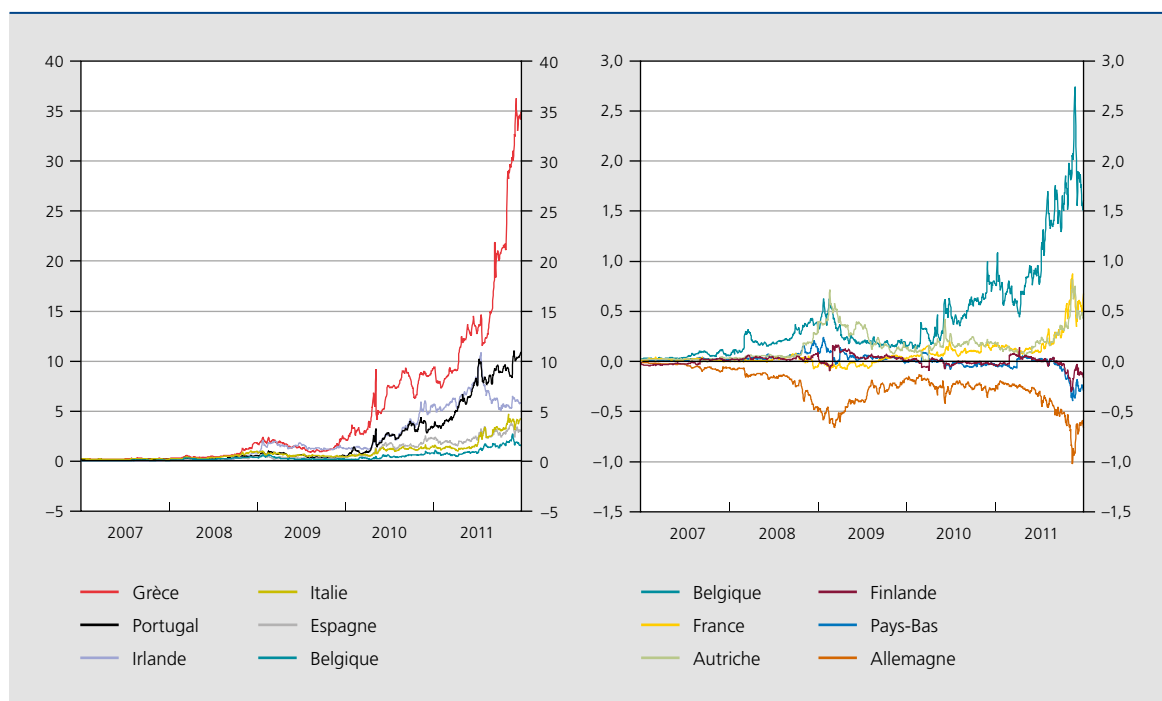
Les taux de rendement à dix ans sur le marché secondaire des obligations d'État considérés dans le cadre du présent encadré peuvent être scindés en deux composantes, l'une commune, l'autre nationale. La première reflète le taux d'intérêt applicable aux débiteurs jouissant du meilleur crédit dans la zone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

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

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

COMPOSANTES NATIONALES DES TAUX D'INTÉRÊT À DIX ANS DES OBLIGATIONS D'ÉTAT⁽¹⁾

(points de pourcentage)



Sources: Thomson Reuters Datastream et calculs propres.

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

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

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

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

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

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

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

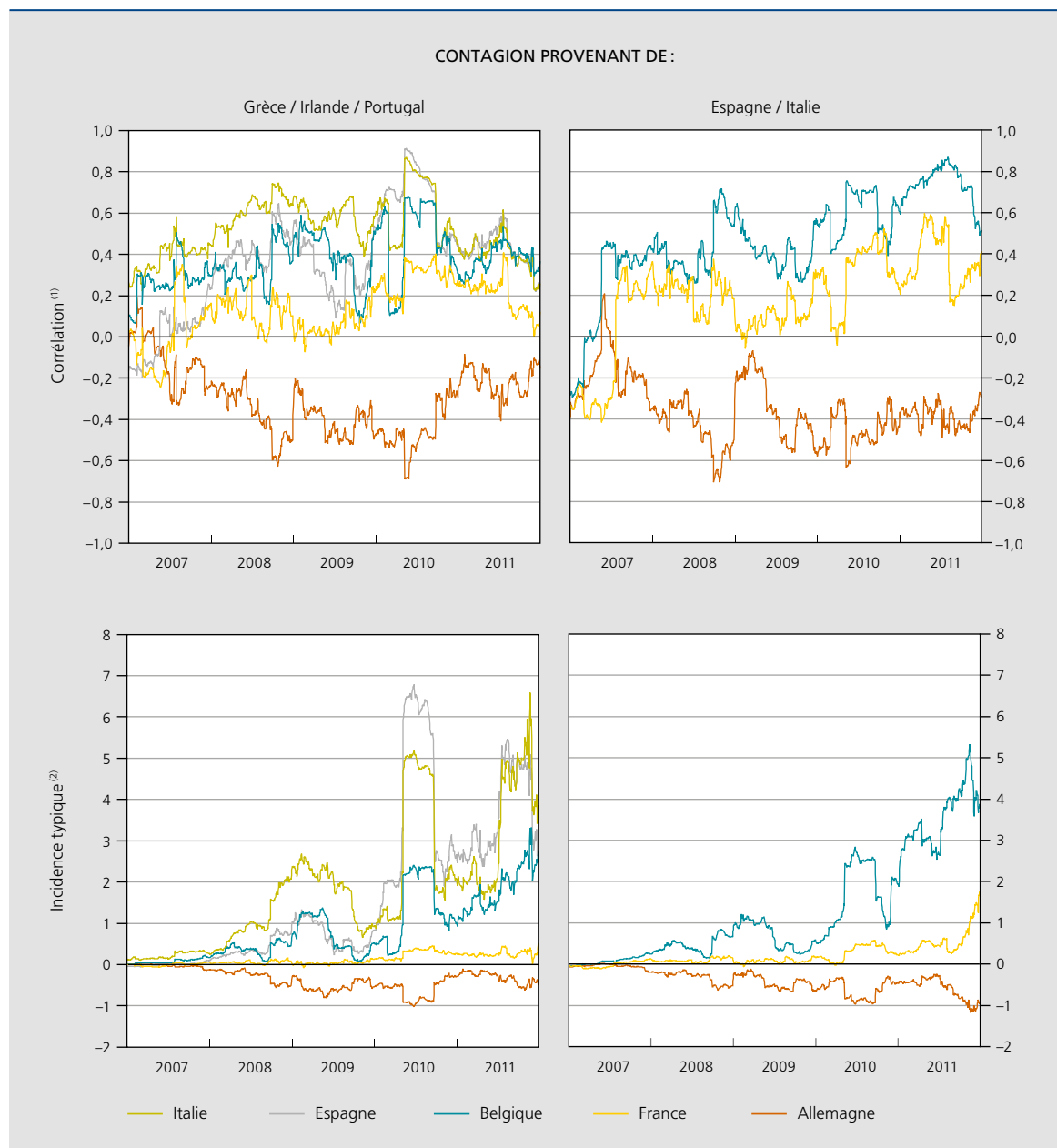
Par rapport à la France, la Belgique présente une corrélation plus élevée, tant avec les trois pays soumis à un programme d'ajustement qu'avec l'Espagne et l'Italie. En outre, l'incidence des pays en difficulté sur la prime de risque belge a été nettement plus forte que pour la France. Elle est même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



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

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

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



Sources: Thomson Reuters Datastream et calculs propres.

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

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

2.2 Activité économique et marché du travail

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

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

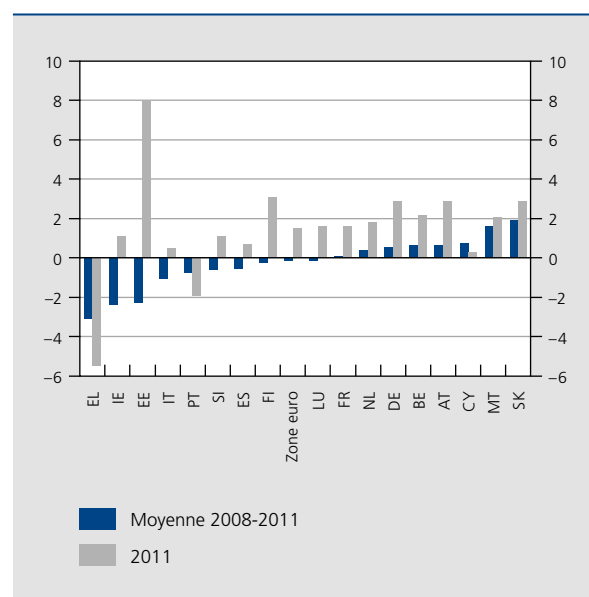
La reprise économique avait progressivement montré des signes d'élargissement aux composantes domestiques en 2010. Au terme du premier trimestre de 2011, la vigueur de la relance et ce processus de relais vers une croissance auto-entretenu ont semblé cesser. Un certain nombre de facteurs ont œuvré à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

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

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

GRAPHIQUE 12 CROISSANCE DU PIB DANS LES PAYS DE LA ZONE EURO⁽¹⁾

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



Source : CE.

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

TABEAU 2 PIB ET PRINCIPALES CATÉGORIES DE DÉPENSES DANS LA ZONE EURO⁽¹⁾

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

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

Sources: CE, OCDE.

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

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

(3) Données non corrigées des effets de calendrier.

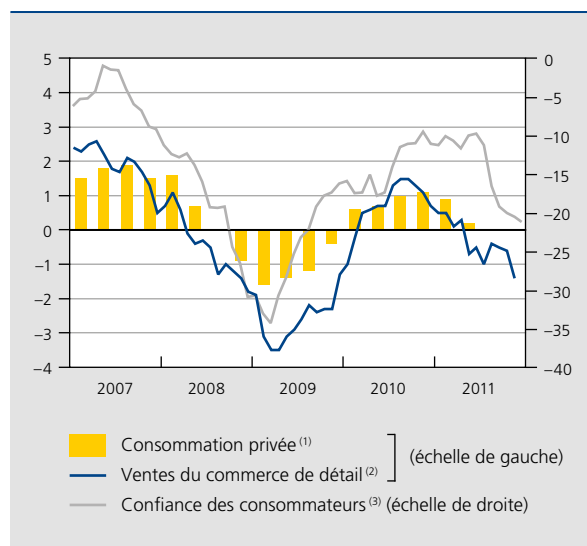
poussée de l'inflation, imputable au renchérissement des produits énergétiques et alimentaires, a dépassé la hausse des rémunérations nominales. À partir du deuxième trimestre, la consommation s'en est trouvée bridée. En outre, au second semestre, l'escalade des tensions liées à la crise de la dette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

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

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

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

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



Sources: CE, BCE.

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

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

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

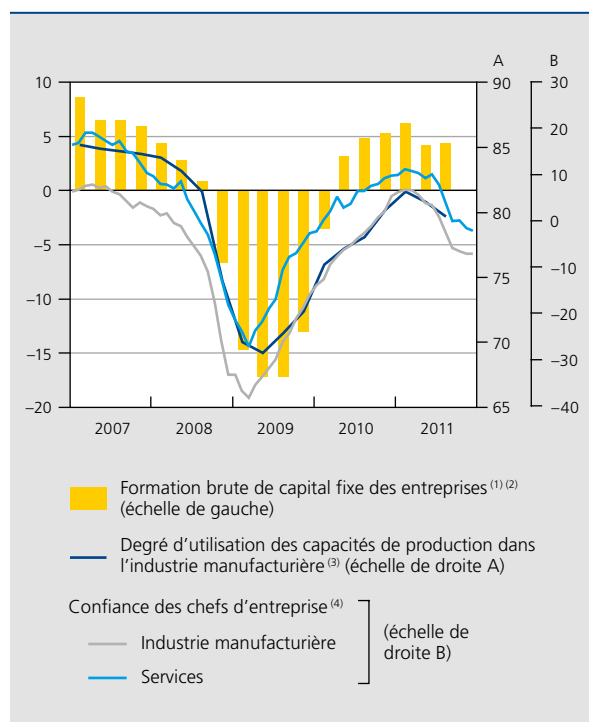
ont continué de baisser en 2011, comme en Espagne, à Chypre, en Slovaquie, en Irlande, au Portugal et en Grèce. Grâce à la forte poussée du premier trimestre et partant d'un niveau encore faible, la croissance annuelle de la formation brute de capital fixe de la zone euro s'est élevée à 2,1% en 2011.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

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

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

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

(données corrigées des variations saisonnières)



Sources : CE, OCDE.

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

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

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

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

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

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

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

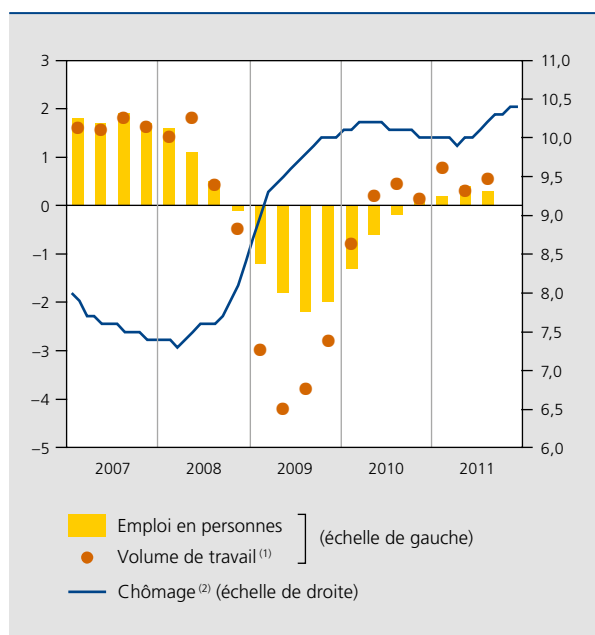
2.3 Politique budgétaire

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

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

GRAPHIQUE 15 MARCHÉ DU TRAVAIL DANS LA ZONE EURO

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



Sources: CE, BCE.

(1) Total des heures ouvrées.

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

GRAPHIQUE 16 SOLDE DE FINANCEMENT ET DETTE DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES DANS LA ZONE EURO ⁽¹⁾

(pourcentages du PIB)



Sources : CE, BNB.

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

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

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

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

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

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

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

2.4 Politique monétaire de l'Eurosystème

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

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

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

L'orientation de la politique monétaire

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

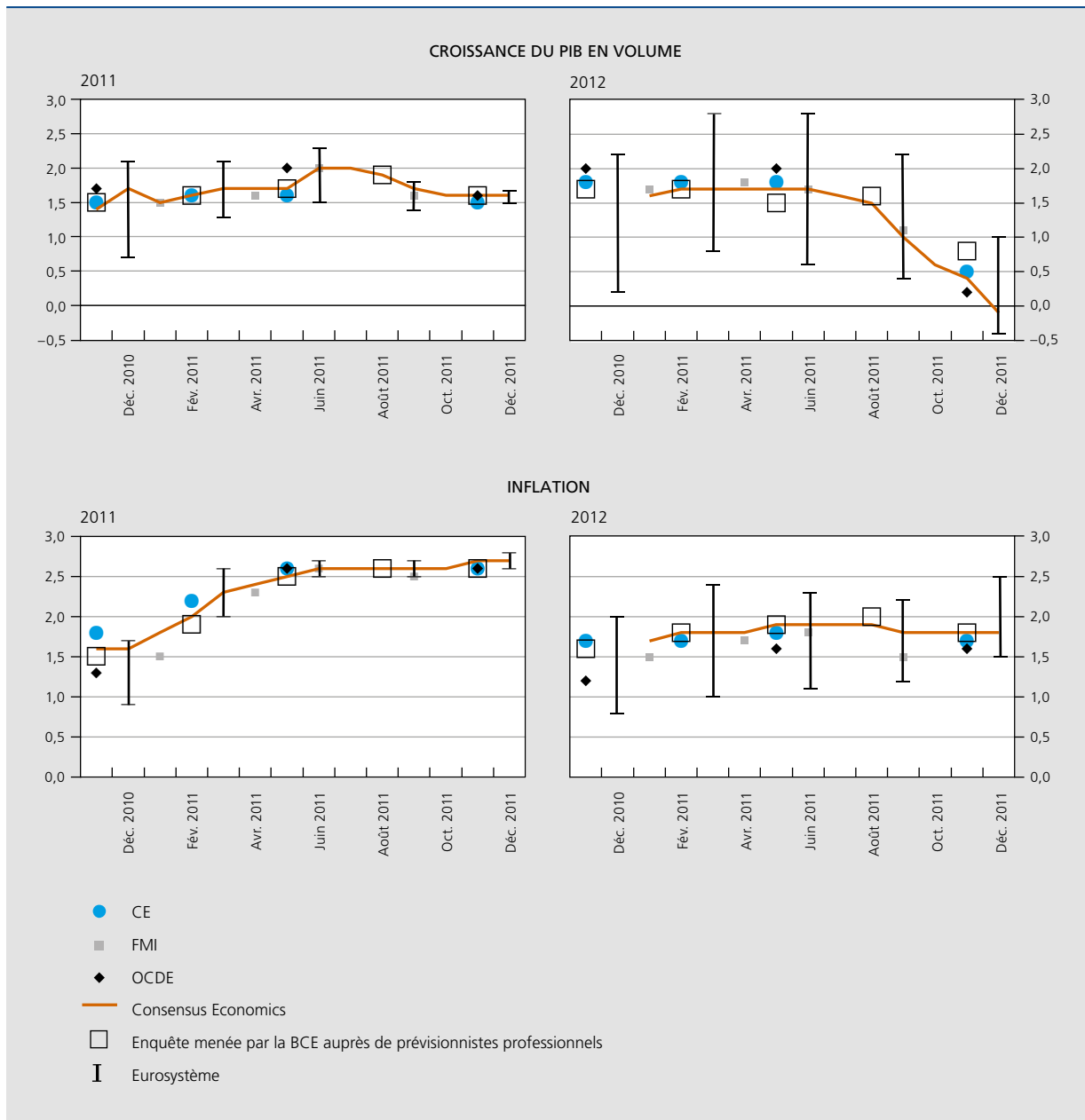
dans le courant de 2010, l'activité économique de la zone euro s'est accélérée au début de l'année sous revue, et les perspectives sont demeurées favorables. En avril, le taux d'utilisation des capacités de production est ainsi repassé légèrement au-dessus de sa moyenne de long terme. Vu la publication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

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

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

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

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



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

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

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

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

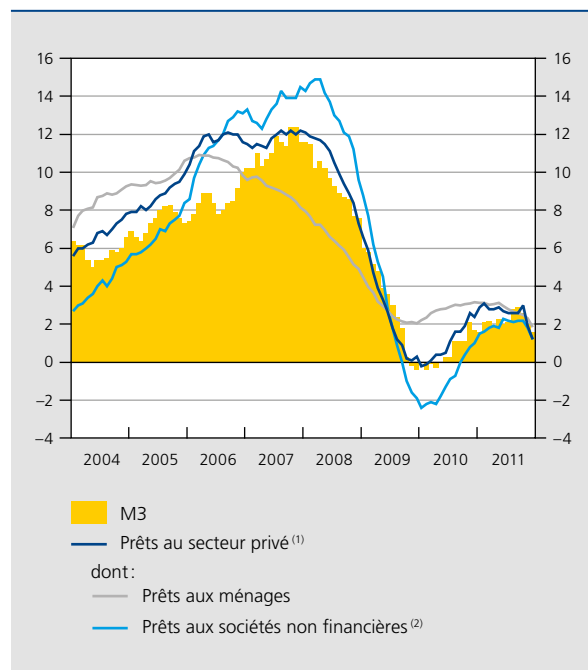
actifs monétaires vis-à-vis des instruments de plus long terme mieux rémunérés, lesquels ne sont pas inclus dans M3. En outre, la liquidité monétaire accumulée antérieurement est demeurée abondante, risquant, dans un climat économique favorable, de faciliter la matérialisation des tensions sur les prix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

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

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

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

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



Source : BCE.

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

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

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

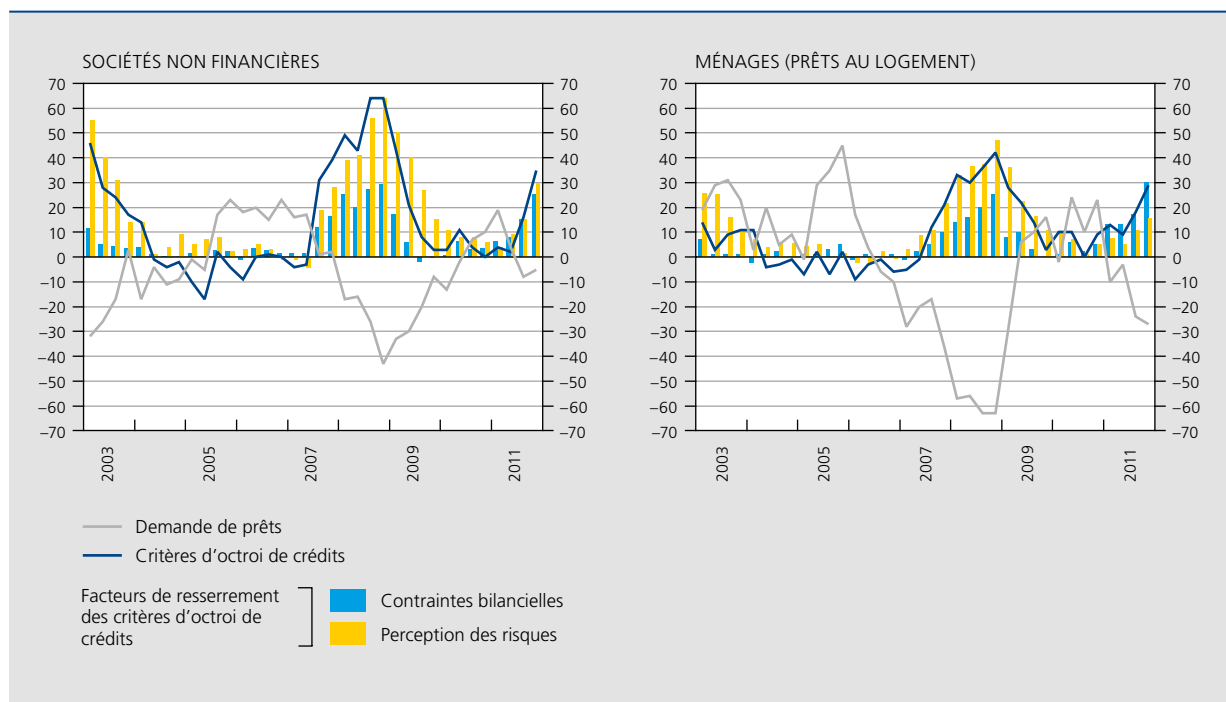
Au **second semestre de 2011**, le Conseil des gouverneurs a modifié l'orientation de la politique monétaire, à la suite de la dégradation des perspectives de croissance et de l'allègement des pressions inflationnistes. Le mois de juillet a marqué un tournant dans l'évolution de la situation économique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

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

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

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

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



Source : BCE.

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

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

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

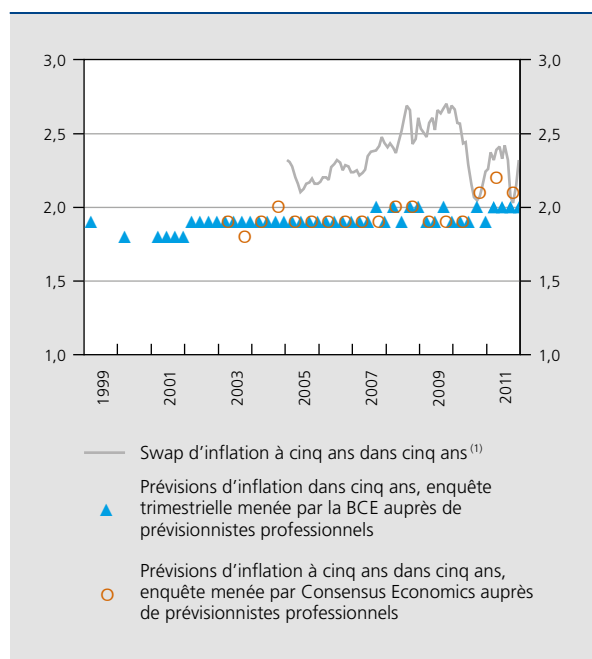
elles ont baissé dans le courant du second semestre, revenant à un niveau plus proche de 2 %. Ces mesures, basées sur les swaps d'inflation, sont plus volatiles et généralement supérieures à celles des enquêtes, car elles incluent, outre les prévisions d'inflation proprement dites, des primes de risque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

Mesures adoptées pour préserver la transmission de la politique monétaire

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

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

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



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

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

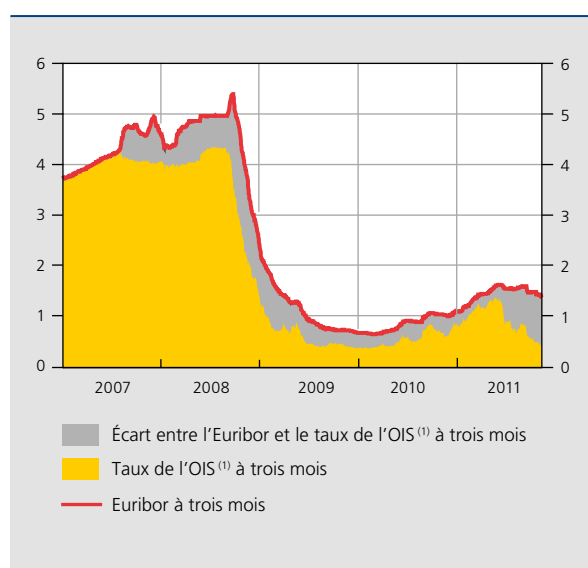
La deuxième mesure qui a été conservée est le programme pour les marchés de titres (SMP), introduit en mai 2010 dans le contexte de la crise de la dette publique. À travers celui-ci, l'Eurosystème cherche essentiellement, au moyen d'achats de titres de la dette publique sur le marché secondaire, à rétablir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

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

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

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

GRAPHIQUE 21 TAUX D'INTÉRÊT À TROIS MOIS
(données journalières)



Sources : BCE, Thomson Reuters Datastream.

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

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

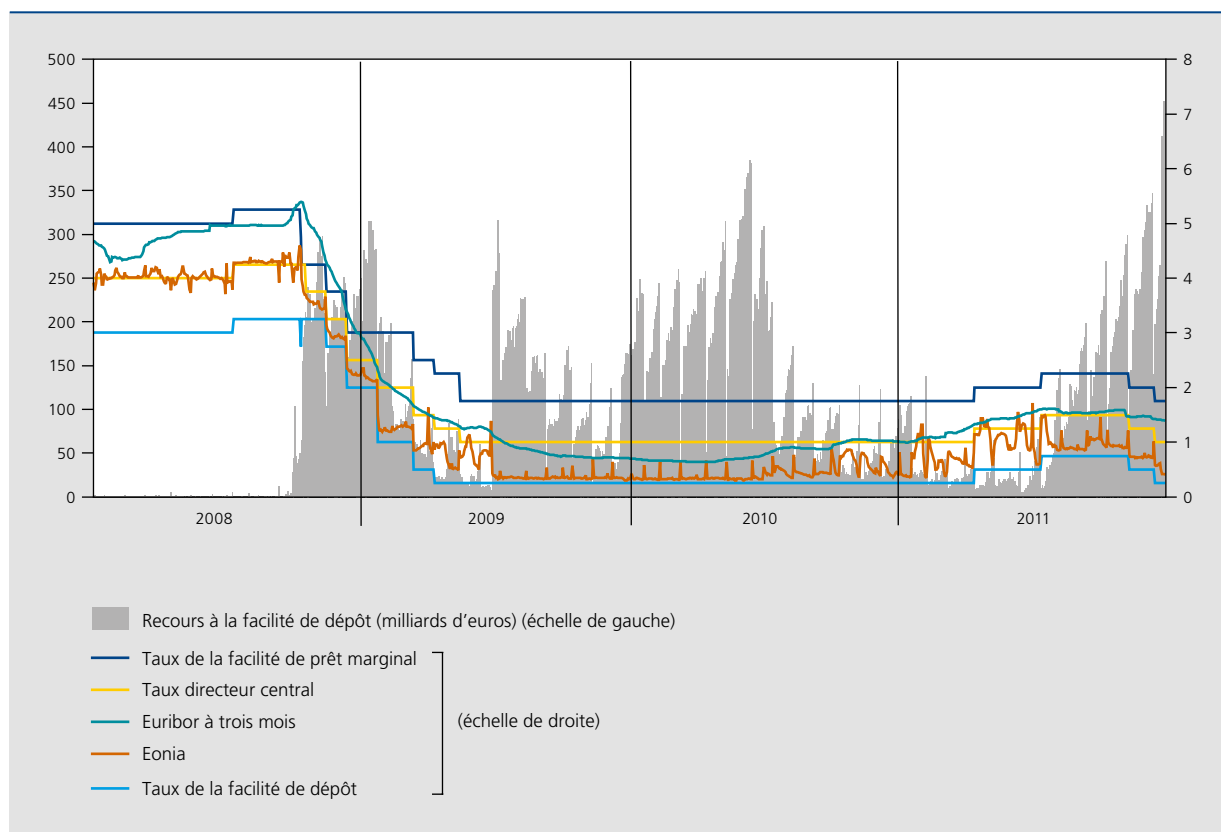
La réticence des établissements de crédit à se prêter entre eux s'est également traduite par un recours plus intense aux prêts de l'Eurosystème à compter du mois d'août. En conséquence, le surplus de liquidités sur le marché monétaire s'est sensiblement accru, passant de 30 milliards d'euros en moyenne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

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

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

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

(données journalières)



Sources : Thomson Reuters Datastream, BCE.

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

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

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

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

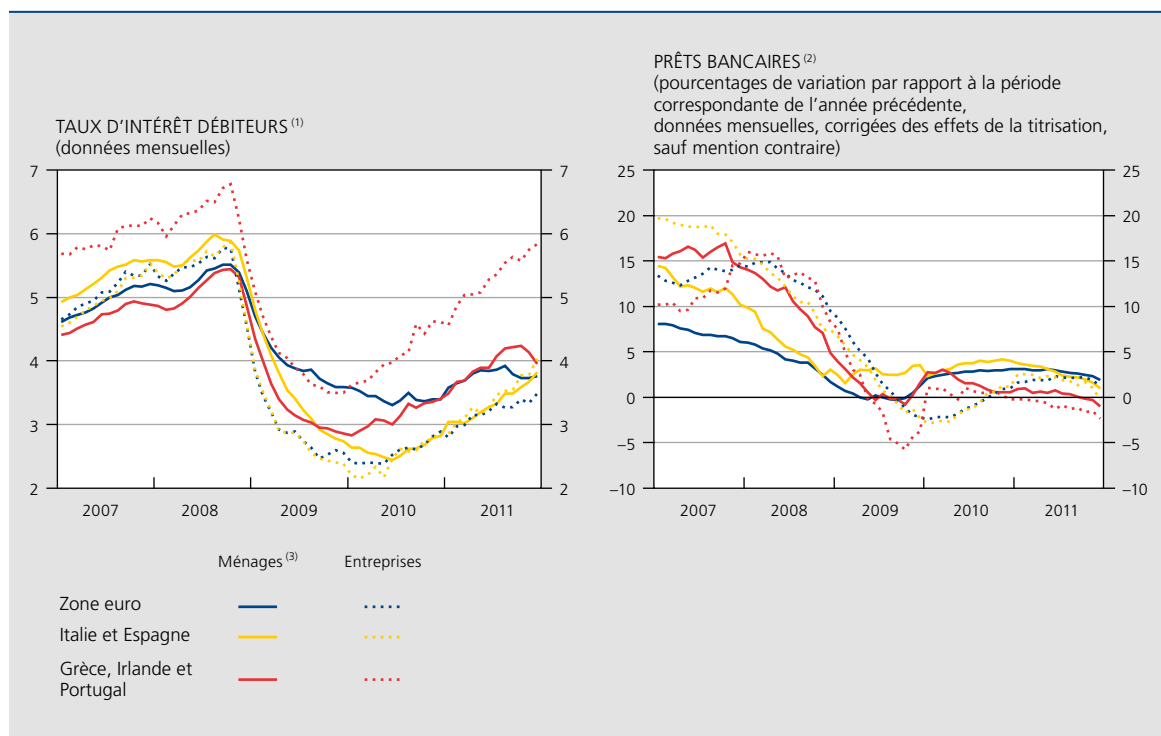
Encadré 2 – La transmission récente de la politique monétaire dans la zone euro

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

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

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

FINANCEMENT BANCAIRE DU SECTEUR PRIVÉ DANS LA ZONE EURO



Sources : BCE, BNB.

- (1) Taux offerts pour les nouveaux emprunts, pondérés par les montants de ces derniers et par les PIB des pays respectifs, toutes maturités confondues.
 (2) Pondération par les PIB des pays respectifs, données non corrigées pour la titrisation avant février 2010.
 (3) Taux des prêts au logement uniquement.

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

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

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

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

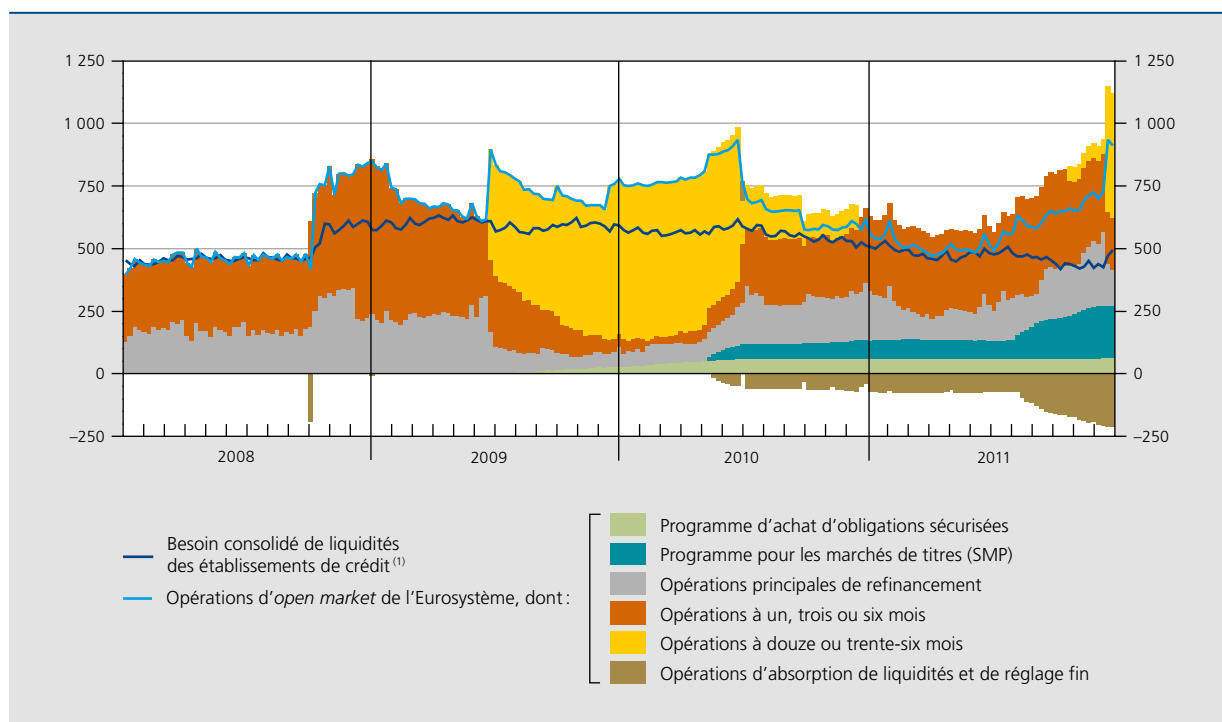
clients. Alors que le premier programme d'achat s'était traduit par l'acquisition d'un portefeuille d'obligations sécurisées pour un montant total de 60 milliards d'euros entre juillet 2009 et juin 2010, le nouveau plan prévoyait des achats pour un total de 40 milliards sur une période d'un an débutant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

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

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

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

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



Source : BCE.

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

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

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

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

3. Activité et marché du travail

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

3.1 Activité économique et emploi

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

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

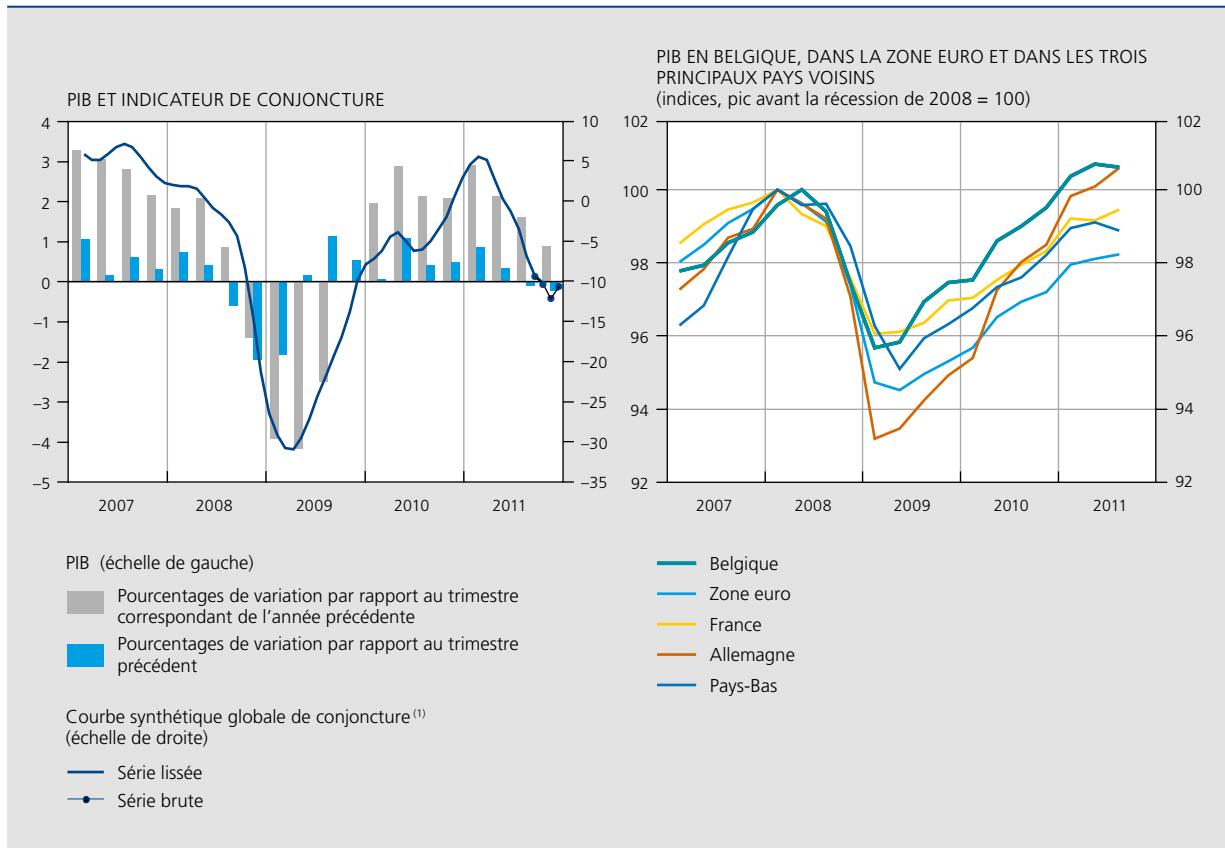
est au même stade. La France et les Pays-Bas n'ont pas encore récupéré la totalité des pertes d'activité et, pour l'ensemble de la zone euro, le PIB s'est situé, au troisième trimestre de 2011, à un niveau toujours inférieur de 1,7 % à celui du sommet atteint au premier trimestre de 2008. De ce point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

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

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

GRAPHIQUE 24 ÉVOLUTION DU PIB EN BELGIQUE

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



Sources : CE, ICN, BNB.

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

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

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

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

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

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

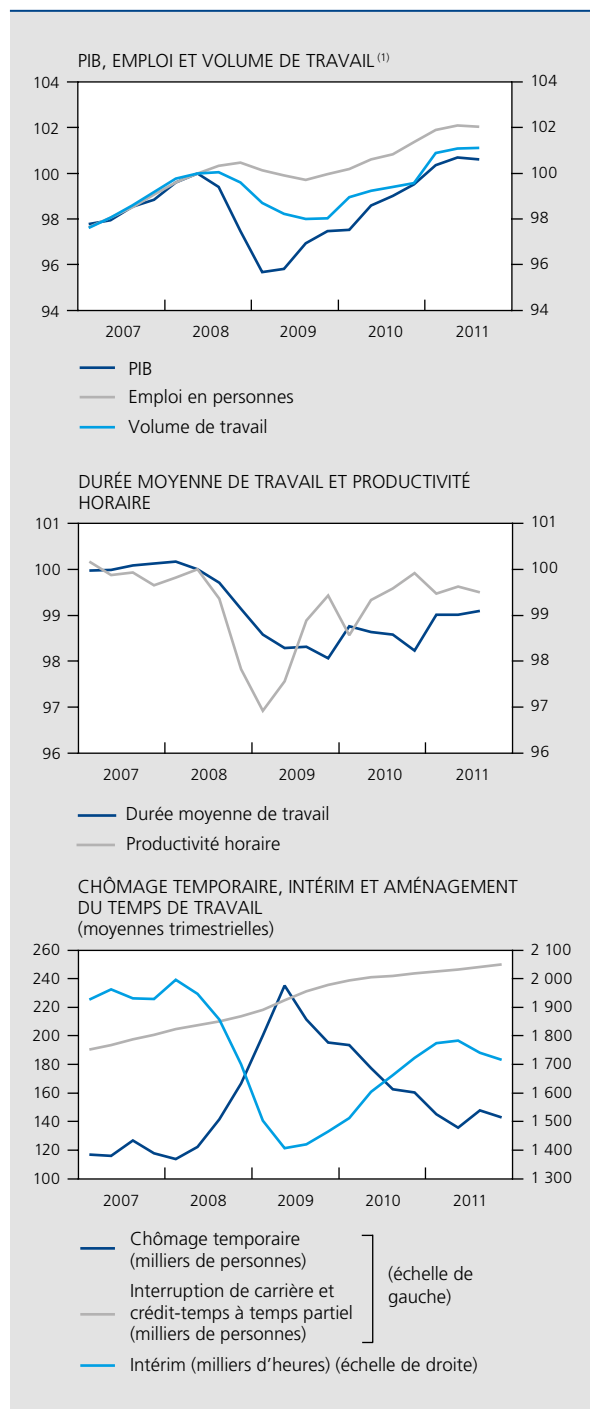
de la détérioration des conditions économiques. Des phénomènes plus structurels ont aussi pesé sur la durée moyenne de travail, notamment l'augmentation de la part de l'emploi à temps partiel et le succès des mesures d'aménagement du temps de travail.

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

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

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

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



Sources : Federgon, ICN, ONEM, BNB.

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

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

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

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

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

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

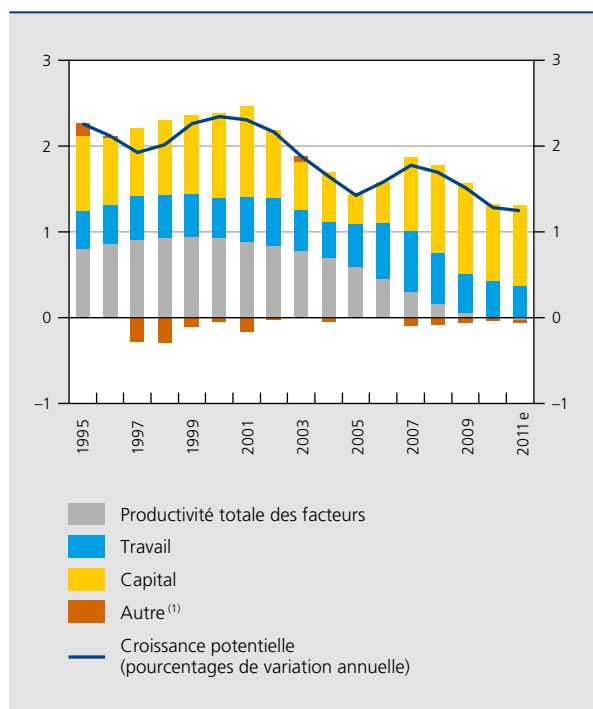
Cette réorientation des sources de la croissance pendant la phase de consolidation de l'activité s'est accompagnée d'évolutions spécifiques de l'emploi et de la productivité dans les différentes branches.

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

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

GRAPHIQUE 26 ESTIMATION DE LA CROISSANCE POTENTIELLE EN BELGIQUE

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

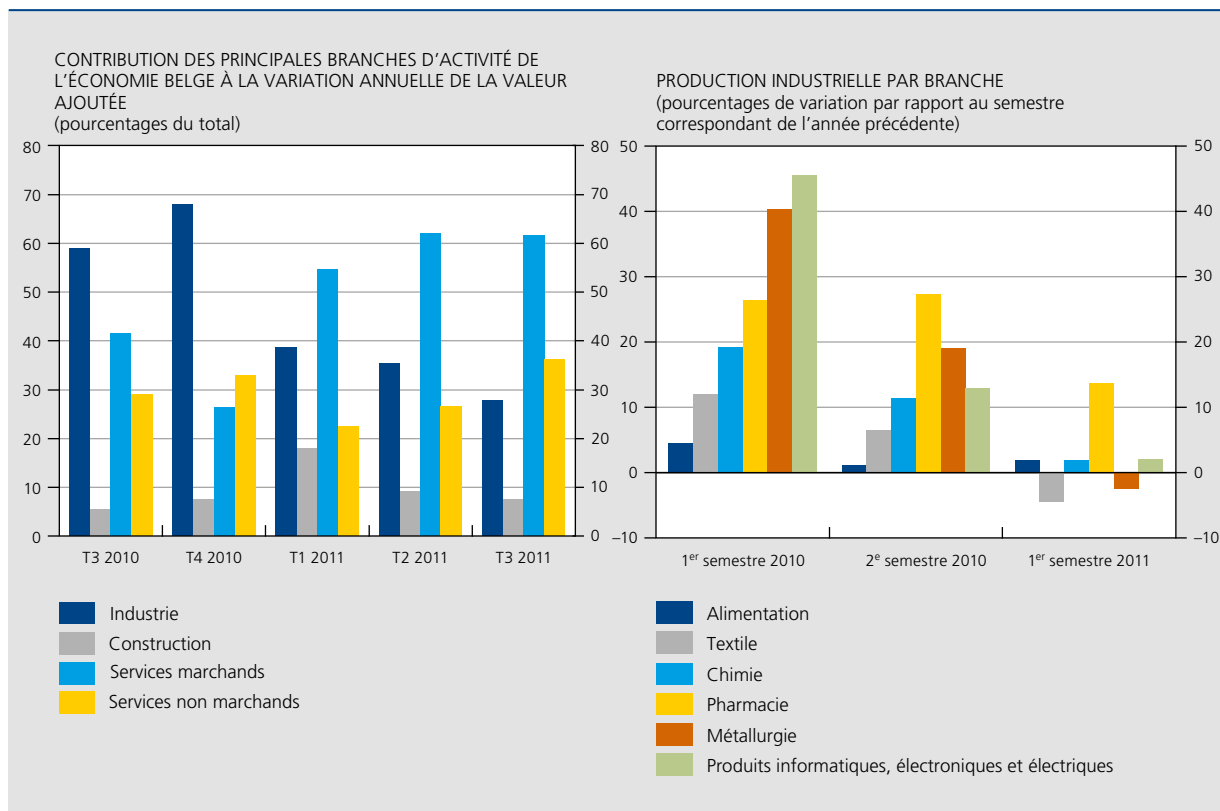


Source : BNB.

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

GRAPHIQUE 27 VALEUR AJOUTÉE DES PRINCIPALES BRANCHES D'ACTIVITÉ

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



Sources : DGSIE, ICN.

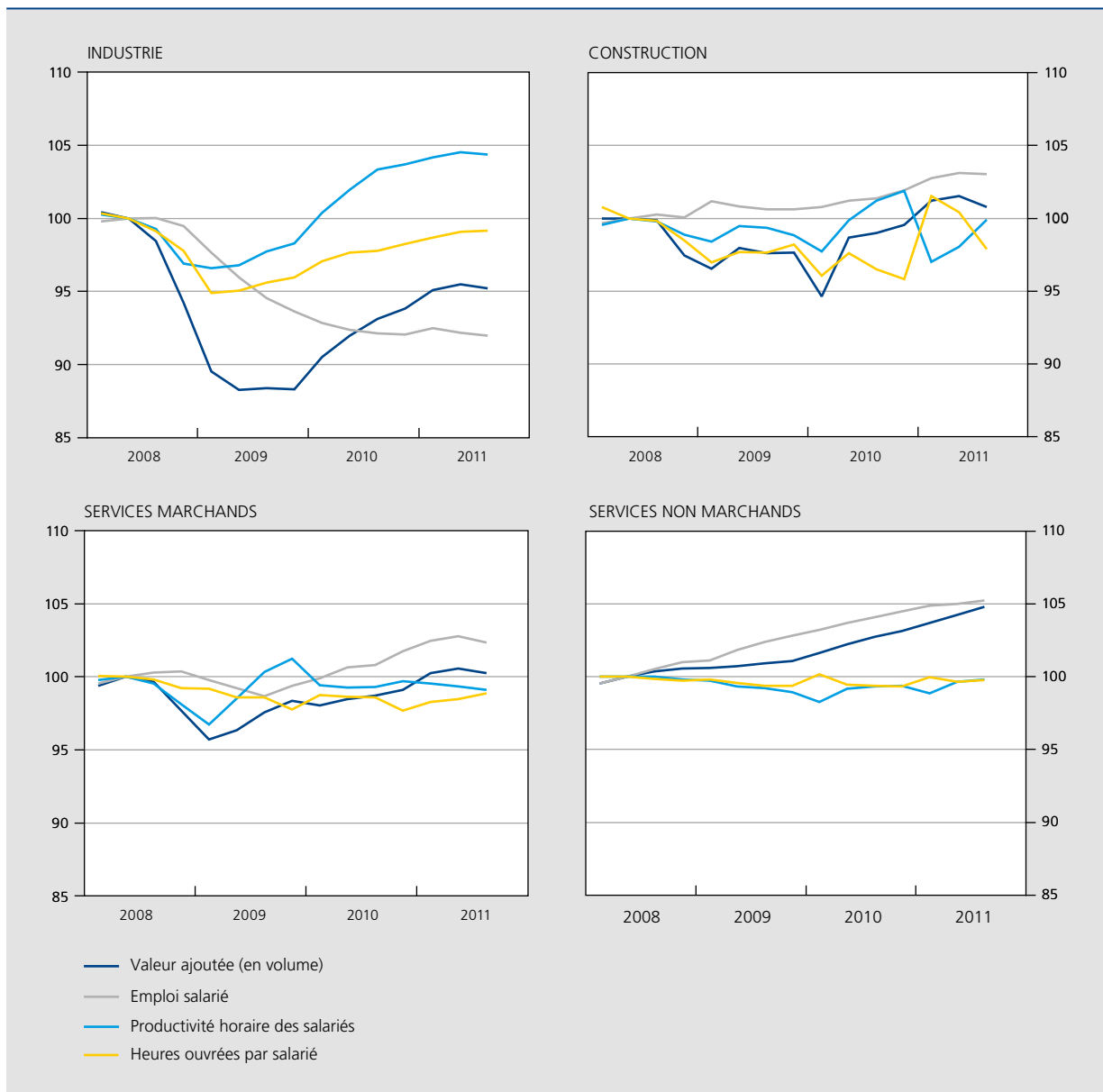
ressenti avec moins d'acuité par l'industrie pharmaceutique, qui est plus intensive en recherche et développement. Selon les statistiques de production industrielle, le taux de croissance annuel observé au premier semestre de l'année sous revue dans l'industrie pharmaceutique a certes fléchi par rapport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

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

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

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

(données corrigées des variations saisonnières et des effets de calendrier, indices 2^e trimestre de 2008 = 100)



Source: ICN.

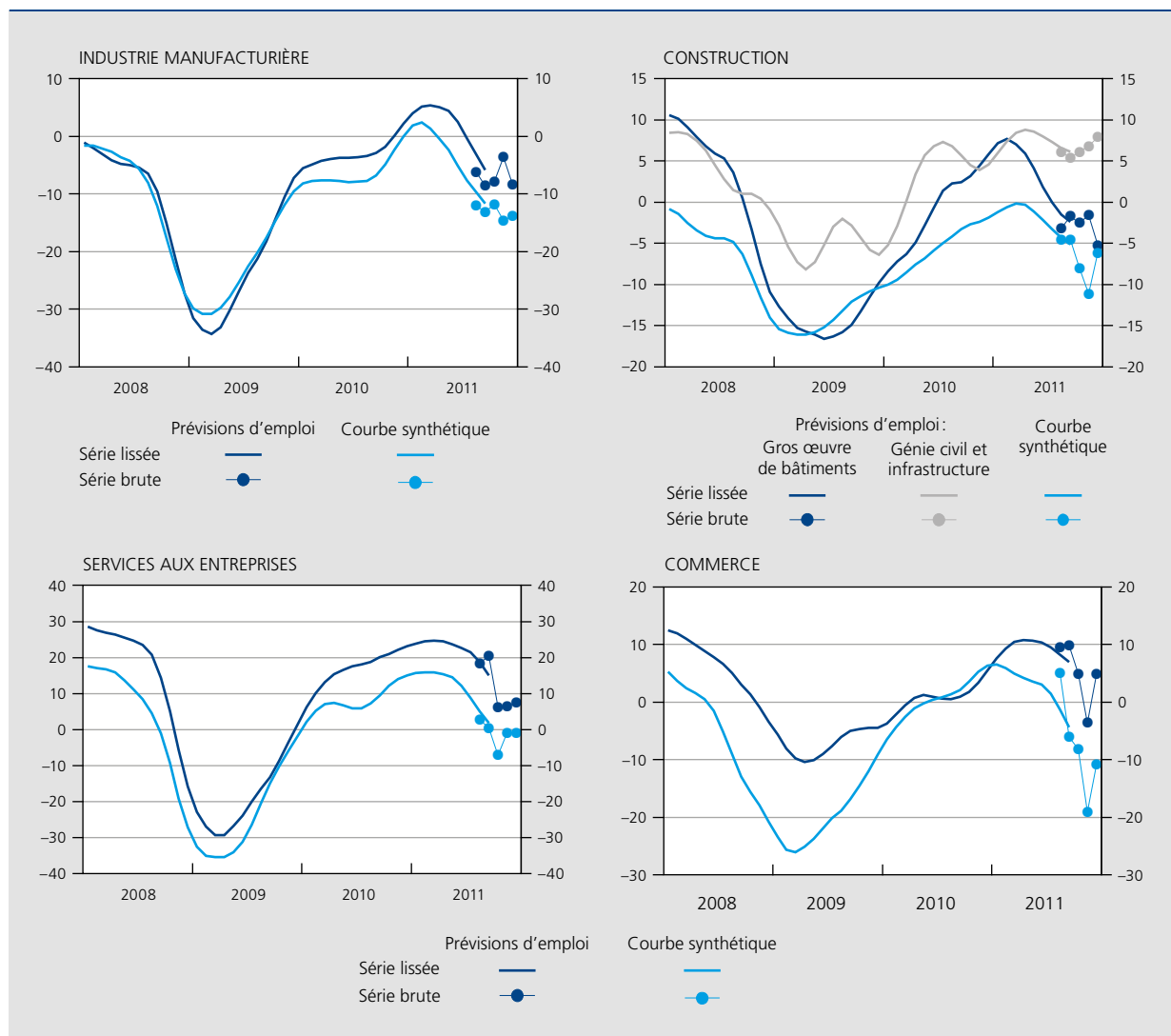
neuves, à condition que la demande de permis de bâtir ait été introduite avant le 1^{er} avril et que les travaux aient été facturés avant la fin de l'année. Eu égard aux conditions climatiques de l'hiver 2010-2011, l'administration fiscale a cependant autorisé le report de la remise des factures au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

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

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

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

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



Source : BNB.

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

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

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

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

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

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

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

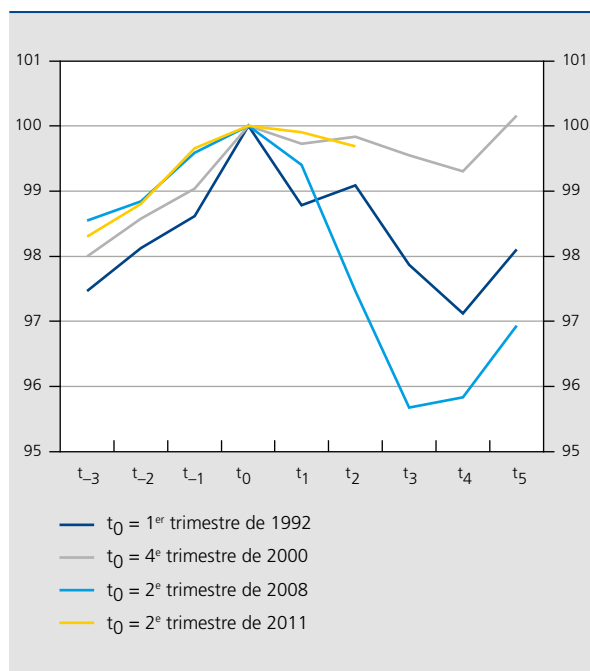
Encadré 3 – La détérioration du climat conjoncturel en 2011 dans une perspective historique

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

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

PIB LORS DES RÉCESSIONS

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



Source : ICN.

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

COURBES SYNTHÉTIQUES DES QUATRE PRINCIPALES BRANCHES D'ACTIVITÉ DE L'ÉCONOMIE BELGE ⁽¹⁾

(données mensuelles standardisées ⁽²⁾)



Source : BNB.

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

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

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

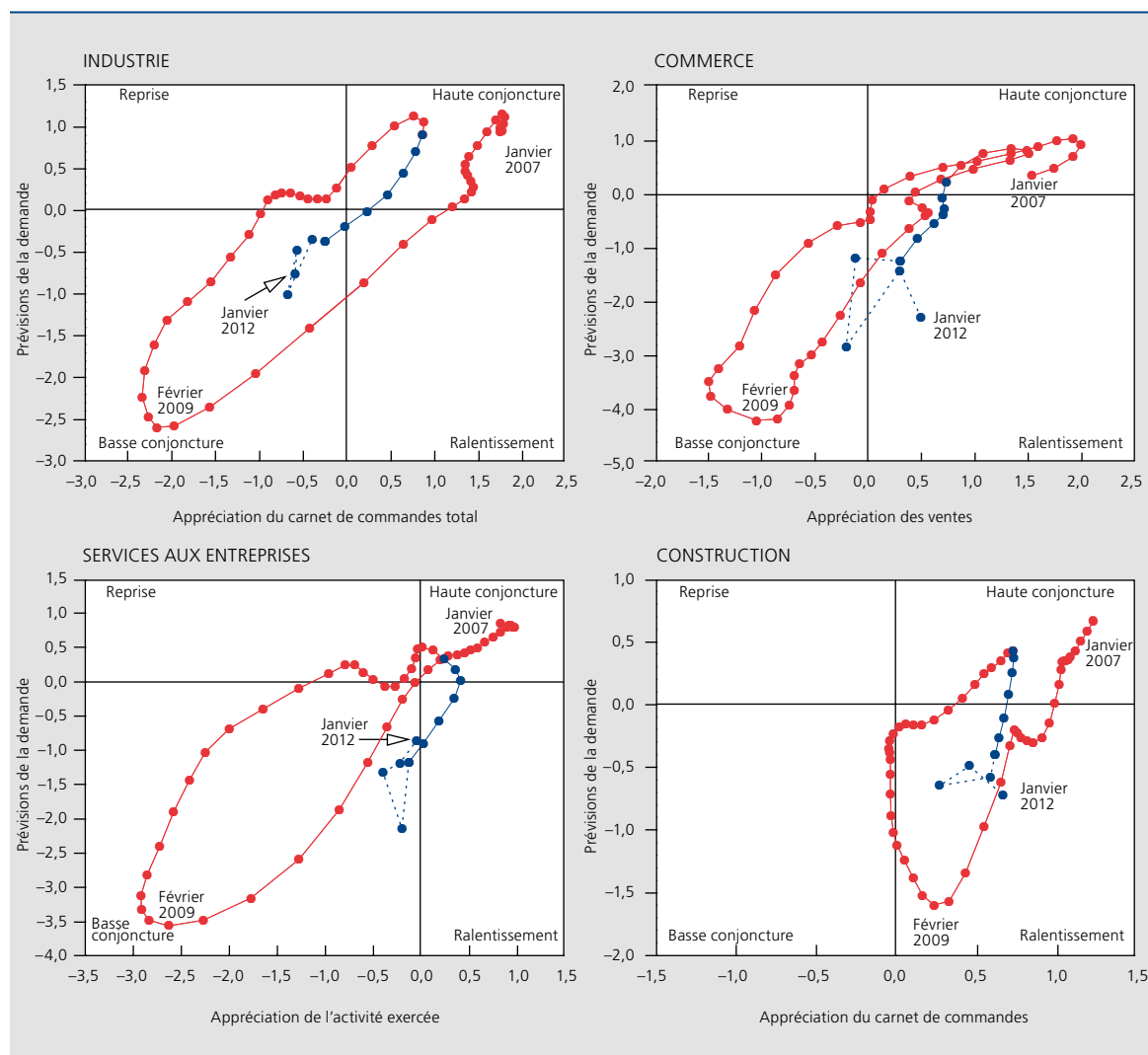


partie du commerce international et des efforts des entreprises pour réduire leurs coûts – y compris pour les sous-traitants – au cours de la récession. Au quatrième trimestre de 2011, une telle chute ne s’est pas produite.

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

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

(données mensuelles standardisées⁽¹⁾ et corrigées des variations saisonnières)



Source: BNB.

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

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

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

3.2 Offre et demande de travail

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

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

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

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

Sources: BFP, ICN, ONEM, BNB.

(1) Population âgée de 15 à 64 ans.

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

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

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

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

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

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

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

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

TABLEAU 4 TAUX D'EMPLOI PAR CATÉGORIE

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

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

Source: DGSIE.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Source : DGSIE.

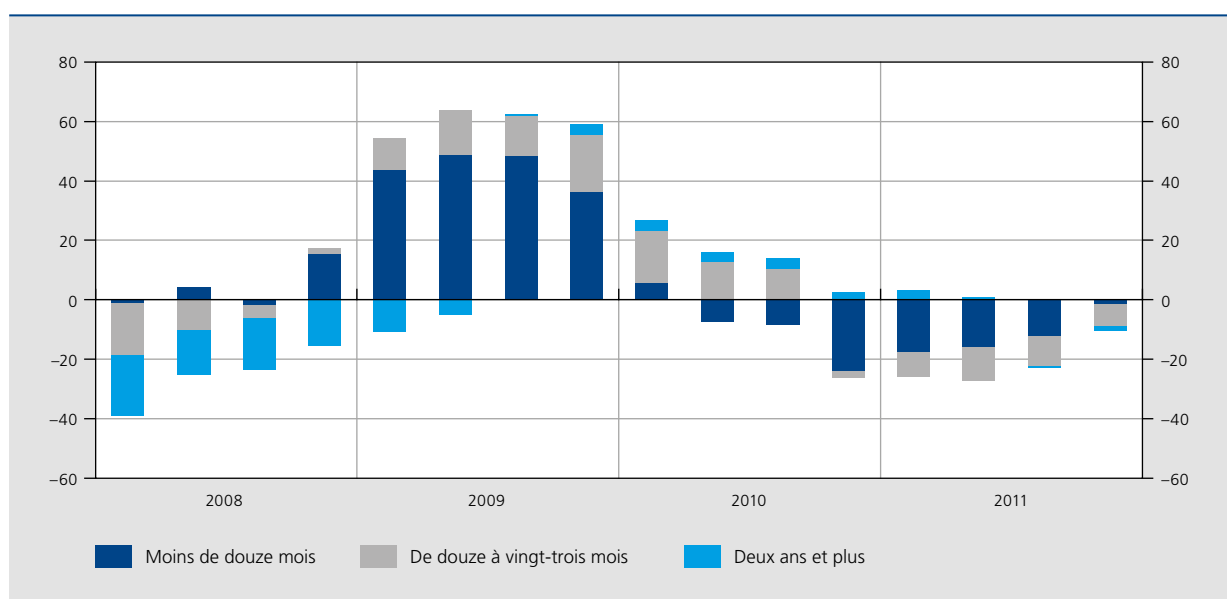
et sont disponibles sur le marché du travail – à la population active. Il s'est établi à 7,3 % de la population active en 2011, ce qui représente un recul sensible par rapport au taux de 8,4 % atteint en 2010, et est ainsi revenu à un niveau proche de celui d'avant la crise. Toutes les catégories de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

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

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

GRAPHIQUE 30 CHÔMAGE SELON LA DURÉE EN BELGIQUE

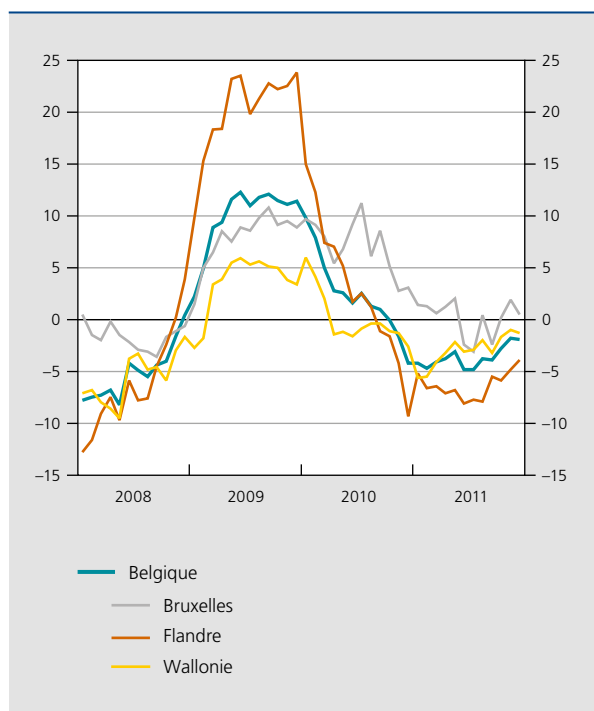
(variations en milliers de personnes par rapport à la période correspondante de l'année précédente, données de mars, juin, septembre et décembre)



Source : ONEM.

GRAPHIQUE 31 CHÔMAGE EN BELGIQUE ET DANS LES RÉGIONS

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



Source : ONEM.

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

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

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

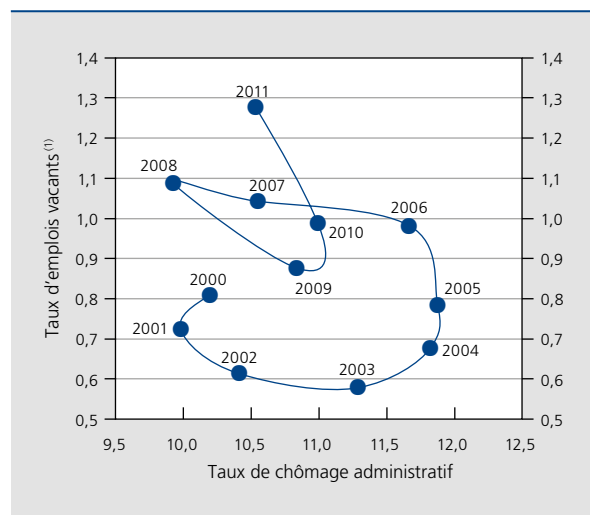
Encadré 4 – Inadéquations sur le marché du travail

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

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

COURBE DE BEVERIDGE EN BELGIQUE

(pourcentages de la population active, moyennes annuelles)



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

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

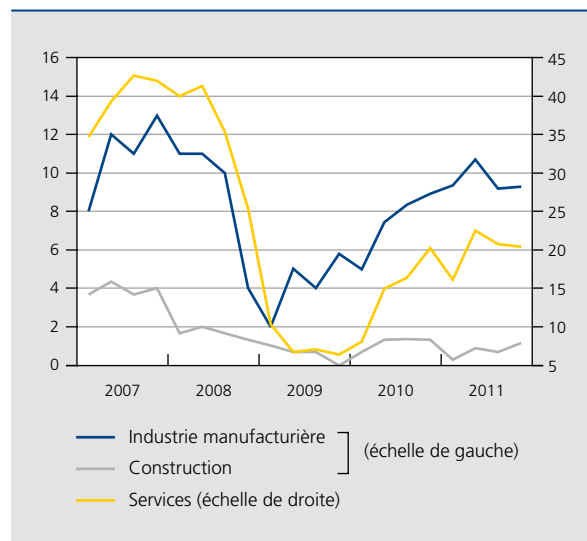
d'offre et de demande d'emploi, le taux de chômage est mesuré sur la base des données administratives, soit la part, dans la population active, des chômeurs complets indemnisés et autres demandeurs d'emploi inscrits obligatoirement ou librement auprès des services publics régionaux de l'emploi. Ces critères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

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



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

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



Source : BNB.

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

3.3 Demande et revenus

Principales composantes de la demande

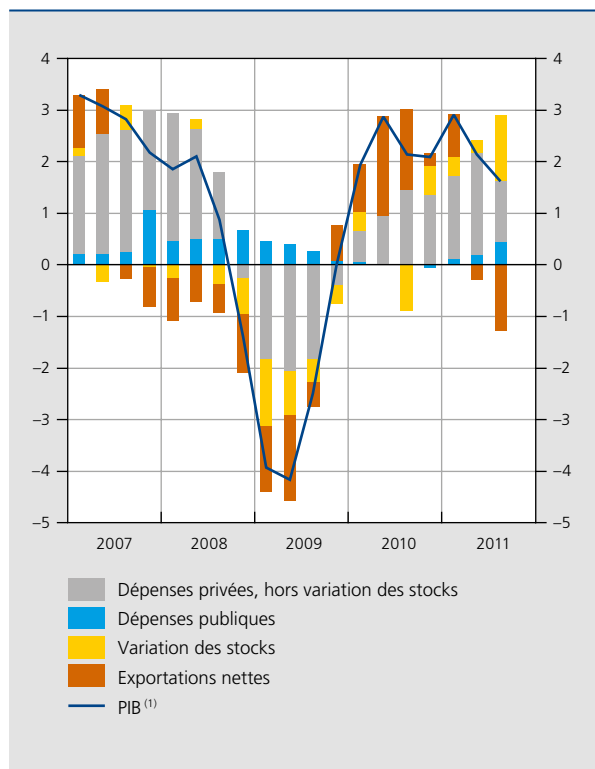
Le ralentissement économique généralisé qui s'est manifesté dans le courant de 2011 et, en particulier, la montée brutale de l'incertitude à partir de l'été ont profondément modifié le comportement de demande des agents économiques. Suivant une configuration classique lorsqu'une reprise se développe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

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

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

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

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



Sources : ICN, BNB.

(1) Pourcentages de variation.

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

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

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

TABEAU 6 PIB ET PRINCIPALES CATÉGORIES DE DÉPENSES

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

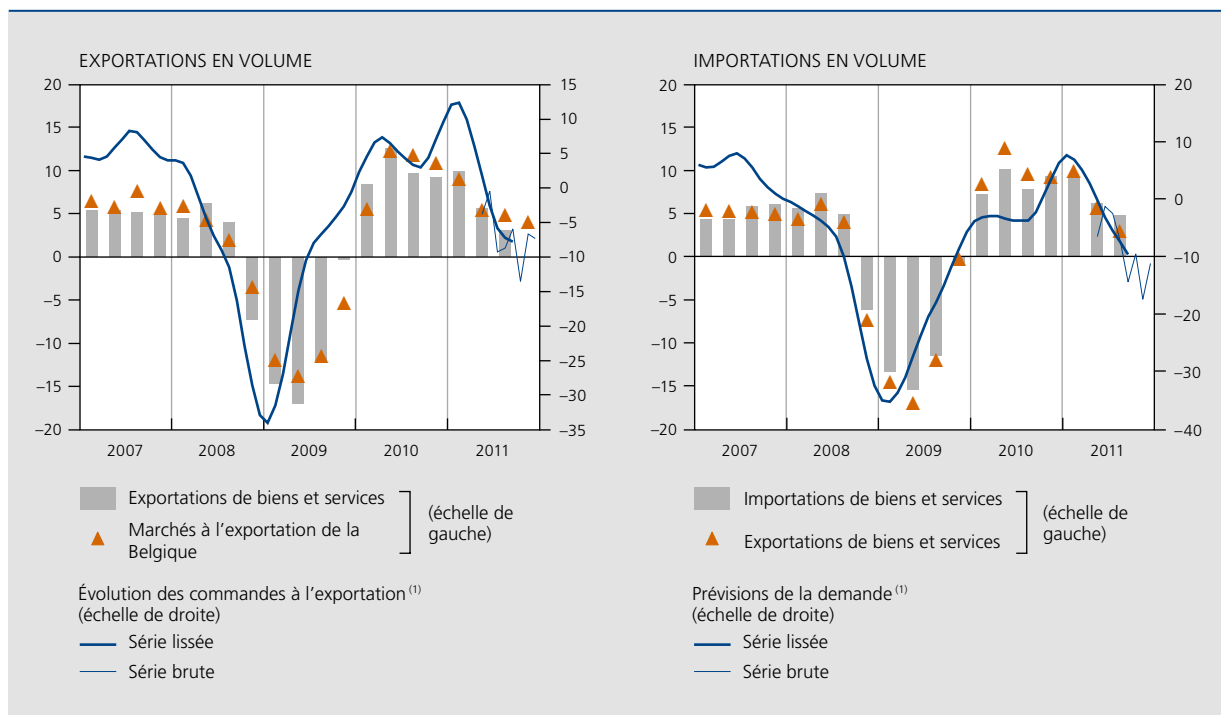
	2007	2008	2009	2010	2011 e
Consommation finale des particuliers	1,7	1,9	0,8	2,3	0,8
Consommation finale des administrations publiques	2,0	2,4	0,8	0,2	1,1
Formation brute de capital fixe	6,1	2,2	-8,1	-0,9	4,9
Logements	3,3	-2,7	-9,2	1,6	-3,8
Entreprises	8,2	4,2	-9,3	-1,6	8,8
Administrations publiques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

Sources : ICN, BNB.

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

GRAPHIQUE 33 EXPORTATIONS ET IMPORTATIONS DE BIENS ET SERVICES

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



Sources: BCE, ICN, BNB.

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

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

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

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

Particuliers

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

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

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

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

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

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

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

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

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

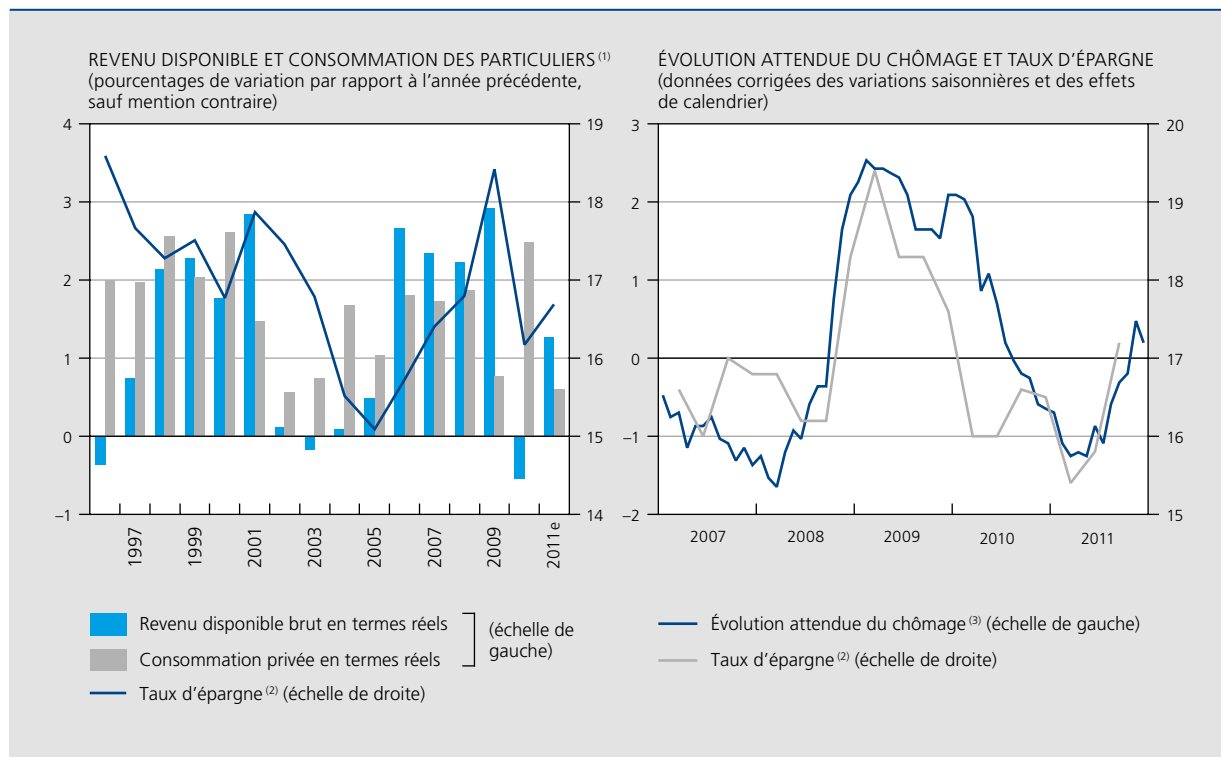
	2007	2008	2009	2010	2011 e	p.m. 2011 e, milliards d'euros
Rémunérations des salariés	5,3	5,5	0,9	2,3	4,8	196,7
Volume de l'emploi salarié	2,0	1,6	-1,9	1,1	1,8	
Rémunération par heure ouvrée	3,1	3,8	2,7	1,2	2,9	
Excédent brut d'exploitation et revenu mixte brut	4,8	2,2	-2,2	1,4	3,3	47,4
dont revenu d'activité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

Sources: ICN, BNB.

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

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

GRAPHIQUE 34 REVENU DISPONIBLE, CONSOMMATION ET ÉPARGNE DES PARTICULIERS



Sources : ICN, BNB.

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

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

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

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

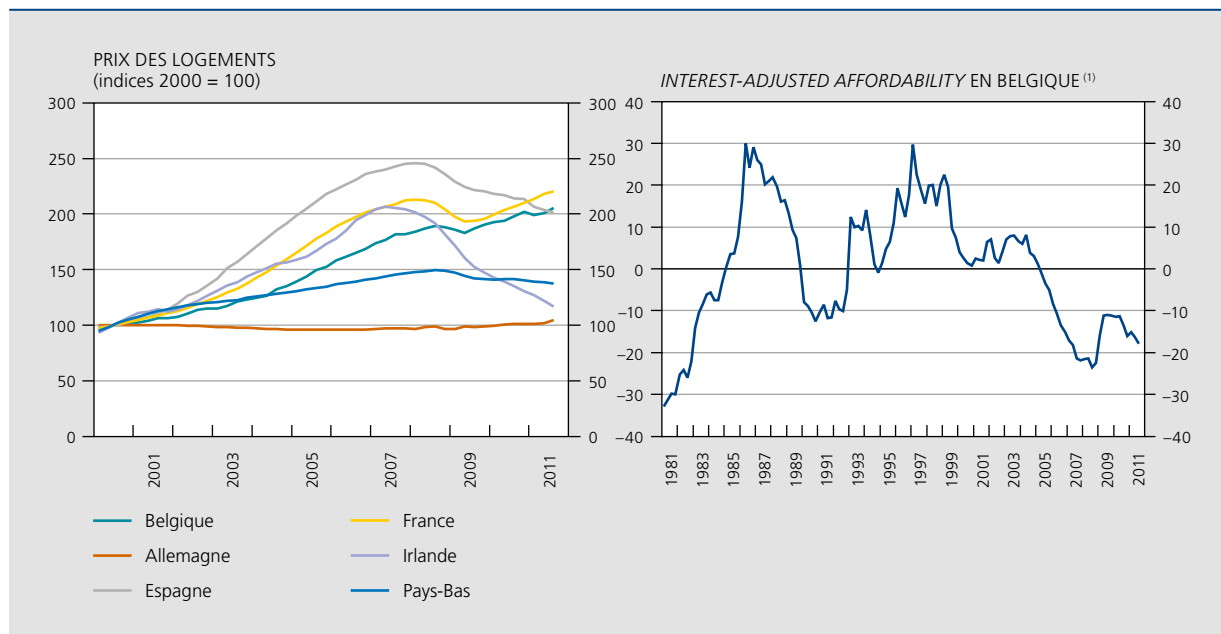
Au total, le soutien de la consommation privée à l'activité s'est amoindri en 2011. Cette source de demande avait largement contribué à la résilience de l'économie belge durant les années précédentes, malgré une hausse temporaire de l'épargne de précaution au cœur de la récession. Outre les bonnes performances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

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

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

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

GRAPHIQUE 35 PRIX DES LOGEMENTS



Sources : OCDE, BNB.

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

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

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

Sociétés

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

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

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

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

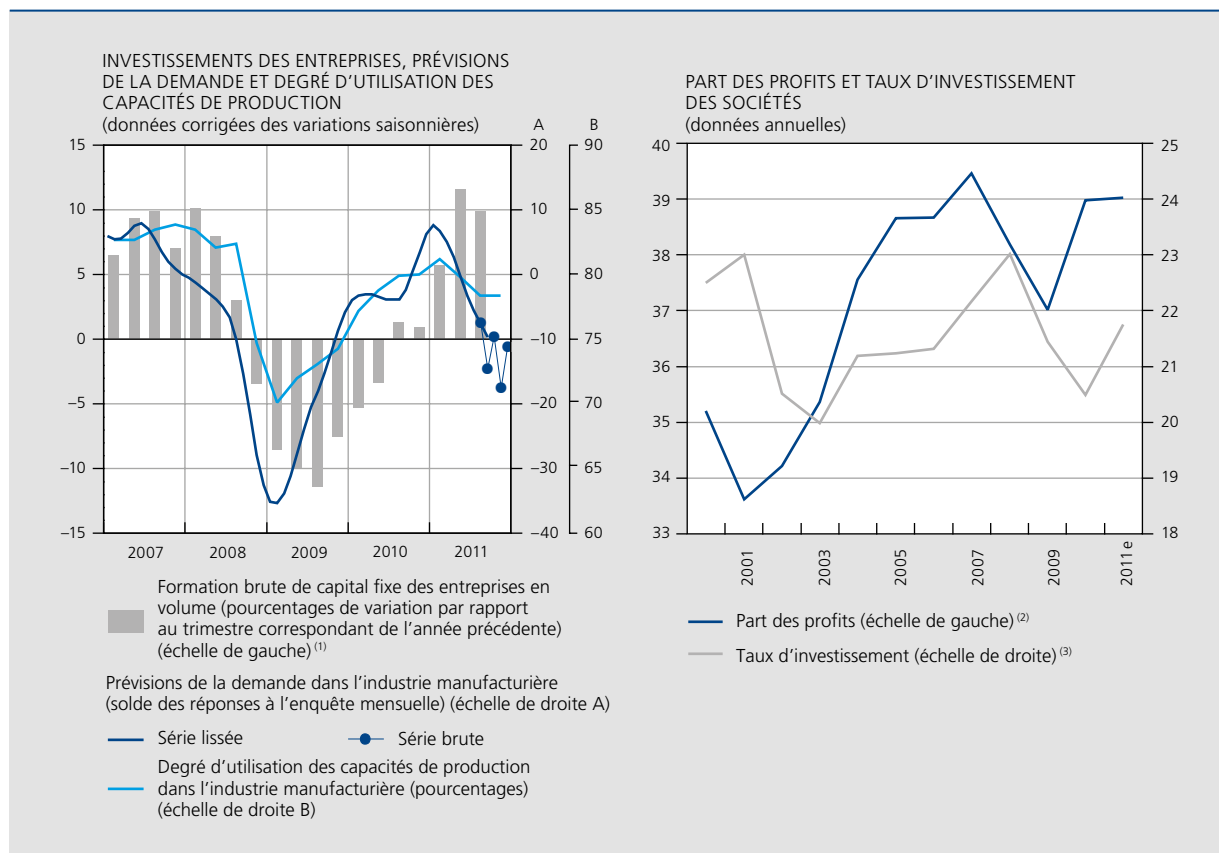
	2007	2008	2009	2010	2011 e
Marge brute d'exploitation par unité vendue ⁽¹⁾	3,5	-1,9	1,6	4,2	1,1
Prix de vente unitaire	2,1	4,2	-3,7	4,0	4,5
Sur le marché intérieur ⁽¹⁾	1,7	4,5	-2,0	3,3	3,7
À l'exportation	2,4	3,8	-5,2	4,7	5,2
Coûts par unité vendue ⁽¹⁾	1,8	5,2	-4,6	4,0	5,1
Biens et services importés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

Sources: ICN, BNB.

(1) Y compris la variation des stocks.

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

GRAPHIQUE 36 INVESTISSEMENTS DES ENTREPRISES



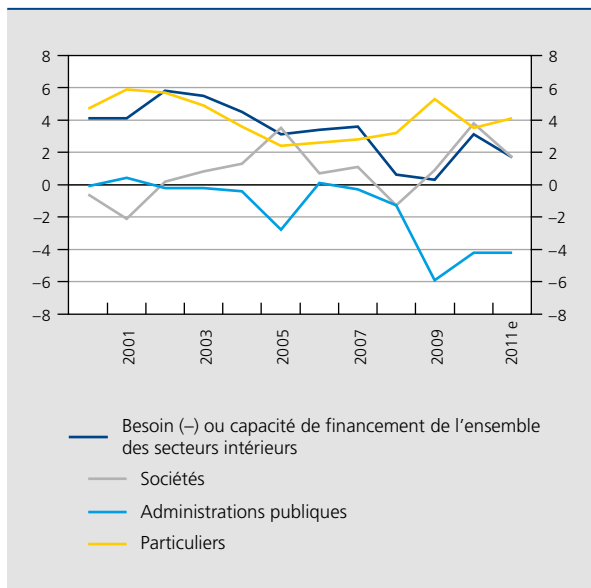
Sources: ICN, BNB.

(1) Données également corrigées des effets de calendrier.

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

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

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



Sources : ICN, BNB.

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

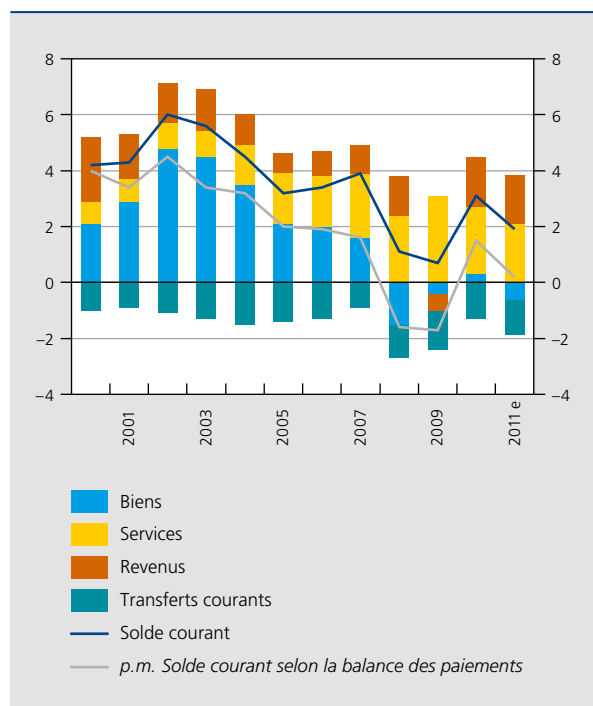
Une reprise des investissements apparaissait donc appropriée en début d'année. Toutefois, comme ce fut le cas pour l'accumulation des stocks, les nouveaux investissements se sont révélés moins utiles à la suite du ralentissement de la demande dès le deuxième trimestre. Les investissements sont certes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

3.4 Opérations courantes avec le reste du monde

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

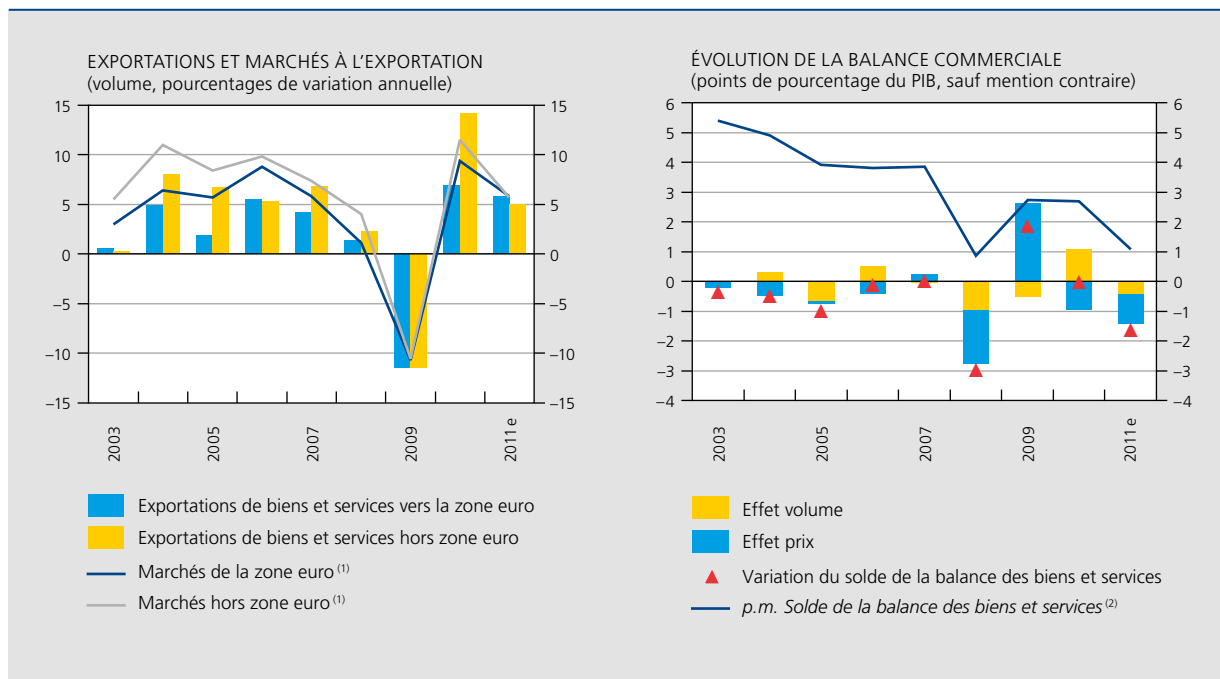
Le solde de financement de l'ensemble des secteurs intérieurs correspond, aux transferts en capital près, au solde des opérations courantes de la Belgique avec le reste du monde. Selon les comptes nationaux, alors qu'il a oscillé entre 4 et 5 % du PIB entre 1995 et 2001

GRAPHIQUE 38 SOLDE COURANT
(pourcentages du PIB)



Sources : CE, ICN, BNB.

GRAPHIQUE 39 ÉCHANGES EXTÉRIEURS DE BIENS ET SERVICES DE LA BELGIQUE



Sources: BCE, ICN.

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

(2) Pourcentages du PIB.

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

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

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

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

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

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

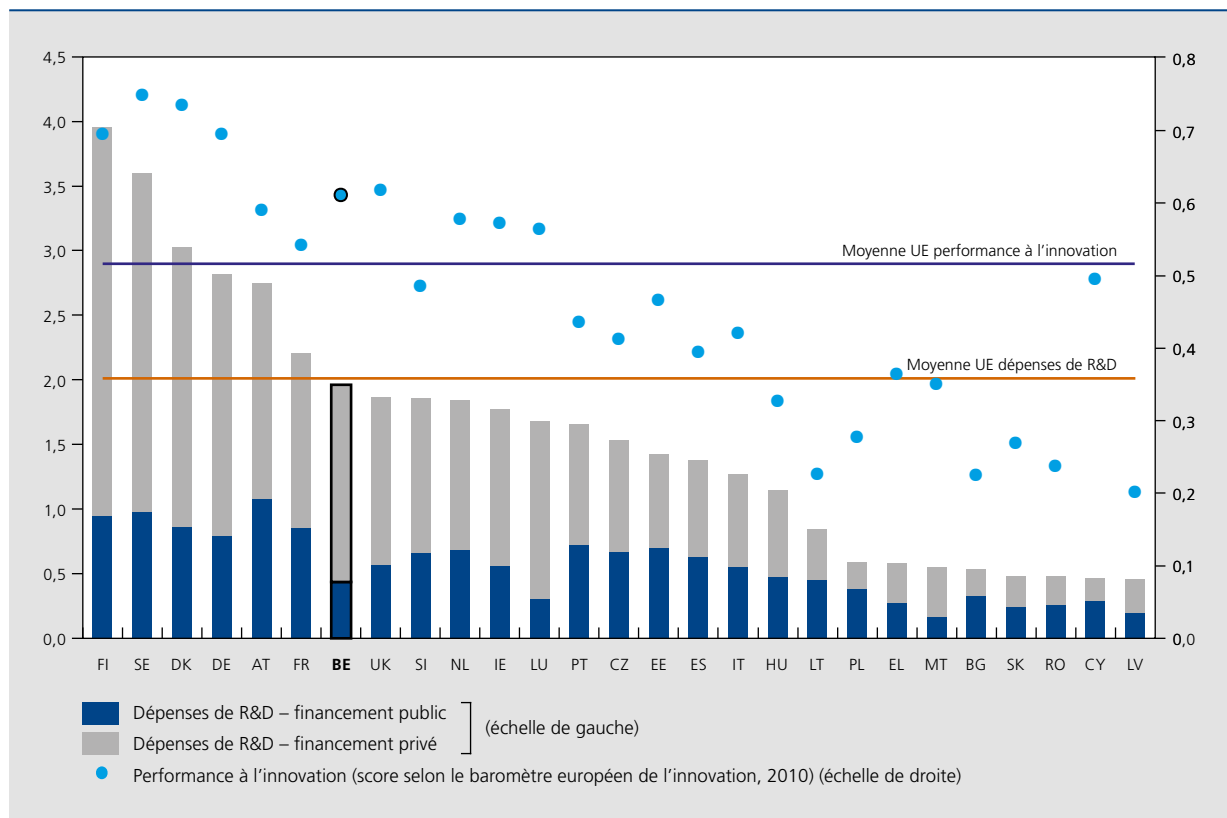
Ces économies émergentes disposant non seulement d'une main-d'œuvre abondante, mais aussi d'un accès toujours plus large à des équipements et à une technologie avancés, les produits intensifs en travail et ceux intensifs en capital font l'objet d'une pression concurrentielle toujours plus lourde. Les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

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

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

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

(pourcentages du PIB, 2009, sauf mention contraire)



Source : CE.

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

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

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

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

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

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

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

Sources : ICN, BNB.

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

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

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

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

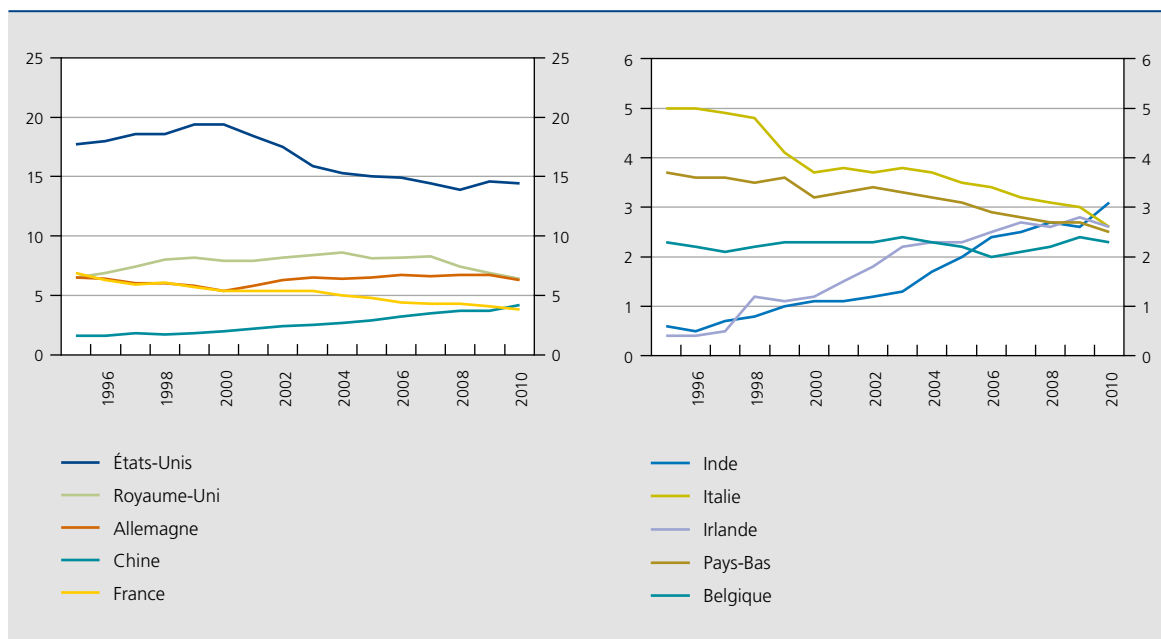
Le déficit des transferts courants opérés par les administrations publiques s'est creusé. En particulier, les contributions de la Belgique au budget européen se sont accrues – notamment celles versées au titre des droits de douane et de la contribution RNB –, tandis que les subventions reçues sont demeurées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

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

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

PART DES EXPORTATIONS DE SERVICES DANS LE COMMERCE MONDIAL DE SERVICES

(pourcentages)



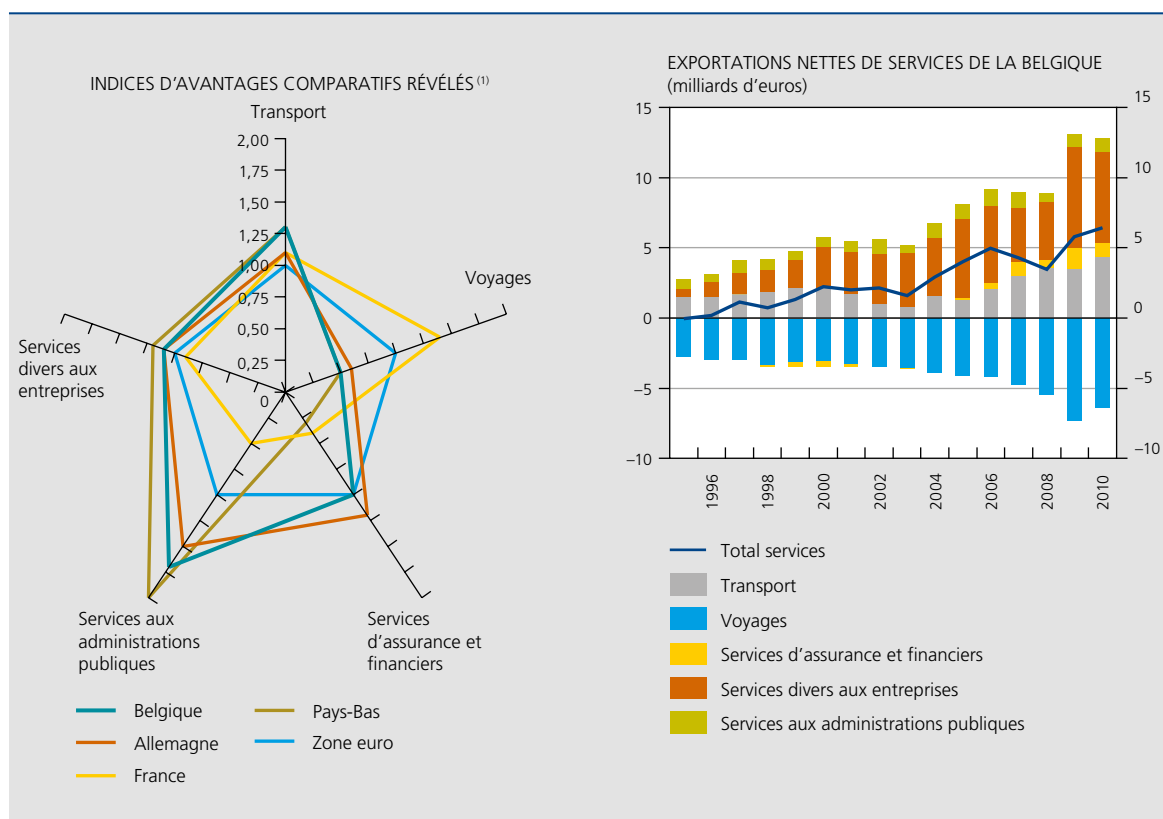
Source : CNUCED.

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

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

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

ANALYSE PAR TYPE DE SERVICES



Sources: BNB, Eurostat.

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

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

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

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

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

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

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

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

4. Prix et coûts

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

4.1 Prix à la consommation

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

(2) Fruits, légumes, viande et poisson.

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

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

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

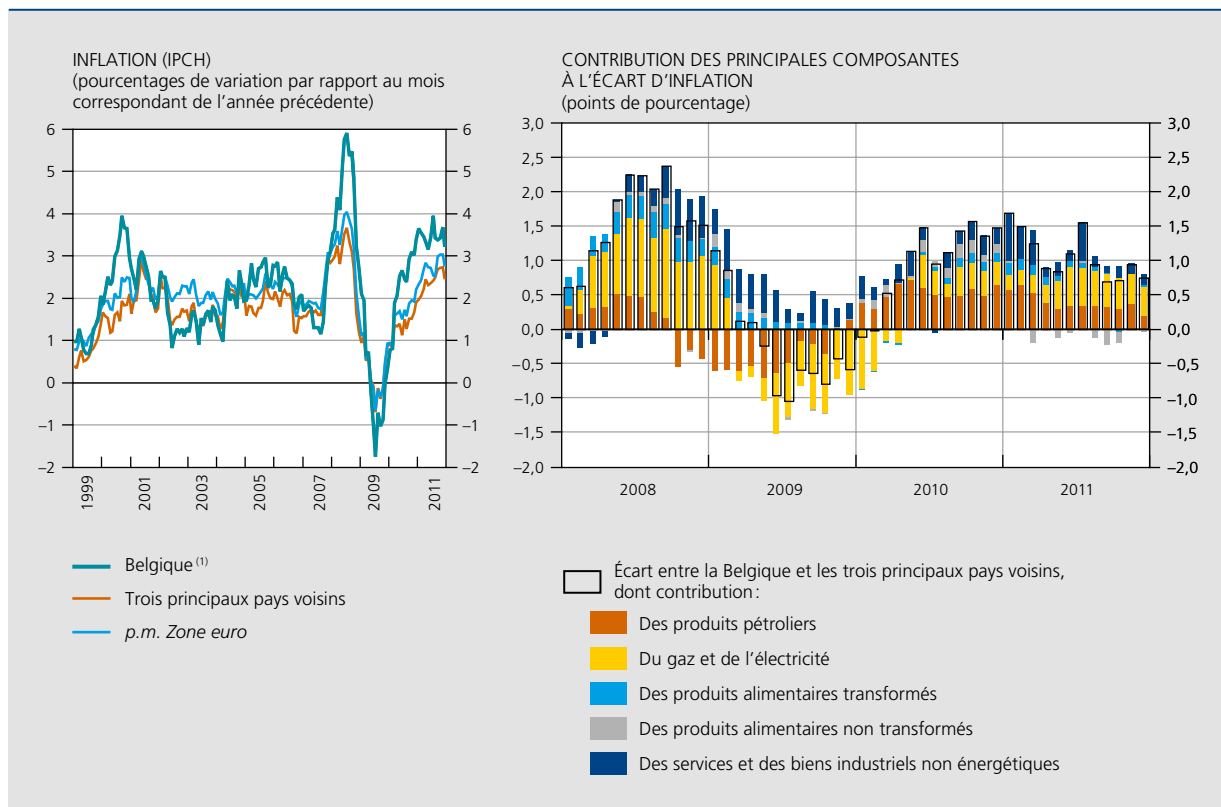
(6) Estimation sur une base annuelle du CCE.

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

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

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

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



Sources : CE, BNB.

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

Prix des produits énergétiques

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

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

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

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

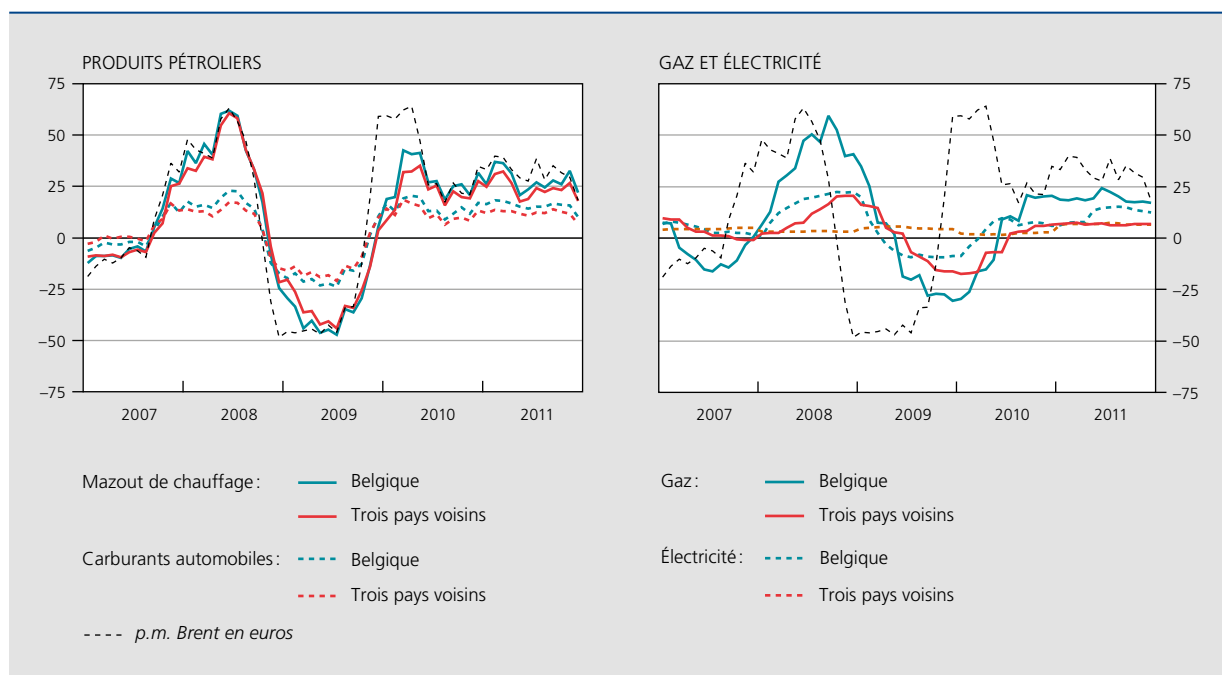
très rapide sur les prix à la consommation des produits pétroliers: il affecte presque instantanément les cotations internationales des produits raffinés et, conformément au contrat-programme, celles-ci déterminent le niveau des prix payés par les ménages, compte tenu des accises, de la TVA et des coûts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

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

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

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

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



Source : CE.

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

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

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

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

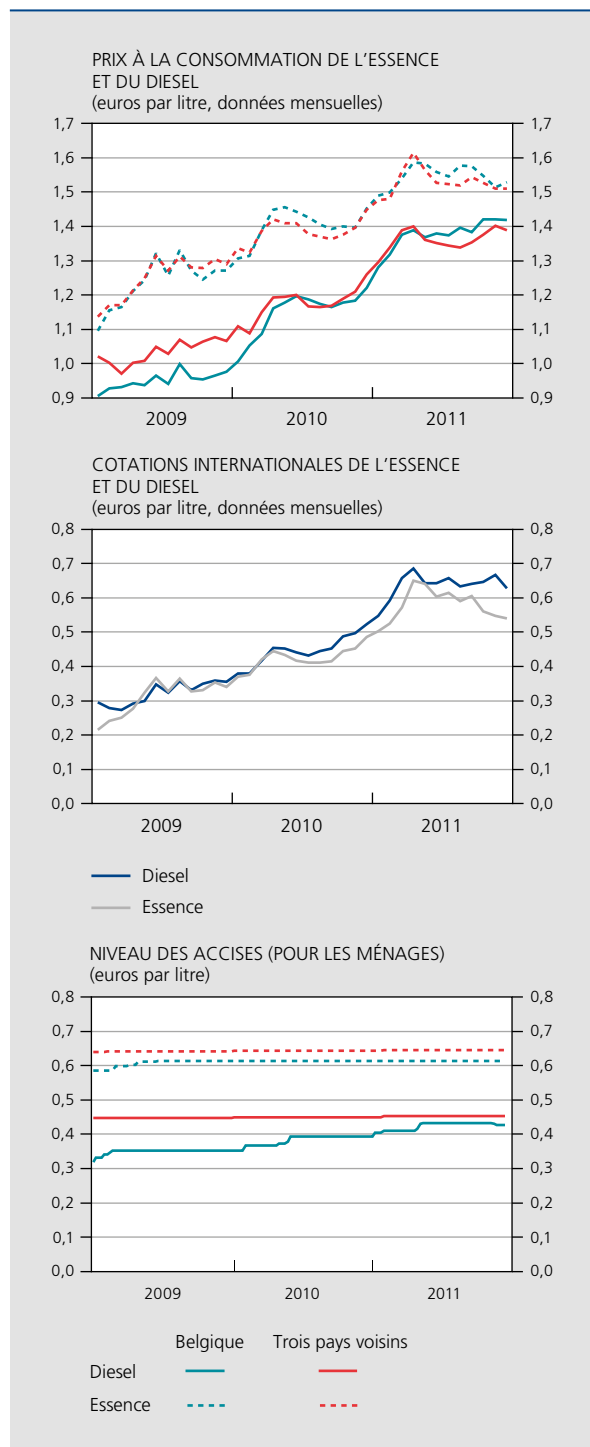
Jusqu'en 2009, le prix du litre de diesel en Belgique avait été inférieur à la moyenne des trois principaux pays voisins. L'écart avait disparu à compter de la fin du premier semestre de 2010. En 2011, le prix du diesel a dépassé celui pratiqué dans les pays voisins. Cette évolution s'explique par l'alourdissement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

À l'avenir, de nouvelles augmentations de la fiscalité sur le diesel ne sont pas à exclure. La proposition de directive sur la taxation de l'énergie présentée en avril 2011 par la CE vise à éviter les distorsions entre produits. Elle se base pour cela, d'une part, sur le contenu énergétique des produits et, d'autre part, sur leur taux d'émission de gaz à effet de serre, en pratique uniquement le CO₂. Selon ces principes, la taxation du diesel devrait être plus élevée que celle de l'essence. En effet, le contenu énergétique du diesel est supérieur de 10 % à celui de l'essence, et un litre de diesel produit 13 % de CO₂ de plus qu'un litre d'essence, sans compter les émissions d'autres gaz à effet de serre comme l'oxyde d'azote (NO_x) et la production de particules fines qui viennent s'ajouter à son passif écologique. C'est la raison pour laquelle certains pays bannissent les véhicules utilisant ce type de carburant.



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

PRIX DE L'ESSENCE ET DU DIESEL



Source : CE.

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

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

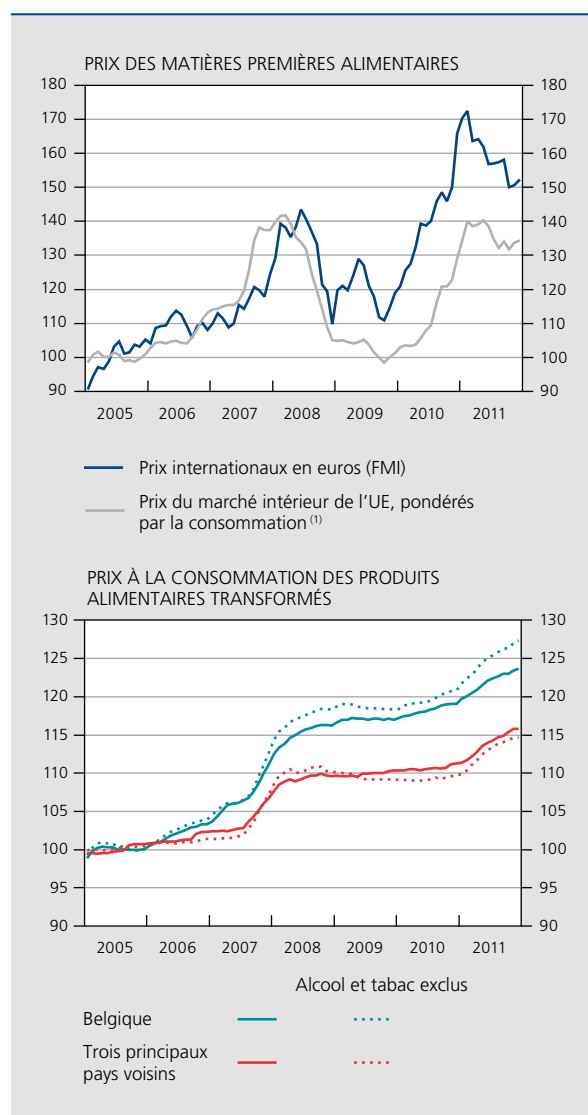
Prix des produits alimentaires

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

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

GRAPHIQUE 43 PRIX DES BIENS ALIMENTAIRES

(indices 2005 = 100)



Sources: CE, FMI, BNB.

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

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

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

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

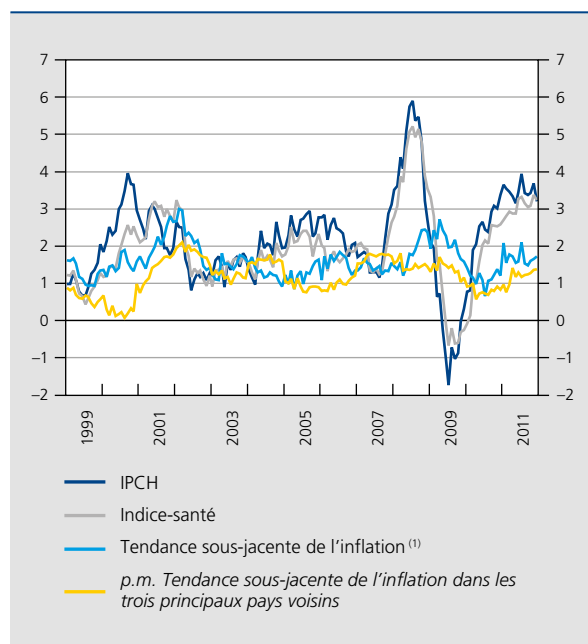
Trois phénomènes contribuent à modifier la structure du commerce depuis quelques années: le succès des *hard* et *soft discounters*, l'émergence des marques de distributeur et la progression du commerce en ligne. Tous trois tendent à exercer un effet à la baisse sur le niveau des prix, et les deux premiers,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

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

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

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

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

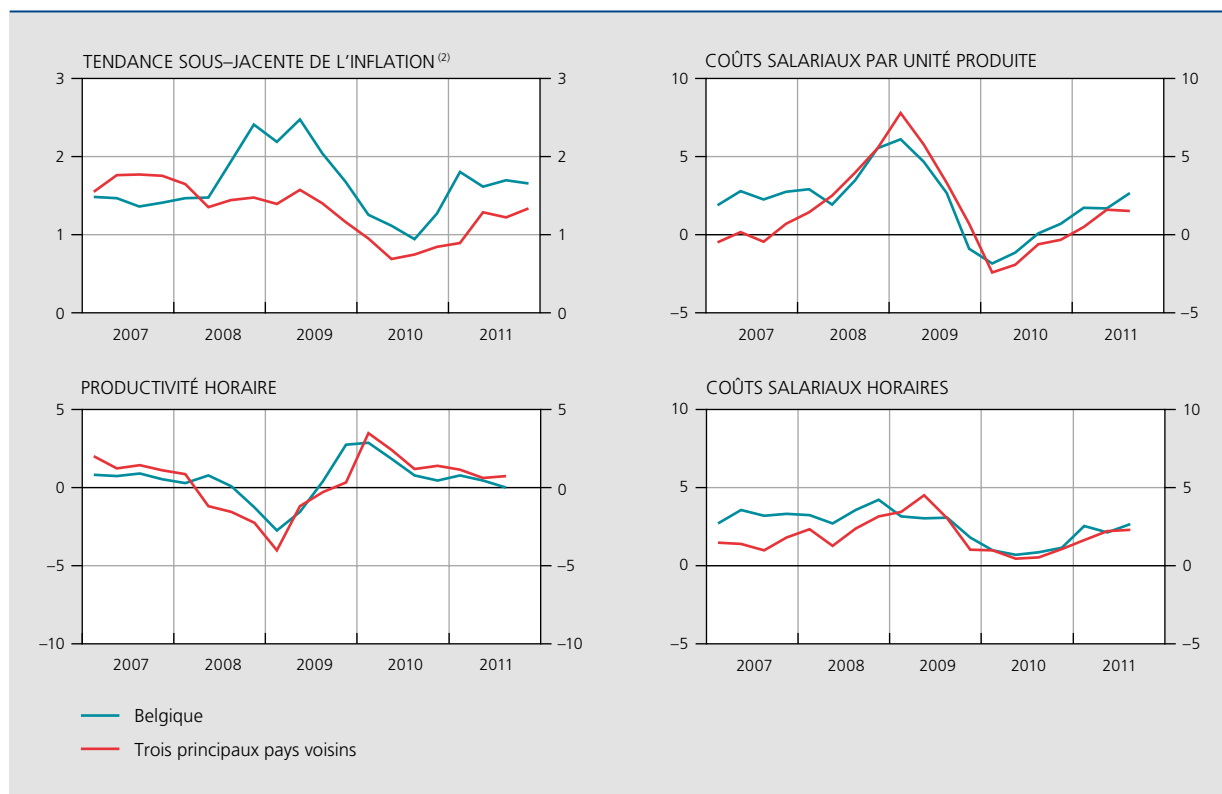


Sources: CE, DGSIE.

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

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

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



Source : CE.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

4.2 Coûts salariaux horaires et handicap salarial dans le secteur privé

Coûts salariaux horaires

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

TABLEAU 11 COÛTS SALARIAUX HORAIRES DANS LE SECTEUR PRIVÉ

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

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

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

(1) Augmentations salariales fixées en commissions paritaires.

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

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

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

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

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

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

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

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

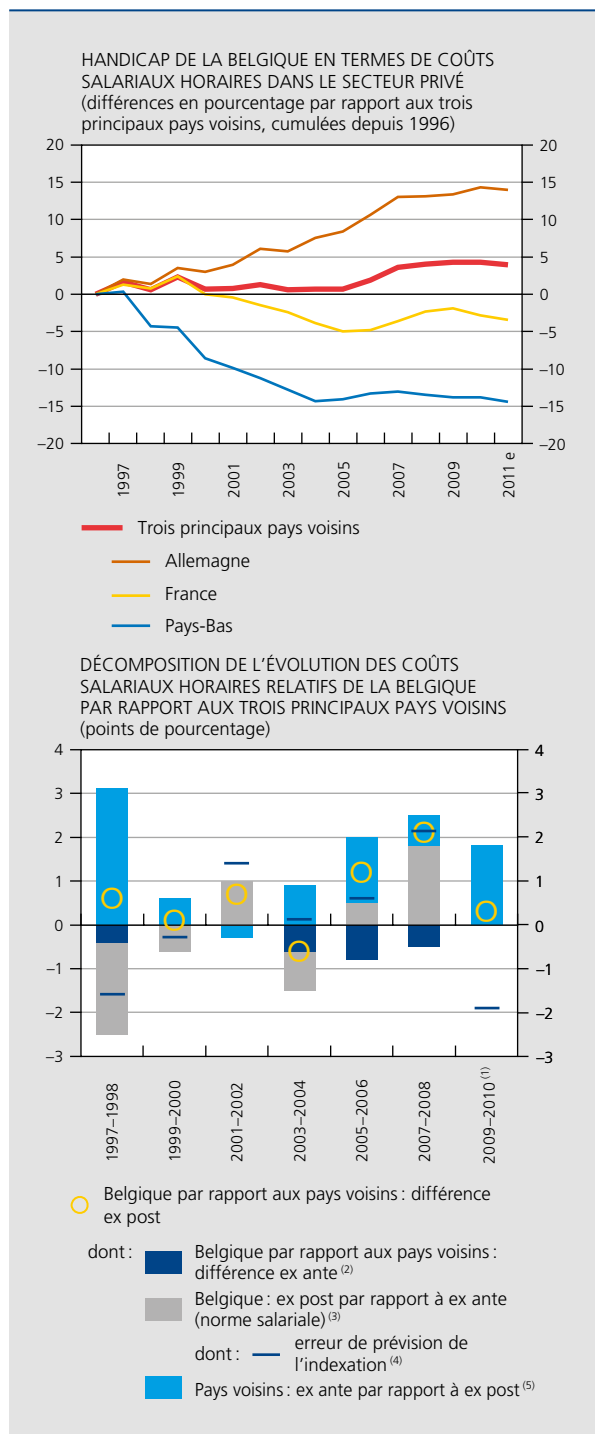
de l'octroi du montant maximal de 250 euros en 2010, ils n'ont souvent concerné qu'un montant plus faible et n'ont été délivrés que dans un nombre plus restreint de secteurs.

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

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

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

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



Source : CCE.

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

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

Handicap salarial

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

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

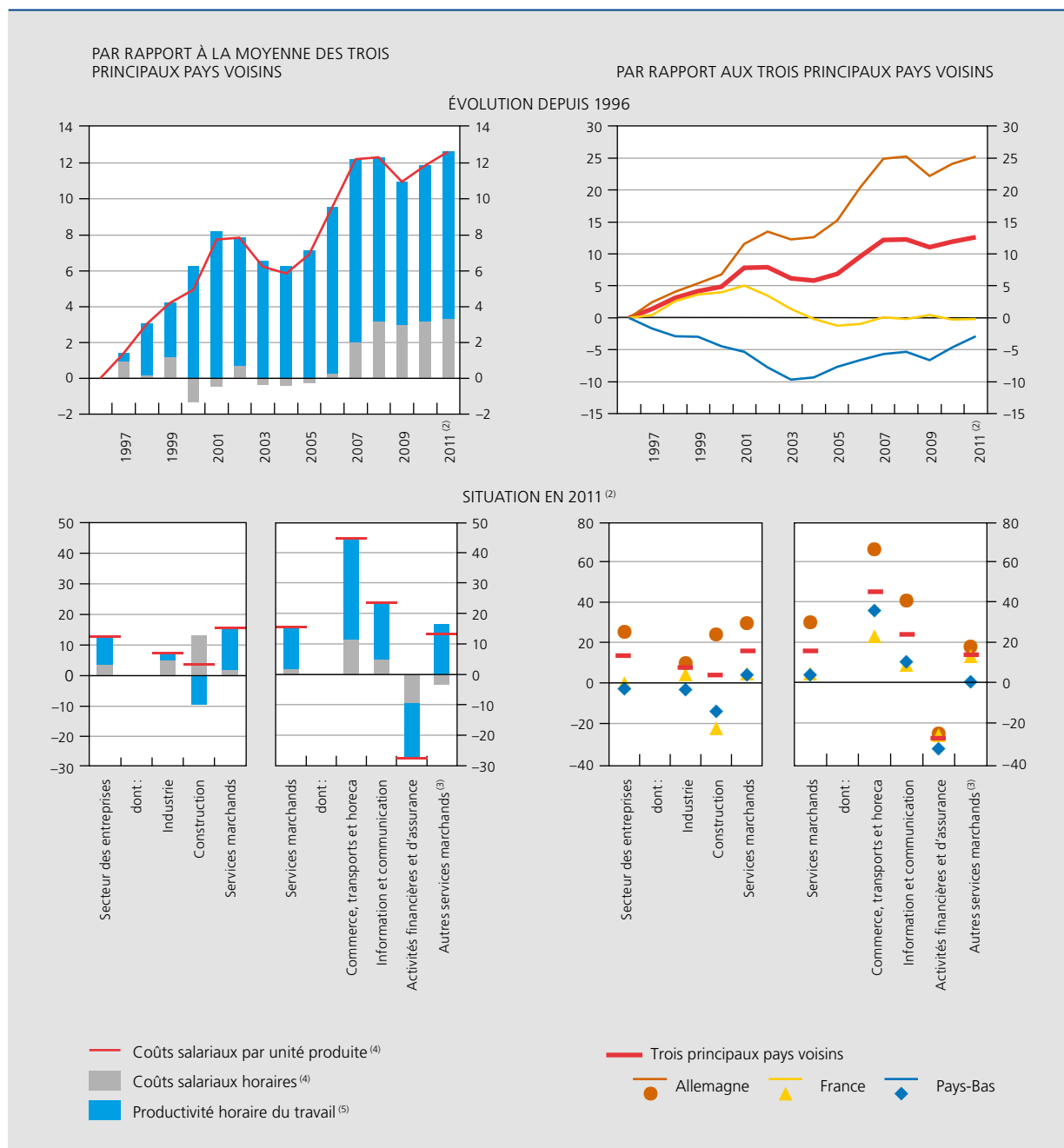
Entre 1996 et 2008, année jusqu'à laquelle une norme salariale était fixée dans le cadre de chaque accord interprofessionnel, l'écart entre les majorations des coûts salariaux horaires en Belgique et dans les trois pays voisins peut être décomposé en trois termes. Le premier situe la norme salariale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

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

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

GRAPHIQUE 47 COÛTS SALARIAUX PAR UNITÉ PRODUITE DANS LE SECTEUR DES ENTREPRISES⁽¹⁾ EN BELGIQUE

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



Source : CE.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

5. Situation financière du secteur privé

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

5.1 Particuliers

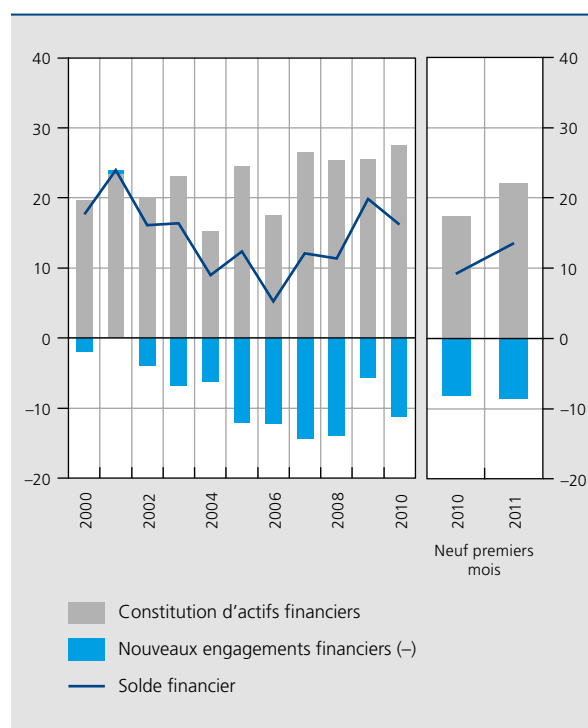
Les turbulences financières n'ont exercé qu'un effet limité sur l'activité financière des particuliers. Au cours des neuf premiers mois de 2011, les moins-values subies par les ménages ont été légèrement inférieures à l'acquisition de nouveaux actifs. Leur souscription de crédits hypothécaires est restée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

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

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

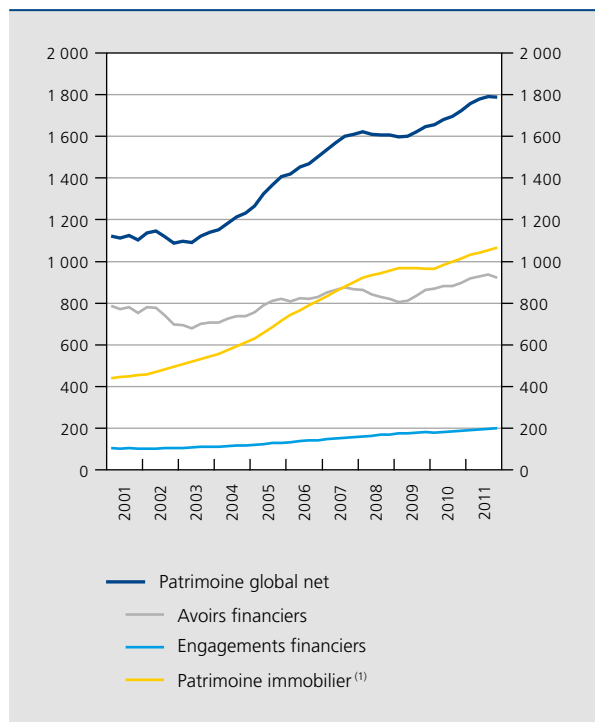
Outre les transactions, la variation des prix des actifs détenus par les ménages affecte, elle aussi, l'encours de leur portefeuille financier. Au cours des neuf premiers mois de 2010, les particuliers avaient ainsi bénéficié d'un effet de

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



Source : BNB.

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



Source : BNB.

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

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

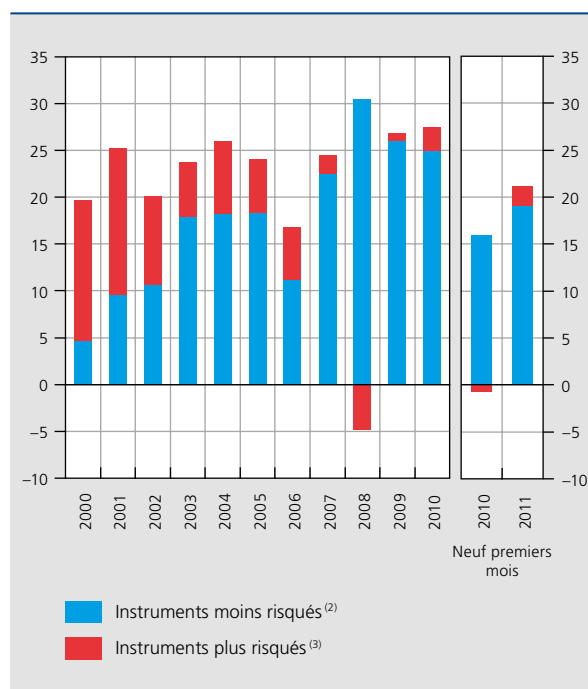
Le patrimoine immobilier des particuliers fluctue selon l'évolution des prix du logement et, dans une moindre mesure, selon la variation du parc des logements détenus. Au total, le patrimoine immobilier était estimé à 1 066 milliards d'euros au 30 septembre 2011, contre 1 031 milliards à la fin de l'année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

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

Formation d'actifs financiers

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

GRAPHIQUE 50 CONSTITUTION D'ACTIFS FINANCIERS SELON LE RISQUE ENCOURU⁽¹⁾
(milliards d'euros)



Source : BNB.

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

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

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

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

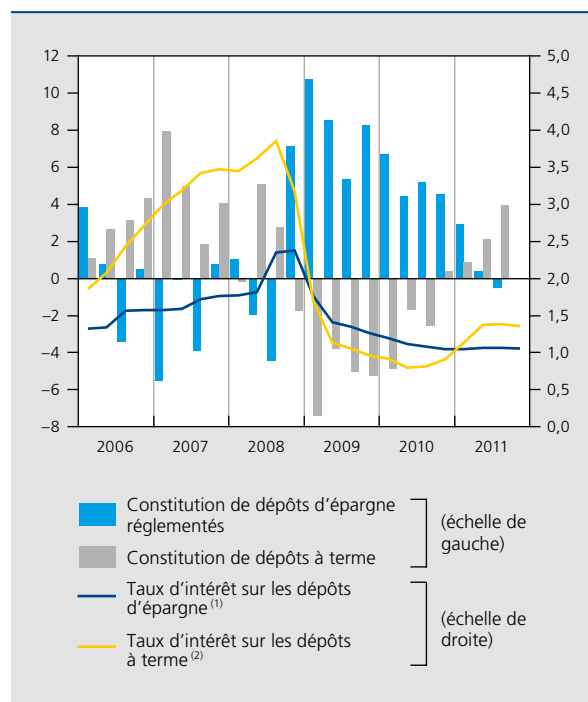
Échaudés par la chute des cours boursiers enregistrée dans le courant de 2008, les investisseurs individuels s'étaient détournés cette année-là des produits de placement réputés risqués. Dès 2009, cependant, ils ont choisi de renouer avec cette catégorie d'actifs, en misant sur la reprise éventuelle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

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

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

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

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



Source : BNB.

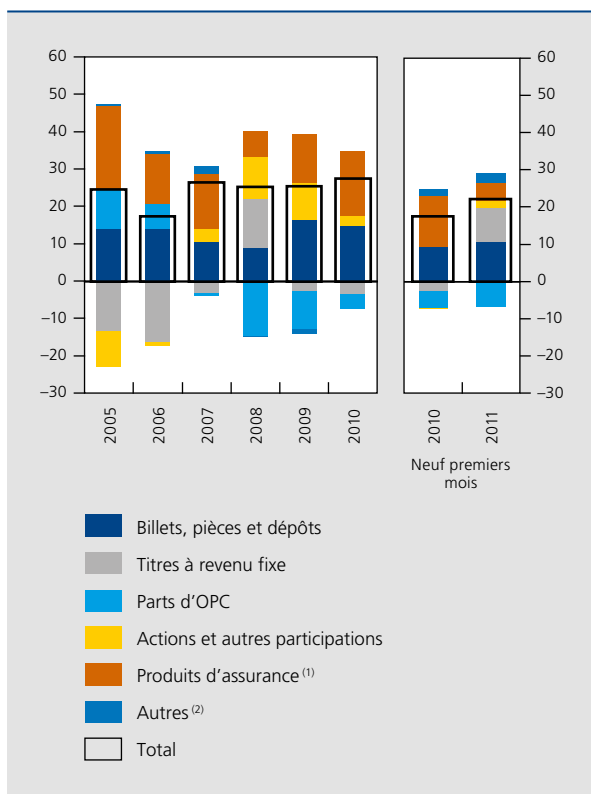
(1) Abstraction faite des primes de fidélité.

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

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

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

GRAPHIQUE 52 FORMATION D'ACTIFS FINANCIERS PAR LES PARTICULIERS
(milliards d'euros)



Source : BNB.

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

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

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

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

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

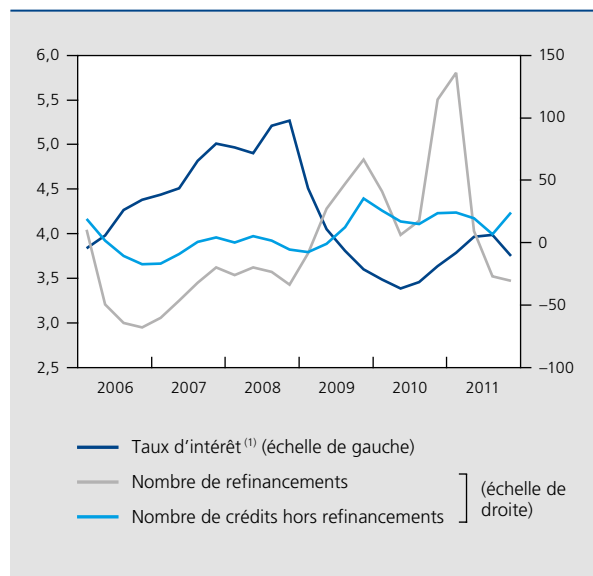
Nouveaux engagements financiers

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

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

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

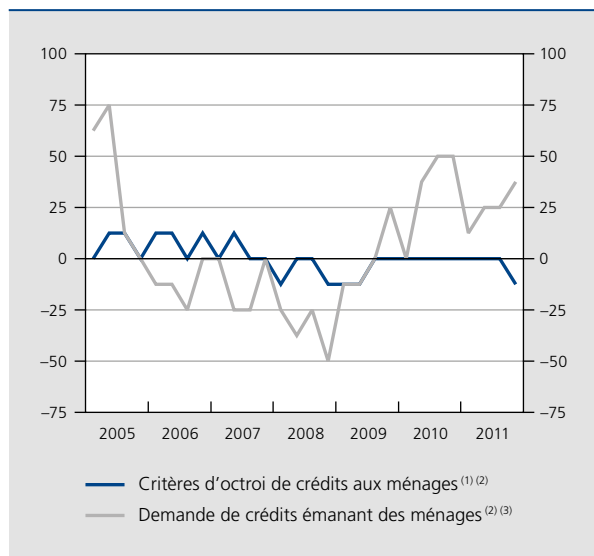
(pourcentages de variation par rapport au nombre de crédits octroyés au cours du trimestre correspondant de l'année précédente, sauf mention contraire)



Sources : UPC, BNB.

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

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



Source : BNB.

- (1) Pourcentages nets pondérés des réponses des quatre principaux établissements de crédit à l'enquête de l'Eurosystème sur la distribution du crédit bancaire, indiquant le degré d'assouplissement ou de durcissement (-) des critères d'octroi de crédits.
- (2) Les réponses sont pondérées en fonction de l'éloignement par rapport à la réponse « neutre » : la mention d'une évolution « sensible » des critères d'octroi ou de la demande de crédits se voit attribuer un poids deux fois plus grand que la mention d'une évolution « légère ».
- (3) Pourcentages nets pondérés des réponses des quatre principaux établissements de crédit à l'enquête de l'Eurosystème sur la distribution du crédit bancaire, indiquant le degré d'accroissement ou d'affaiblissement (-) de la demande de crédits.

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

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

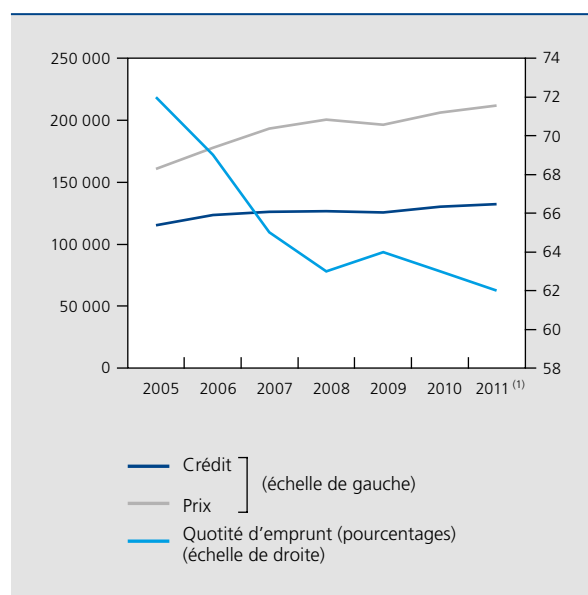
La progression des crédits souscrits en vue d'une rénovation s'explique notamment par le soutien des pouvoirs publics. Lancé en 2009, le dispositif du « crédit vert », qui a pris fin le 31 décembre 2011, consistait en une réduction d'intérêt de 1,5 point de pourcentage sur

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

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

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

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



Sources : UPC, BNB.

(1) Estimation.

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

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

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

5.2 Sociétés non financières

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

Transactions financières

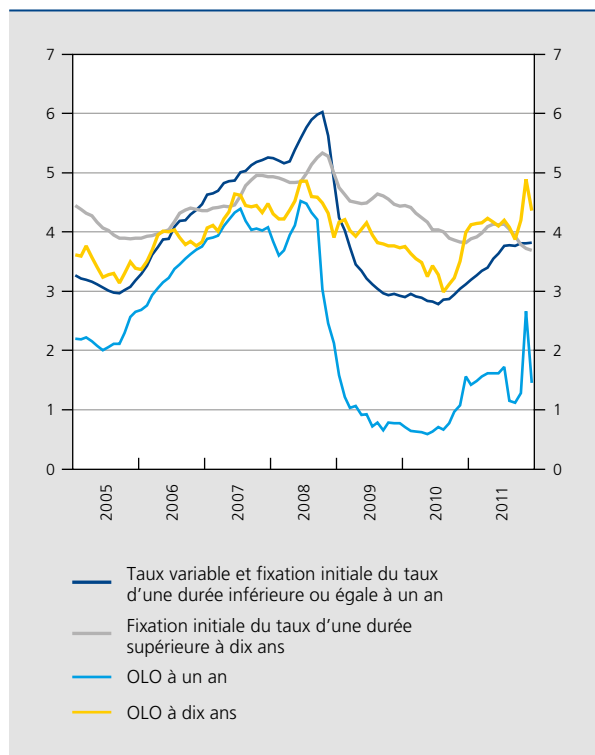
Au cours des neuf premiers mois de 2011, les sociétés non financières ont dégagé un solde financier positif, comme l'année précédente, ce qui signifie qu'elles ont intégralement couvert par l'autofinancement leurs investissements en capital fixe et la variation de leurs stocks. Leur formation d'actifs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

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

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

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

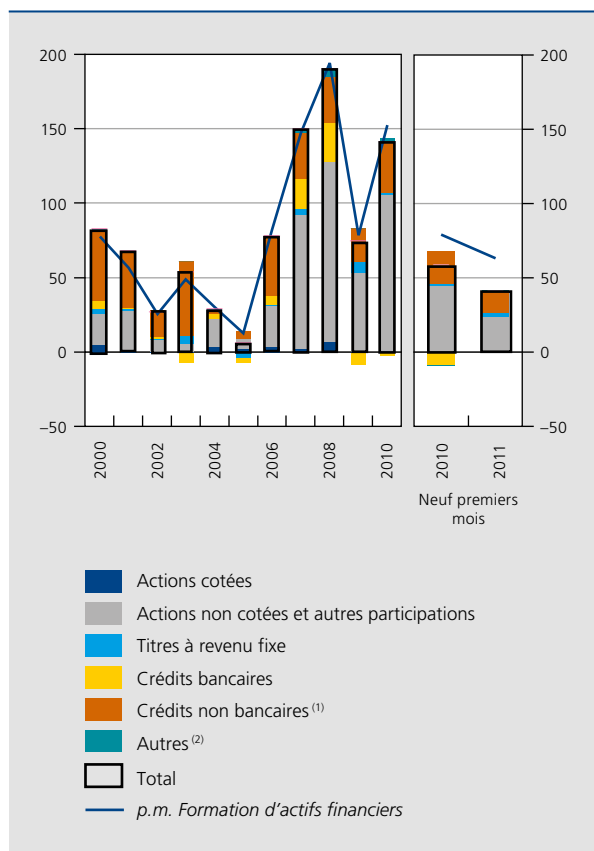
(données mensuelles)



Source : BNB.

GRAPHIQUE 57 NOUVEAUX ENGAGEMENTS FINANCIERS DES SOCIÉTÉS NON FINANCIÈRES

(milliards d'euros)



Source : BNB.

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

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

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

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

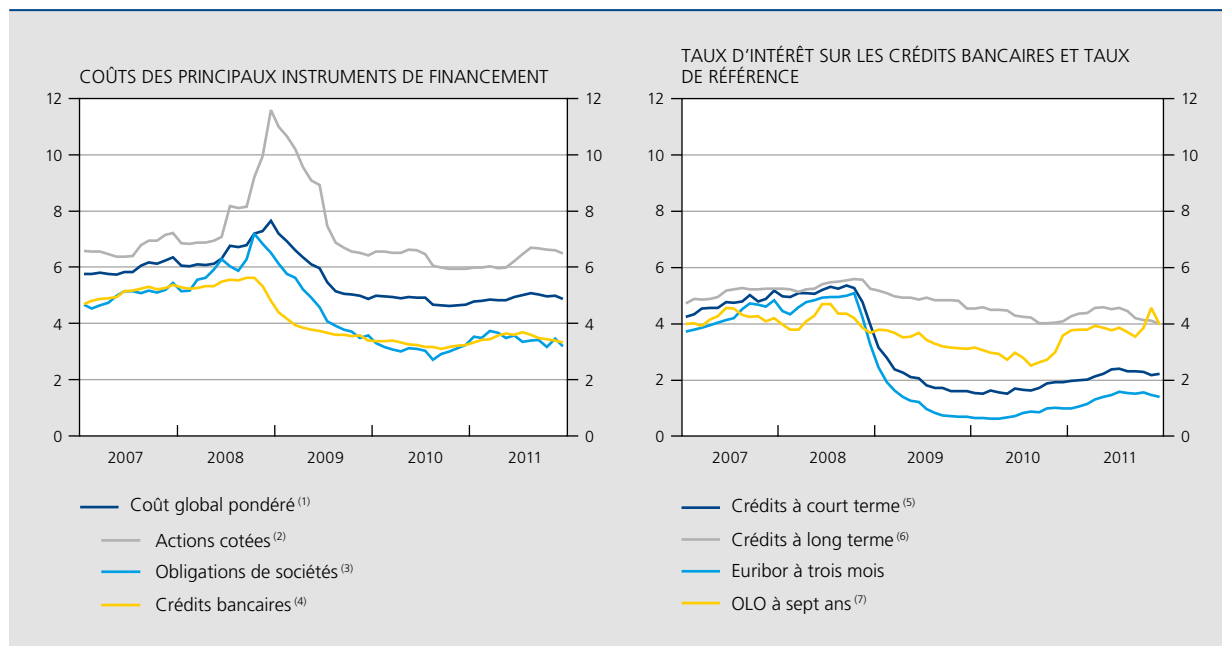
Conditions de financement

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

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

GRAPHIQUE 58 COÛTS DU FINANCEMENT EXTERNE DES SOCIÉTÉS NON FINANCIÈRES

(données mensuelles, pourcentages)



Sources : Thomson Reuters Datastream, BNB.

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

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

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

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

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

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

Crédits bancaires

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

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

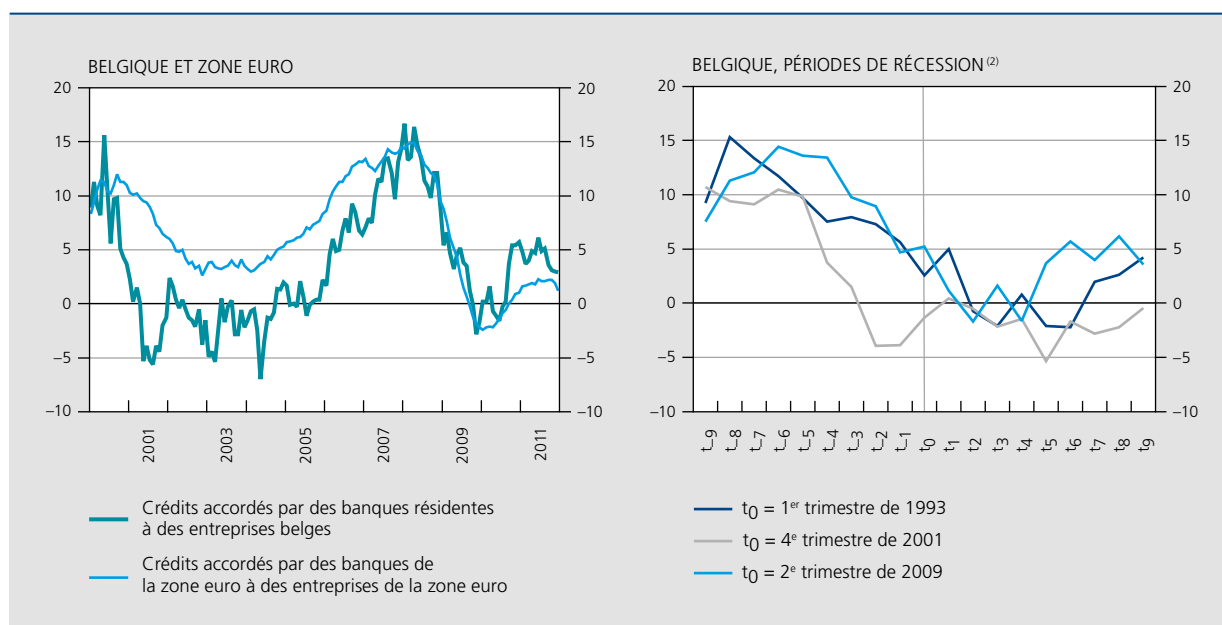
Il ressort d'une comparaison avec la zone euro que l'octroi de crédits en Belgique s'est assez nettement redressé. Depuis l'étiage atteint à la fin de 2009, la croissance du crédit a presque continuellement dépassé celle observée au sein de la zone euro, grâce notamment à de meilleures

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

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

GRAPHIQUE 59 CRÉDITS BANCAIRES AUX SOCIÉTÉS NON FINANCIÈRES⁽¹⁾

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



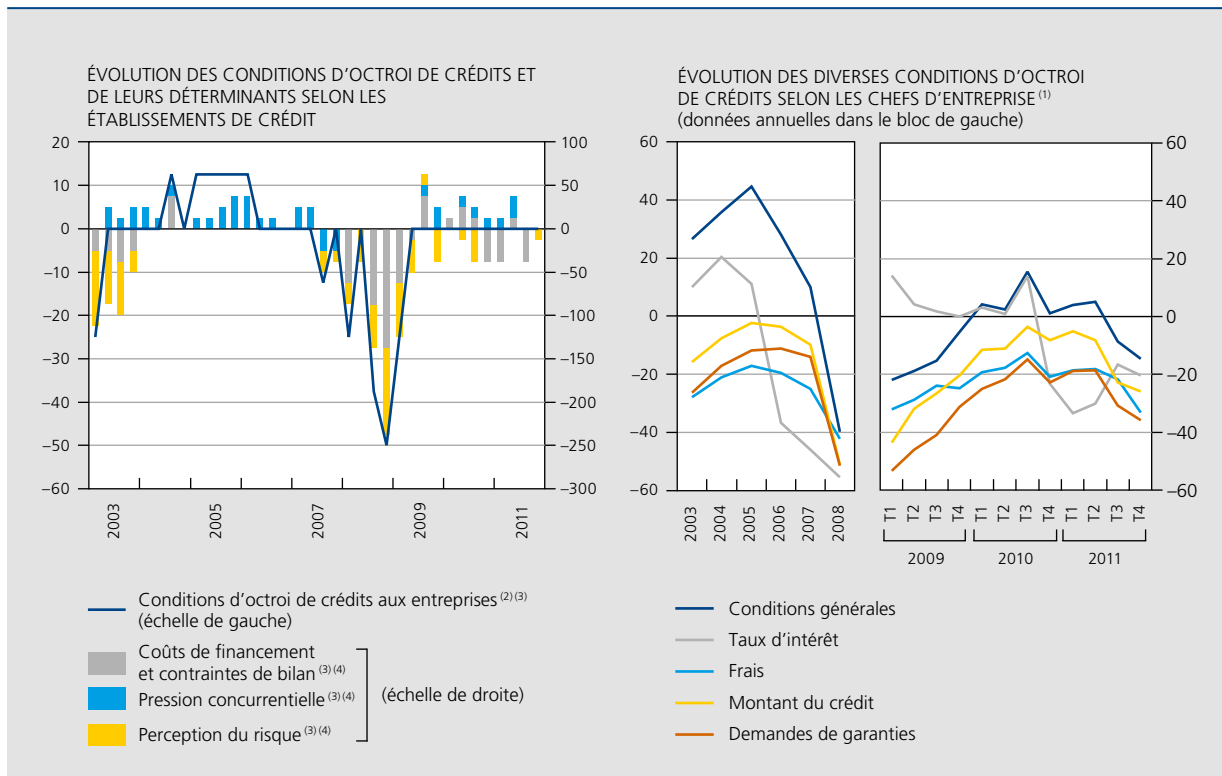
Sources : BCE, BNB.

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

(2) La période t₀ correspond au trimestre au cours duquel la croissance du PIB réel à un an d'écart a atteint un creux.

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

(données trimestrielles, sauf mention contraire)



Source : BNB (enquête de l'Eurosystème sur la distribution du crédit bancaire et enquête de la BNB sur les conditions d'accès au crédit menée auprès des chefs d'entreprise).
 (1) Solde, en pourcentage, des réponses des chefs d'entreprise interrogés indiquant leur appréciation favorable ou défavorable (-) des conditions d'accès au crédit bancaire. Disponible sur une base annuelle de 2002 à 2008 inclus et sur une base trimestrielle à partir de 2009.
 (2) Pourcentages nets pondérés des réponses des établissements de crédit à l'enquête de l'Eurosystème sur la distribution du crédit bancaire, indiquant le degré d'assouplissement ou de durcissement (-) des critères d'octroi de crédits.
 (3) Les réponses sont pondérées en fonction de l'éloignement par rapport à la réponse « neutre » : la mention d'une évolution « sensible » des critères d'octroi se voit attribuer un poids deux fois plus grand que la mention d'une évolution « légère ».
 (4) Pourcentages nets pondérés des réponses des établissements de crédit interrogés sur les critères d'octroi de crédits. Un pourcentage négatif (positif) correspond à un critère au travers duquel le resserrement (l'assouplissement) s'est manifesté. Les réponses aux différentes sous-questions ont été cumulées.

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

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

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

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

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

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

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

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

Titres à revenu fixe

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

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

Actions

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

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

5.3 Actifs et engagements financiers totaux de l'économie belge

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Source: BNB.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

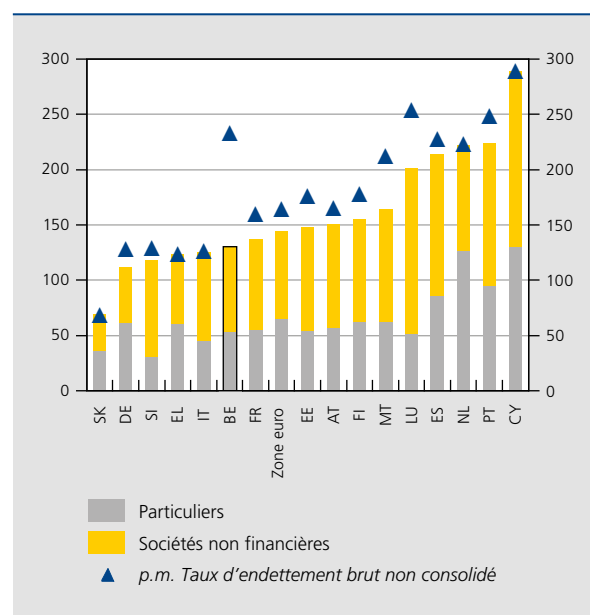


Alors que les données non consolidées sont surtout utiles pour disposer, par exemple, d'un aperçu de la structure de financement des secteurs, les données consolidées semblent mieux indiquées afin d'évaluer la santé financière du secteur. Ainsi, l'octroi de crédits entre entreprises – en particulier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

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

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

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



Sources : CE, BNB.

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

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



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

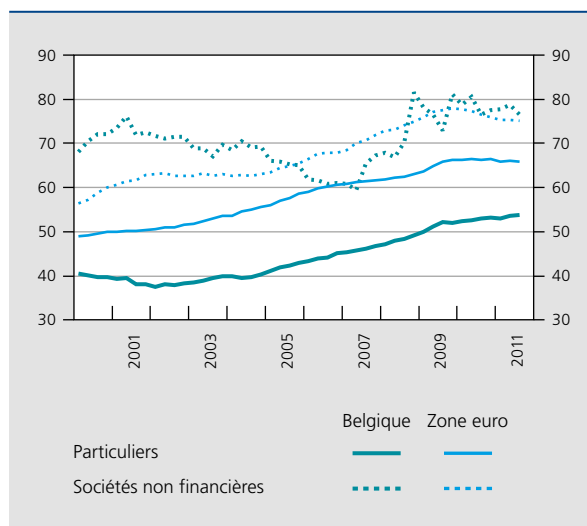
La faiblesse relative du taux d'endettement consolidé du secteur privé belge est donc principalement le fait des particuliers, qui présentent un taux d'endettement structurellement moins élevé que leurs homologues de la zone euro. La situation des sociétés non financières est en revanche proche de la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

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

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

TAUX D'ENDETTEMENT BRUT CONSOLIDÉ DU SECTEUR PRIVÉ NON FINANCIER ⁽¹⁾

(données à fin de trimestre, pourcentages du PIB)



Sources : CE, BNB.

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

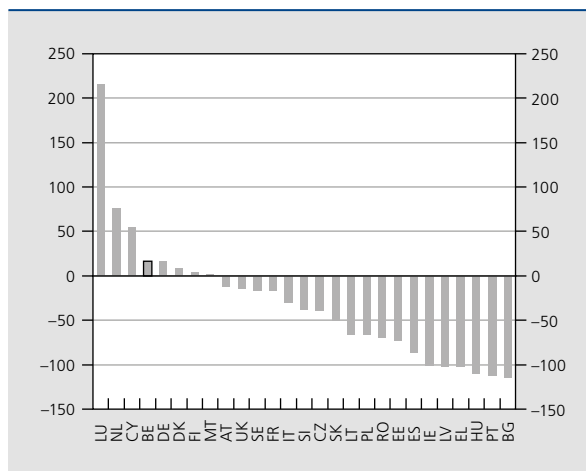
La Belgique détient ainsi globalement plus d'actifs financiers que d'engagements. Cette position extérieure nette positive, qui résulte de l'accumulation, au fil des ans,

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

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

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

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



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

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

6. Finances publiques

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

6.1 Solde de financement et dette des administrations publiques

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

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

TABLEAU 13 NORMES RELATIVES AU SOLDE DE FINANCEMENT DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES⁽¹⁾
(pourcentages du PIB)

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

Sources: ICN, SPF Finances, BNB.

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

(2) En termes structurels.

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

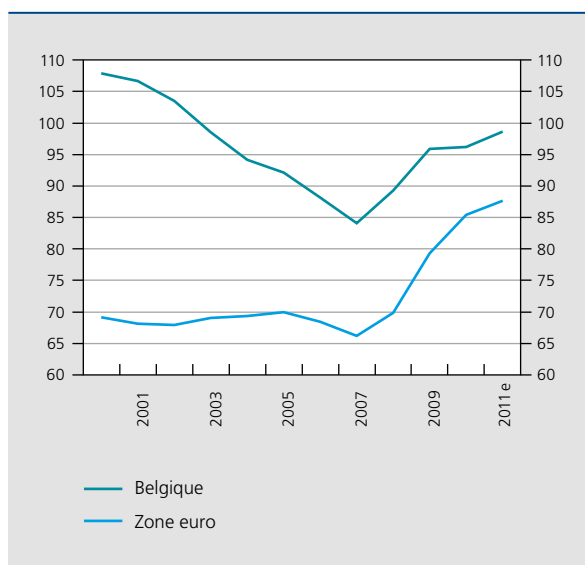
(4) Selon la méthodologie décrite dans Bouthevillain C., Ph. Cour-Thimann, G. van den Dool, P. Hernández de Cos, G. Langenus, M. Mohr, S. Momigliano et M. Tujula (2001), *Cyclically adjusted budget balances: An alternative approach*, ECB, Working Paper 77.

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

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

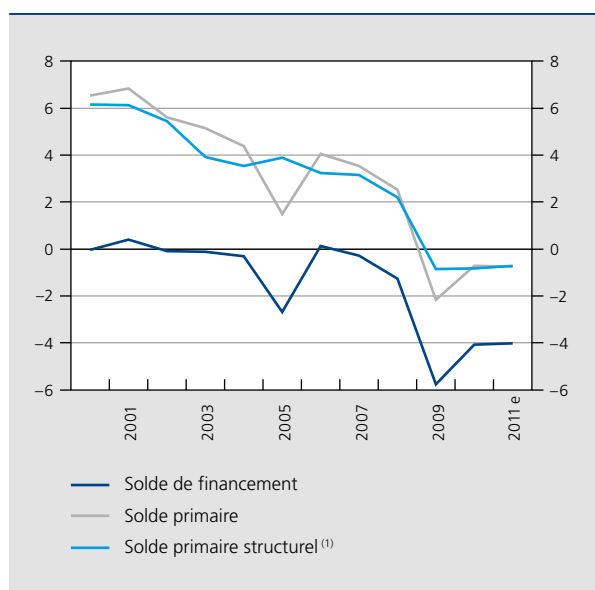
Selon les prévisions d'automne 2011 de la CE, le déficit structurel aurait reculé de 0,3 point de pourcentage du PIB. Ces prévisions présument toutefois que l'objectif

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



Sources : CE, ICN, BNB.

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



Sources : ICN, BNB.

(1) Selon la méthodologie du SEBC.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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



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

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

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

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

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

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

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



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

6.2 Recettes

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

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

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

TABLEAU 14 RECETTES DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES⁽¹⁾
(pourcentages du PIB)

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

Sources : ICN, BNB.

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

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

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

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

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

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

davantage que la base imposable. L'indexation annuelle des barèmes utilisés pour le calcul du précompte professionnel est, en effet, réalisée sur la base de l'augmentation moyenne des prix à la consommation durant l'année précédente. Couplée à la progressivité des barèmes fiscaux, l'accélération de l'inflation a dès lors exercé une incidence haussière d'environ 140 millions d'euros sur les recettes au titre du précompte professionnel. Toutefois, cette hausse ne s'est pas traduite par une amélioration de ces recettes en pourcentage du PIB.

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

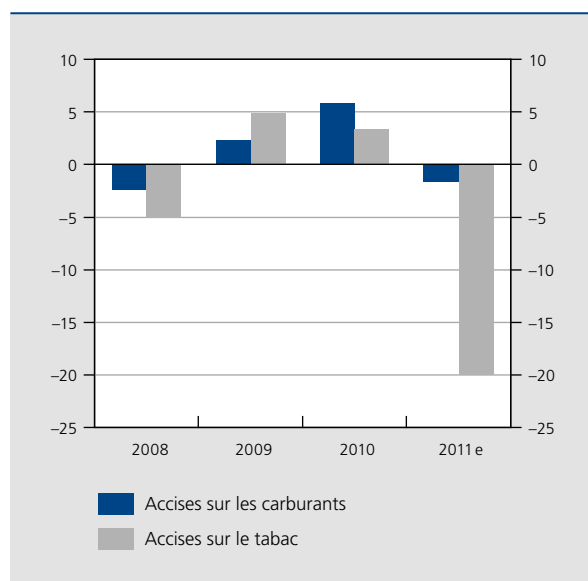
Malgré la légère hausse de la part des salaires dans la valeur ajoutée de l'économie belge, les cotisations sociales sont demeurées pratiquement stables en proportion du PIB. En effet, une série de mesures ont continué d'atténuer ces cotisations. Ainsi, la réduction structurelle forfaitaire des cotisations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

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

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

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

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



Sources : ICN, BNB.

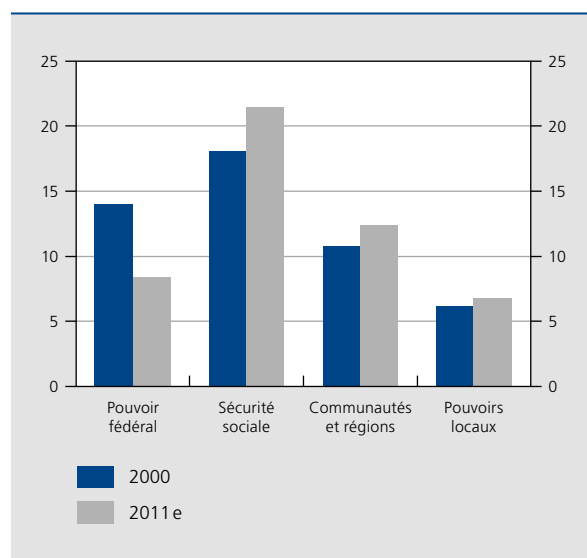
d'augmenter les recettes de TVA d'environ 100 millions. Ces recettes sont dès lors restées pratiquement stables en pourcentage du PIB. Enfin, le versement de 250 millions d'euros par la société de provisionnement nucléaire, perçu chaque année entre 2008 et 2010, ne l'a pas été en 2011.

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

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

GRAPHIQUE 65 RECETTES PAR SOUS-SECTEUR DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES

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



Sources : ICN, BNB.

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

6.3 Dépenses primaires

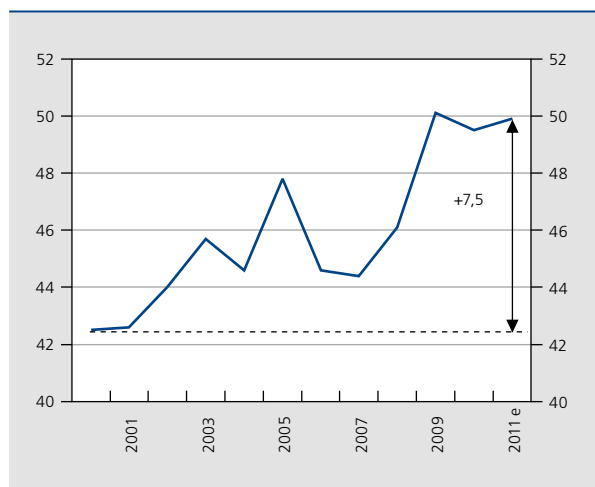
Les dépenses primaires des administrations publiques, c'est-à-dire leurs dépenses à l'exclusion des charges d'intérêts, ont accusé une progression de 0,4 point de pourcentage du PIB par rapport à 2010. Elles ont ainsi atteint 49,9 % du PIB, restant à un niveau très élevé d'un

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

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

Sources : ICN, BNB.

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



Sources : ICN, BNB.

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

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

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

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

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

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

Sources : DGSIE, ICN, BNB.

(1) Pourcentages du PIB.

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

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

(4) Données corrigées des effets de calendrier.

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

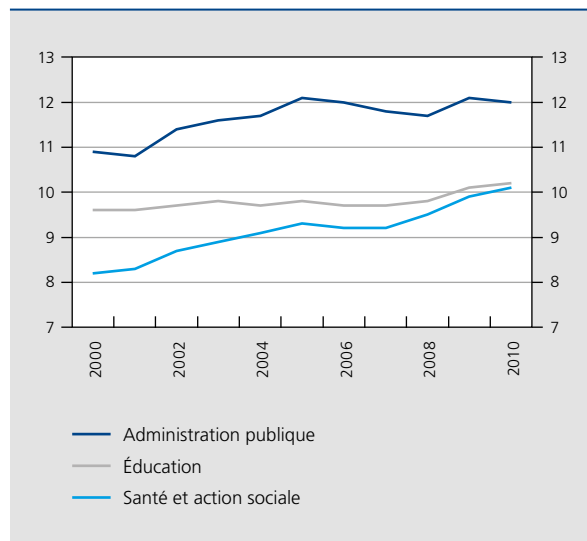
Le mécanisme d'indexation automatique des rémunérations de la fonction publique et des prestations sociales constitue un troisième facteur exogène qui influence l'évolution réelle des dépenses primaires. Via ce mécanisme, ces rémunérations et prestations, qui représentent plus de 60 % des dépenses primaires,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

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

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

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

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



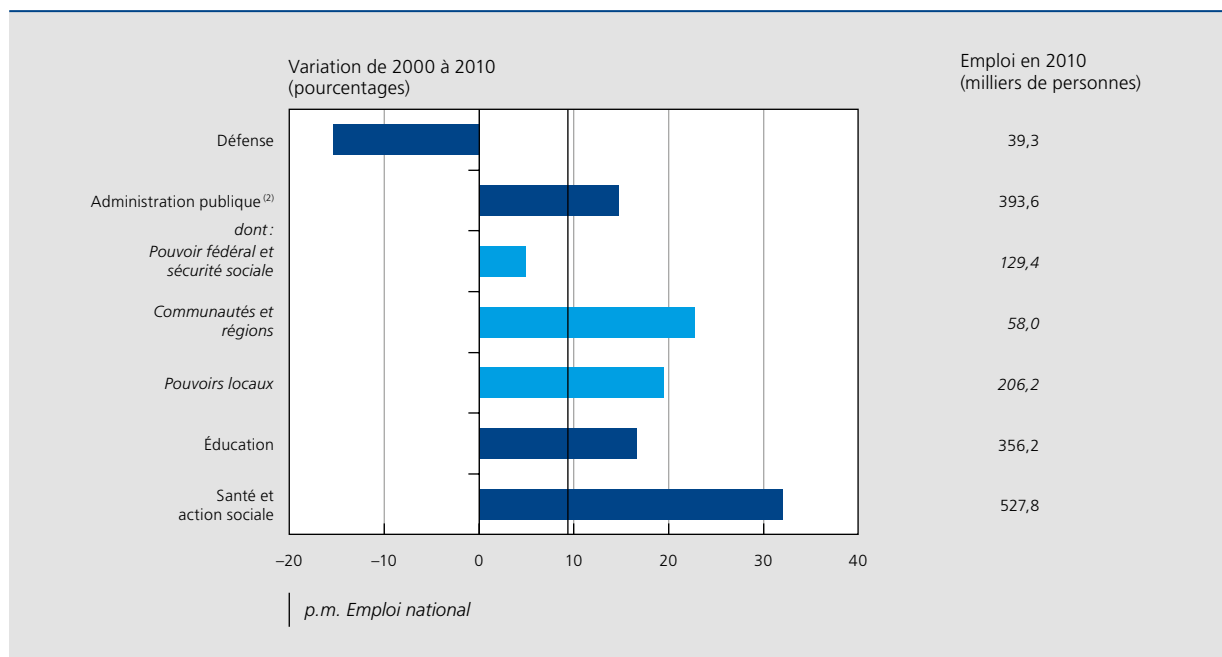
Sources : ICN, BNB.

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

L'évolution de l'emploi constitue un déterminant important de la hausse des rémunérations des salariés dans ces branches d'activité. Au cours de la période 2000-2010, le nombre d'emplois s'y est accru de plus de 20 %, soit une croissance beaucoup plus soutenue que celle de l'emploi national total, qui a atteint 9,4 %.

Entre 2000 et 2010, l'emploi dans la branche d'activité administration publique a affiché une croissance de 11,1 %. Abstraction faite de la diminution de plus de 7 000 unités du nombre de travailleurs du ministère de la Défense, la hausse a été de 14,7 %. Hors la Défense, l'emploi au sein du pouvoir fédéral et de la sécurité sociale a augmenté de 4,9 %. S'agissant des communautés et régions, ainsi que des pouvoirs locaux, le nombre de travailleurs actifs dans la branche d'activité administration publique a progressé de respectivement 22,7 et 19,5 %. Dans la branche de l'éducation, le nombre de travailleurs a crû de 16,6 %. La hausse modérée de la part des salaires de ce secteur dans la masse salariale totale est attribuable à la proportion élevée et croissante de travailleurs à temps partiel dans l'éducation, celle-ci étant d'environ 40 % en 2010. Enfin, dans la branche de la santé et de l'action sociale, l'emploi a augmenté de pas moins de 32 % au cours de la période considérée.

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



Sources : ICN, BNB.

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

(2) Administration publique hors Défense.

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

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

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

TABLEAU 17 DÉPENSES PRIMAIRES CORRIGÉES⁽¹⁾ PAR SOUS-SECTEUR DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES⁽²⁾

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

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

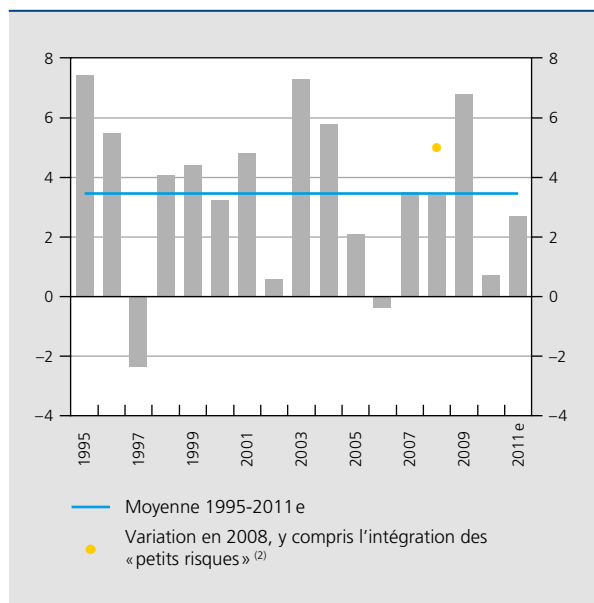
Sources : DGSIE, ICN, BNB.

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

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

GRAPHIQUE 69 DÉPENSES PUBLIQUES DE SOINS DE SANTÉ⁽¹⁾

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



Sources : ICN, BNB.

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

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

sociale, ont augmenté de 2,7 % en volume. Les dépenses réelles en matière de pensions ont crû à peu près au même rythme que l'année précédente. L'incidence des mesures prises par les pouvoirs publics en vue de relever les pensions minimales et les pensions des personnes plus âgées s'est élevée à quelque 90 millions d'euros. Enfin, les allocations de maladie et d'invalidité, les indemnités de chômage et les allocations familiales ont été adaptées au bien-être, pour un coût total de 230 millions. À la suite de ces mesures, mais également de l'augmentation du nombre de personnes concernées, les allocations de maladie et d'invalidité ont encore affiché une très vive croissance en 2011. La tendance observée depuis plusieurs années en la matière s'est donc poursuivie en 2011.

Enfin, les subsides versés par la sécurité sociale aux entreprises ont, à l'instar des années précédentes, largement augmenté. Outre les dépenses liées aux titres-services, il convient de mentionner celles ayant trait aux mesures d'activation. Sous l'effet principalement du plan d'embauche « Win-Win », les subventions d'activation ont progressé de respectivement 140 et 245 millions d'euros en 2010 et 2011. Le plan « Win-Win » cible les travailleurs appartenant à certains groupes à risque qui ont été

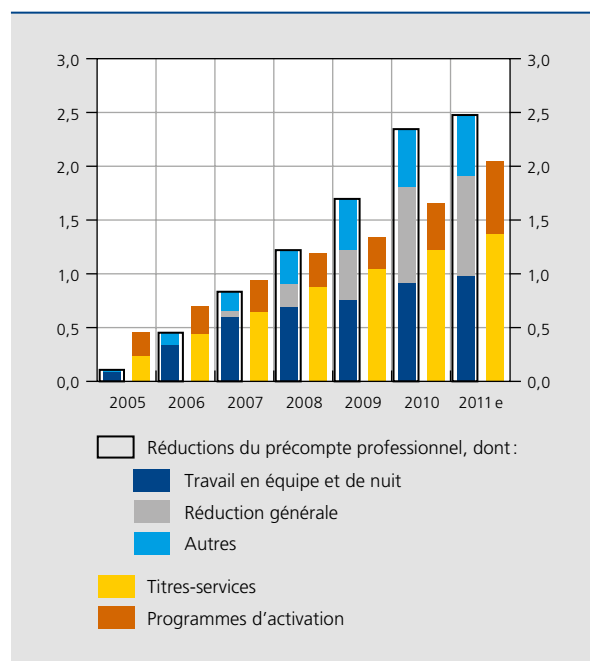
engagés au cours de la période 2010-2011. Ces derniers ont pu bénéficier d'une allocation de travail plus élevée, pouvant atteindre 1 100 euros par mois. L'enveloppe destinée aux titres-services a de nouveau enflé – de 140 millions – pour s'établir à près de 1,4 milliard d'euros. Ce montant ne tient pas compte des déductions fiscales dont bénéficient, en outre, les utilisateurs de ces titres au moment de l'enrôlement à l'impôt des personnes physiques.

Les communautés et régions ont freiné la croissance de leurs dépenses primaires corrigées, qui est ainsi revenue à 1,7 %. Ce ralentissement est imputable à plusieurs catégories de dépenses, telles que les investissements et les achats de biens et services.

La croissance en volume des dépenses primaires corrigées des pouvoirs locaux s'est quasiment stabilisée, à 2,4 %. Le rythme de progression en volume des investissements des pouvoirs locaux s'est certes accéléré en conséquence du cycle électoral, mais les salaires ont augmenté de manière assez modeste. L'effet du cycle électoral sur les dépenses d'investissement a toutefois été moins prononcé en 2011 qu'au cours d'autres années comparables, en raison d'une situation financière des pouvoirs locaux moins favorable que par le passé.

GRAPHIQUE 70 SUBSIDES AUX ENTREPRISES : TITRES-SERVICES, RÉDUCTIONS DU PRÉCOMPTE PROFESSIONNEL ET PROGRAMMES D'ACTIVATION

(milliards d'euros)



Sources : documents budgétaires, ICN, BNB.

6.4 Charges d'intérêts et gestion de la dette

Charges d'intérêts

Après avoir culminé à 11,6% du PIB en 1990, les charges d'intérêts ont continuellement reculé durant deux décennies. Cette forte contraction est attribuable principalement au repli sensible du taux d'intérêt implicite de la dette publique et, jusqu'en 2007, au recul du taux d'endettement. Toutefois, depuis 2008, ce taux s'est à nouveau inscrit en hausse, freinant la baisse des charges d'intérêts.

En 2011, les charges d'intérêts sont restées quasiment inchangées, à 3,3% du PIB. L'augmentation limitée du taux d'endettement a en effet été compensée par une nouvelle et légère contraction du taux d'intérêt implicite de la dette publique. Celle-ci a découlé essentiellement de la nouvelle baisse du coût moyen de la dette à long terme du Trésor, qui est de loin la principale composante de la dette totale de l'ensemble des administrations publiques. En dépit de la progression relativement forte des taux du marché pour ce segment en 2011, les dettes à long terme qui ont atteint leur échéance ou qui ont été remboursées anticipativement ont toujours pu être refinancées à meilleur compte. Toutefois, au second semestre de 2011, le taux du marché sur les obligations de l'État belge a nettement dépassé le taux d'intérêt implicite. Le recul du taux d'intérêt implicite à long terme observé en 2011 a, dans une large mesure, été compensé par la nette augmentation du taux sur la dette publique à court terme.

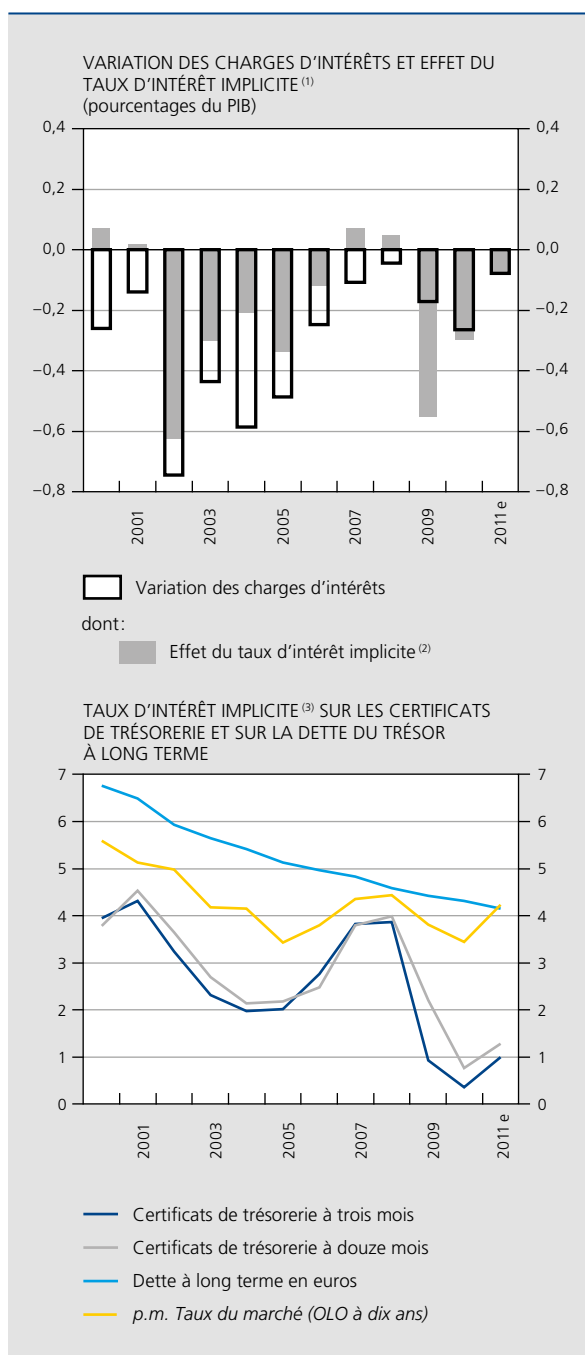
Gestion de la dette du Trésor

En 2011, le solde brut à financer pour le Trésor s'est élevé à plus de 50 milliards d'euros, soit un montant dépassant largement celui atteint en 2010. Le montant des emprunts à moyen et long termes arrivant à échéance a été moins élevé que l'année précédente, mais le solde net à financer s'est largement accru, ce qui s'explique notamment par le creusement du déficit budgétaire de l'administration fédérale et par le rachat de Dexia Banque Belgique. Le montant des emprunts qui ont été rachetés ou échangés avant leur arrivée à l'échéance a également dépassé celui de 2010.

Le Trésor a financé ce solde principalement par des émissions en euros à moyen et long termes. Les dettes en devises à court terme du Trésor sont demeurées pratiquement inchangées, tandis que l'encours des certificats de trésorerie a diminué fortement.

GRAPHIQUE 71 DÉCOMPOSITION DE LA VARIATION DES CHARGES D'INTÉRÊTS

(pourcentages, sauf mention contraire)



Sources : ICN, SPF Finances, BNB.

(1) Pour l'ensemble des administrations publiques.

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

(3) Rapport entre les charges d'intérêts (y compris les primes d'émission pour la dette à long terme en euros) et l'encours moyen de la dette.

Les émissions à long terme ont surtout porté sur des OLO. Au cours de l'année sous revue, le Trésor a pourtant émis un nombre beaucoup plus élevé de bons d'État que l'année précédente. Cette évolution tient essentiellement

TABLEAU 18 BESOINS ET MOYENS DE FINANCEMENT DE L'ÉTAT FÉDÉRAL
(milliards d'euros)

	2009	2010	2011
Solde brut à financer	28,8	43,5	50,4
Besoins bruts de financement	25,7	37,0	42,9
Déficit ou excédent (-) budgétaire ⁽¹⁾	7,8	11,2	18,9
Dette à moyen et long termes échéant dans l'année	17,9	25,9	24,1
En euros	17,9	25,3	24,1
En devises	0,0	0,6	0,0
Rachats et échanges (titres échéant l'année suivante ou ultérieurement) . .	3,1	6,5	7,1
Autres besoins de financement	0,0	0,0	0,4
Moyens de financement			
Financement à moyen et long termes	38,3	45,3	49,5
Obligations linéaires (OLO) . .	35,0	40,9	40,9
Bons d'État et autres	3,3	4,4	8,6
Variation nette de la dette à court terme en devises	-4,0	0,0	-0,1
Variation de l'encours des certificats de trésorerie . . .	-1,4	0,3	-5,3
Variation nette des autres dettes à court terme en euros et des actifs financiers	-4,1	-2,1	6,4

Source: SPF Finances.

(1) Le solde budgétaire est établi sur la base de caisse et tient compte, entre autres, des opérations financières qui ne sont pas reprises dans le solde de financement des administrations publiques dont le calcul, conformément au SEC 95, s'effectue sur la base des transactions.

aux bons d'État dont la période de souscription a couru du 24 novembre au 2 décembre 2011 et dont l'émission a atteint 5,7 milliards d'euros. Ce sont surtout les bons d'État arrivant à échéance le 4 décembre 2016 qui ont rencontré un franc succès.

Garanties octroyées aux institutions financières

Dans le contexte de la crise financière, les administrations publiques belges, principalement l'État fédéral, ont octroyé des garanties. Celles-ci n'exercent en principe aucune influence sur le solde de financement et sur la dette tant qu'elles ne sont pas appelées. Compte non tenu des garanties sur les dépôts, lesquelles s'élèvent à 100 000 euros par client et par établissement financier, le plafond des garanties non appelées peut être estimé à 61,1 milliards d'euros, soit 16,5 % du PIB, à

la fin de 2011. L'essentiel de ces garanties concerne le financement interbancaire en faveur de Dexia, qui est garanti jusqu'à un maximum évalué à 41,9 milliards, comprenant à la fois le résidu des garanties de l'ancien système datant de 2008 et la part belge de 60,5 % des nouvelles garanties temporaires accordées au holding Dexia.

6.5 Solde de financement des sous-secteurs des administrations publiques

Les comptes des sous-secteurs des administrations publiques ont évolué de manière divergente à la suite des développements décrits ci-avant, ainsi que de l'évolution des transferts qu'ils se font entre eux. Le déficit de l'Entité I, qui comprend le pouvoir fédéral et la sécurité sociale, est reparti à la hausse en 2011. La détérioration du solde n'est imputable qu'au pouvoir fédéral. Le déficit de l'Entité II a, quant à lui, été diminué, le déficit des communautés et régions se réduisant nettement, tandis que celui des pouvoirs locaux s'est stabilisé. Le déficit de l'Entité II demeure ainsi à un niveau sensiblement moins élevé que celui de l'Entité I.

En 2011, le déficit du pouvoir fédéral a été porté de 3 à 3,4 % du PIB. La détérioration du solde de financement de ce niveau de pouvoir résulte exclusivement d'une nouvelle progression marquée des transferts de recettes fiscales vers les autres entités.

Ces transferts supplémentaires de recettes fiscales émanant du pouvoir fédéral tombent, avant tout, dans l'escarcelle de la sécurité sociale. Ceci explique le maintien du léger déficit observé l'année précédente dans ce sous-secteur, en dépit d'une hausse des dépenses de soins de santé, des autres prestations sociales et des dépenses liées aux titres-services et aux programmes d'activation, et malgré le recul d'autres formes de transferts du pouvoir fédéral.

Le solde de financement des communautés et régions s'est amélioré de manière significative en 2011, passant de -0,7 % du PIB en 2010 à -0,3 % du PIB. En effet, les transferts de recettes fiscales en provenance du pouvoir fédéral, effectués en vertu de la loi spéciale de financement, se sont accrus. En outre, les recettes propres, fiscales et non fiscales, des communautés et régions ont également progressé. Les dépenses primaires ont légèrement augmenté, en raison du facteur non récurrent que représentent les transferts en capital des régions en faveur du Holding communal. Pour l'avenir, la révision des mécanismes de la loi spéciale relative au financement

TABLEAU 19 SOLDE DE FINANCEMENT DE L'ENSEMBLE DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES ET PAR SOUS-SECTEUR
(pourcentages du PIB)

	2007	2008	2009	2010	2011 e
Solde primaire	3,5	2,5	-2,2	-0,7	-0,7
Entité I	3,0	2,3	-1,6	-0,1	-0,5
Pouvoir fédéral	2,6	1,9	-0,8	0,1	-0,4
Sécurité sociale	0,5	0,5	-0,7	-0,1	-0,1
Entité II	0,6	0,2	-0,6	-0,6	-0,2
Communautés et régions	0,5	0,1	-0,6	-0,5	-0,1
Pouvoirs locaux	0,1	0,1	0,0	-0,1	-0,2
Charges d'intérêts	3,8	3,8	3,6	3,3	3,3
Solde de financement	-0,3	-1,3	-5,8	-4,1	-4,0
Entité I	-0,6	-1,2	-4,9	-3,1	-3,5
Pouvoir fédéral	-1,1	-1,6	-4,2	-3,0	-3,4
Sécurité sociale	0,5	0,5	-0,7	-0,1	-0,1
Entité II	0,3	-0,1	-0,9	-0,9	-0,6
Communautés et régions	0,4	-0,0	-0,7	-0,7	-0,3
Pouvoirs locaux	-0,1	-0,1	-0,1	-0,3	-0,3

Sources: ICN, BNB.

des communautés et régions a constitué un des aspects importants de l'accord conclu en octobre sur la sixième réforme de l'État. Les lignes de force de cette révision sont présentées dans l'encadré 9.

Le déficit des pouvoirs locaux s'est maintenu au niveau atteint l'année précédente, à 0,3 % du PIB. Les recettes et les dépenses ont légèrement augmenté. Les investissements publics ont été dynamiques à l'approche des élections communales et provinciales de 2012.

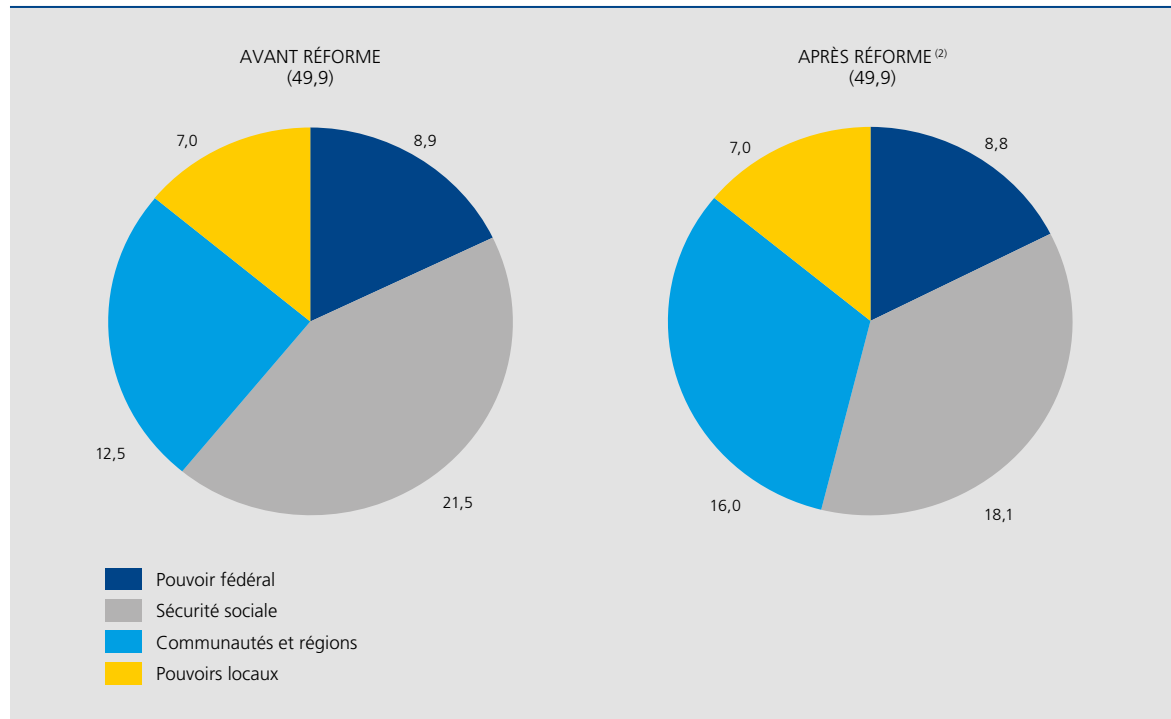
Encadré 9 – La sixième phase de la réforme de l'État et la révision de la loi spéciale de financement

Le 10 octobre 2011, huit partis politiques disposant d'une majorité spéciale au parlement fédéral ont conclu un accord portant sur la sixième réforme de l'État qui, pour l'essentiel, devrait entrer en vigueur en 2014.

Au-delà d'aspects plus politiques et institutionnels, cette réforme implique un transfert supplémentaire de compétences de l'Entité I, regroupant le pouvoir fédéral et la sécurité sociale, vers les communautés et régions. Sur la base des données de 2011, ce transfert s'élèverait à quelque 4,4 % du PIB. Les transferts les plus substantiels d'un point de vue budgétaire – environ 2,8 % du PIB – sont à destination des communautés: quelque 1,6 % du PIB pour les allocations familiales et 1,1 % du PIB pour les soins de santé dispensés aux personnes âgées (maisons de repos, etc.), ainsi que pour un ensemble d'autres dépenses en matière de soins de santé. Les régions héritent de nouvelles compétences pour lesquelles le pouvoir fédéral consacrait des moyens équivalant à 1,6 % du PIB: 1 % du PIB pour l'emploi (dont 0,3 % du PIB sous la forme de réductions de recettes et, plus précisément, de réductions de cotisations à la sécurité sociale), 0,5 % du PIB pour diverses dépenses fiscales en matière de prêts hypothécaires, d'investissements économiseurs d'énergie et d'utilisation des titres-services, et le solde pour d'autres domaines de compétences.

DÉPENSES PRIMAIRES⁽¹⁾ DES SOUS-SECTEURS DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES

(pourcentages du PIB, estimation sur la base des chiffres de 2011)



Sources : déclaration de politique générale, ICN, BNB.

(1) Les dépenses ne comprennent pas les transferts entre sous-secteurs des administrations publiques.

(2) Compte non tenu des compétences transférées du côté des recettes (dépenses fiscales, réductions de cotisations à la sécurité sociale).

Ce transfert de compétences va de pair avec un transfert de moyens, lequel nécessite une adaptation de la loi spéciale du 16 janvier 1989 relative au financement des communautés et régions, dont la dernière révision substantielle date de 2001 à la suite des accords du Lambermont.

Pour ce qui est des régions, un des principaux changements apportés par le projet de nouvelle loi de financement concerne l'autonomie fiscale accrue dont elles bénéficient. Elles peuvent ainsi imposer des centimes additionnels dits élargis pour un montant correspondant à environ un quart des recettes de l'impôt des personnes physiques. La base imposable reste déterminée par le pouvoir fédéral, qui continue à percevoir l'impôt, mais les régions peuvent déterminer elles-mêmes leurs taux d'imposition et leurs échelles barémiques. Des adaptations peuvent, dans une mesure limitée, affecter la progressivité de l'impôt.

Outre ces recettes, les régions reçoivent, pour leurs nouvelles compétences, des moyens supplémentaires répartis sur la base de clés fiscales. Ces moyens ne couvrent pas toujours les dépenses attendues et leur taux de croissance n'est pas lié intégralement à la croissance économique. En revanche, à hauteur de leur autonomie fiscale, les régions vont désormais pouvoir bénéficier d'une croissance du produit de l'impôt des personnes physiques qui dépasse tendanciellement celle du PIB en raison de deux facteurs : d'une part, la progressivité de l'impôt ; d'autre part, le vieillissement de la population, le montant des pensions versées – en augmentation – faisant partie intégrante de la base imposable mais non du PIB.

Un mécanisme de solidarité en faveur des régions dont le rendement de l'impôt des personnes physiques par habitant est plus faible que la moyenne nationale est maintenu, mais les modalités en sont modifiées. ▶

En conséquence de la réforme, l'écart entre la part d'une région dans la population et sa part dans le produit de l'impôt des personnes physiques est corrigé à hauteur de 80 %.

Les communautés reçoivent également des moyens supplémentaires pour leurs nouvelles compétences, mais ceux-ci sont répartis sur la base de clés démographiques. Les ressources dont elles disposent pour leurs anciennes compétences sont restructurées et se composent, d'une part, d'une dotation répartie suivant le nombre d'élèves fréquentant les écoles francophones et néerlandophones et, d'autre part, d'une dotation répartie selon une clé fiscale.

Compte tenu de l'ensemble des changements apportés au mode de financement des communautés et régions, dont on n'a cité ici que les principaux, certaines entités recevraient moins de moyens avec le nouveau système qu'avec l'ancien. Un mécanisme de transition, sous la forme d'un facteur d'égalisation, est prévu afin d'assurer qu'aucune entité ne perde de ressources au moment du basculement de l'ancienne loi vers la nouvelle. Les montants de ce facteur sont figés en termes nominaux pendant dix ans, puis ils s'éteignent progressivement au cours des dix années suivantes.

Indépendamment de ceci, les entités bruxelloises – c'est-à-dire la Région de Bruxelles-Capitale, les commissions communautaires et les communes – bénéficient de moyens supplémentaires à concurrence d'environ 0,1 % du PIB. Ces moyens proviennent de divers mécanismes. Ainsi, compte tenu du flux net entrant de navetteurs vers la Région de Bruxelles-Capitale, une correction intègre une partie des revenus des navetteurs en provenance des deux autres régions. Un autre mécanisme compense la Région de Bruxelles-Capitale pour les revenus qu'elle ne perçoit pas sur les salaires des fonctionnaires des institutions internationales établies à Bruxelles. D'autres moyens sont aussi réservés à des dépenses spécifiques, comme la sécurité, les primes de bilinguisme et la mobilité.

Enfin, à titre de contribution à l'assainissement des finances publiques, les communautés et régions vont verser une cotisation à l'État fédéral pour les pensions de leurs fonctionnaires. En effet, jusqu'à présent, c'était l'État fédéral qui assumait, dans la pratique, l'intégralité des coûts de ces pensions. Cette cotisation est proportionnellement plus importante pour les communautés, étant donné que celles-ci emploient davantage de travailleurs, en particulier les enseignants.

TABLEAU 1 PIB ET PRINCIPALES CATÉGORIES DE DÉPENSES, EN VOLUME

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

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011 e
Dépenses de consommation finale des particuliers	0,5	0,8	1,6	1,0	2,0	1,7	1,9	0,8	2,3	0,8
Dépenses de consommation finale des administrations publiques	3,1	1,4	1,8	1,2	0,6	2,0	2,4	0,8	0,2	1,1
Formation brute de capital fixe	-5,0	0,6	8,0	6,4	2,3	6,1	2,2	-8,1	-0,9	4,9
Logements	-5,2	3,1	8,0	10,7	6,5	3,3	-2,7	-9,2	1,6	-3,8
Entreprises	-4,7	-1,2	8,9	4,5	2,0	8,2	4,2	-9,3	-1,6	8,8
Administrations publiques	0,5	1,1	-0,2	9,2	-3,6	-1,1	0,9	7,2	-1,8	6,5
<i>p.m. Dépenses intérieures finales</i> ⁽¹⁾⁽²⁾	-0,1	0,8	2,8	2,1	1,6	2,6	2,0	-1,2	1,1	1,7
Variation des stocks ⁽¹⁾	0,0	0,0	-0,2	1,0	0,5	0,1	-0,3	-0,7	0,0	0,4
Exportations nettes de biens et de services ⁽¹⁾	1,4	0,0	0,5	-1,1	0,6	0,2	-0,8	-0,7	1,2	-0,1
Exportations de biens et de services	2,5	0,5	6,2	3,8	5,5	5,2	1,8	-11,3	9,9	5,1
Importations de biens et de services	0,7	0,5	6,0	5,6	5,0	5,2	2,9	-10,6	8,7	5,5
PIB	1,4	0,8	3,1	1,9	2,7	2,8	0,9	-2,7	2,3	1,9
Excédent ou déficit (-) commercial résultant de la variation des termes de l'échange ⁽³⁾	0,9	-0,1	-0,7	-0,3	-0,6	0,2	-2,0	2,5	-1,2	-1,2
Solde des revenus primaires reçus du reste du monde ⁽³⁾	-0,2	0,2	-0,4	-0,4	0,2	0,2	0,4	-2,0	2,4	0,1
RNB	2,0	0,8	2,0	1,2	2,4	3,2	-0,7	-2,1	3,5	0,8
<i>p.m. Dépenses intérieures totales</i> ⁽⁴⁾	-0,1	0,8	2,9	3,1	2,2	2,7	1,7	-2,0	1,1	2,1
<i>Dépenses finales</i> ⁽⁵⁾	1,1	0,7	4,3	3,4	3,7	3,8	1,7	-6,3	4,9	3,5
<i>Dépenses des administrations publiques</i> ⁽⁶⁾	3,0	1,4	1,8	1,4	0,3	2,0	2,4	1,1	0,1	1,4

Sources : ICN, BNB.

(1) Contribution à la variation du PIB.

(2) Dépenses de consommation finale des particuliers et des administrations publiques et formation brute de capital fixe.

(3) Contribution à la variation du RNB.

(4) Dépenses intérieures finales et variation des stocks.

(5) Dépenses intérieures totales et exportations de biens et de services.

(6) Dépenses de consommation finale et formation brute de capital fixe des administrations publiques.

TABLEAU 2 PIB ET PRINCIPALES CATÉGORIES DE DÉPENSES, EN VOLUME

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

	2009				2010				2011			
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
Dépenses de consommation finale des particuliers	-0,1	0,1	0,9	2,2	3,0	2,5	1,8	1,9	1,4	1,2	0,6	n.
Dépenses de consommation finale des administrations publiques	1,6	1,2	0,6	0,0	0,2	0,2	0,1	0,1	0,2	0,4	1,1	n.
Formation brute de capital fixe	-7,4	-8,7	-9,8	-6,6	-4,6	-2,1	2,1	1,4	4,5	7,2	5,0	n.
Logements	-8,7	-10,3	-10,2	-7,4	-4,1	1,1	5,3	4,5	2,4	-1,9	-6,8	n.
Entreprises	-8,5	-10,0	-11,4	-7,5	-5,3	-3,3	1,3	1,0	5,8	11,6	9,9	n.
Administrations publiques	6,8	9,7	7,4	5,2	1,0	-2,3	-1,1	-4,5	3,3	5,5	10,1	n.
<i>p.m. Dépenses intérieures finales</i> ⁽¹⁾⁽²⁾	-1,4	-1,6	-1,6	-0,3	0,6	0,9	1,4	1,3	1,7	2,2	1,6	n.
Variation des stocks ⁽¹⁾	-1,3	-0,8	-0,4	-0,4	0,4	0,0	-0,9	0,6	0,9	0,3	1,3	n.
Exportations nettes de biens et de services ⁽¹⁾	-1,3	-1,7	-0,5	0,7	0,9	1,9	1,6	0,2	0,8	-0,3	-1,3	n.
Exportations de biens et de services	-14,6	-17,0	-12,0	-0,3	8,4	12,6	9,6	9,2	9,9	5,6	3,0	n.
Importations de biens et de services	-13,4	-15,4	-11,6	-1,0	7,3	10,2	7,8	9,3	9,1	6,2	4,8	n.
PIB	-3,9	-4,2	-2,5	0,0	1,9	2,9	2,1	2,1	2,9	2,1	1,6	0,9
<i>p.m. PIB, pourcentages de variation par rapport au trimestre précédent</i>	-1,8	0,2	1,1	0,6	0,1	1,1	0,4	0,5	0,9	0,3	-0,1	-0,2
<i>p.m. Dépenses intérieures totales</i> ⁽³⁾	-2,7	-2,6	-2,1	-0,7	1,0	1,0	0,6	2,0	2,1	2,5	3,0	n.
<i>Dépenses finales</i> ⁽⁴⁾	-8,2	-9,3	-6,7	-0,6	4,1	5,9	4,5	5,1	5,5	3,9	3,0	n.
<i>Dépenses des administrations publiques</i> ⁽⁵⁾	1,8	1,5	0,9	0,2	0,2	0,1	0,1	-0,2	0,5	0,8	1,7	n.

Sources: ICN, BNB.

(1) Contribution à la variation du PIB.

(2) Dépenses de consommation finale des particuliers et des administrations publiques et formation brute de capital fixe.

(3) Dépenses intérieures finales et variation des stocks.

(4) Dépenses intérieures totales et exportations de biens et de services.

(5) Dépenses de consommation finale et formation brute de capital fixe des administrations publiques.

TABLEAU 3 DÉFLATEURS DU PIB ET DES PRINCIPALES CATÉGORIES DE DÉPENSES

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

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011 e
Dépenses de consommation finale des particuliers	1,2	1,4	2,3	2,7	3,0	2,9	3,3	-0,9	1,8	3,4
Dépenses de consommation finale des administrations publiques	3,7	3,3	2,5	3,4	3,0	2,6	4,5	3,7	2,3	2,9
Formation brute de capital fixe	-0,9	1,5	2,8	1,8	3,8	2,8	4,0	0,1	1,3	2,3
Logements	2,2	2,6	5,2	4,8	5,7	4,5	7,7	1,3	1,0	2,2
Entreprises	-2,1	1,2	2,0	0,7	2,7	2,1	2,6	-0,1	1,2	2,4
Administrations publiques	0,5	1,2	2,2	1,1	5,6	3,0	2,8	-2,6	3,3	2,0
<i>p.m. Dépenses intérieures finales</i> ⁽¹⁾	1,3	1,9	2,4	2,7	3,2	2,8	3,7	0,4	1,8	3,0
Termes de l'échange	1,2	-0,2	-0,9	-0,4	-0,7	0,2	-2,4	3,4	-1,5	-1,4
Exportations de biens et de services	-0,6	-1,4	2,1	4,0	2,3	2,4	3,8	-5,2	4,7	5,2
Importations de biens et de services	-1,8	-1,2	3,0	4,4	3,0	2,1	6,4	-8,4	6,4	6,7
PIB	2,0	2,0	2,1	2,4	2,3	2,3	2,2	1,2	1,8	2,3
RNB	1,2	2,3	2,8	2,6	2,9	2,1	4,2	-1,2	2,9	3,5
<i>p.m. Dépenses intérieures totales</i> ⁽²⁾	1,2	2,3	2,8	2,6	2,9	2,1	4,2	-1,2	2,9	3,5
<i>Dépenses finales</i> ⁽³⁾	0,4	0,7	2,5	3,2	2,6	2,2	4,0	-3,0	3,7	4,3
<i>Dépenses des administrations publiques</i> ⁽⁴⁾	3,4	3,2	2,5	3,3	3,2	2,6	4,4	3,3	2,3	2,8

Sources: ICN, BNB.

(1) Dépenses de consommation finale des particuliers et des administrations publiques et formation brute de capital fixe.

(2) Dépenses intérieures finales et variation des stocks.

(3) Dépenses intérieures totales et exportations de biens et de services.

(4) Dépenses de consommation finale et formation brute de capital fixe des administrations publiques.

TABLEAU 4 PIB ET PRINCIPALES CATÉGORIES DE DÉPENSES, À PRIX COURANTS

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

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011 e
Dépenses de consommation finale des particuliers	1,7	2,2	3,9	3,7	5,0	4,6	5,3	-0,2	4,1	4,2
Dépenses de consommation finale des administrations publiques	6,9	4,8	4,5	4,3	3,6	4,9	7,2	4,4	2,4	4,0
Formation brute de capital fixe	-5,8	2,1	11,0	8,4	6,2	9,1	6,3	-8,1	0,4	7,4
Logements	-3,4	6,1	13,6	16,0	12,5	8,0	4,8	-8,0	2,6	-1,7
Entreprises	-7,4	0,6	11,3	5,2	4,1	10,5	7,3	-9,5	-0,6	11,5
Administrations publiques	1,1	2,3	1,9	10,4	1,8	1,8	3,7	4,6	1,5	8,7
<i>p. m. Dépenses intérieures finales</i> ⁽¹⁾⁽²⁾	1,2	2,6	5,2	4,6	4,7	5,3	5,6	-0,9	2,9	4,7
Variation des stocks ⁽¹⁾	-0,1	0,4	0,3	1,0	0,3	-0,6	0,1	-2,3	1,1	0,9
Exportations nettes de biens et de services ⁽¹⁾	2,3	-0,2	-0,1	-1,2	0,1	0,5	-2,8	1,6	0,1	-1,2
Exportations de biens et de services	1,9	-0,9	8,4	7,9	7,9	7,7	5,7	-15,9	15,1	10,6
Importations de biens et de services	-1,1	-0,7	9,2	10,2	8,2	7,4	9,5	-18,1	15,6	12,6
PIB	3,4	2,8	5,4	4,3	5,1	5,2	3,0	-1,5	4,1	4,3
Solde des revenus primaires reçus du reste du monde ⁽³⁾	-0,2	0,2	-0,4	-0,4	0,2	0,2	0,5	-2,0	2,5	0,1
RNB	3,1	3,0	5,0	3,8	5,3	5,4	3,4	-3,5	6,6	4,3
<i>p. m. Dépenses intérieures totales</i> ⁽⁴⁾	1,2	3,2	5,8	5,8	5,2	4,9	6,0	-3,2	4,1	5,7
<i>Dépenses finales</i> ⁽⁵⁾	1,5	1,4	6,9	6,7	6,4	6,2	5,9	-9,0	8,8	7,9
<i>Dépenses des administrations publiques</i> ⁽⁶⁾	6,5	4,6	4,4	4,7	3,5	4,7	6,9	4,4	2,4	4,3

Sources : ICN, BNB.

(1) Contribution à la croissance du PIB.

(2) Dépenses de consommation finale des particuliers et des administrations publiques et formation brute de capital fixe.

(3) Contribution à la croissance du RNB.

(4) Dépenses intérieures finales et variation des stocks.

(5) Dépenses intérieures totales et exportations de biens et de services.

(6) Dépenses de consommation finale et formation brute de capital fixe des administrations publiques.

TABLEAU 5 PIB ET PRINCIPALES CATÉGORIES DE DÉPENSES, À PRIX COURANTS

(données non corrigées des effets de calendrier, millions d'euros)

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011 e
Dépenses de consommation finale des particuliers	141 426	144 490	150 256	155 935	163 512	171 088	179 987	179 697	187 476	195 029
Dépenses de consommation finale des administrations publiques	60 306	63 179	65 941	69 024	71 505	74 838	80 088	83 741	85 767	89 192
Formation brute de capital fixe	51 368	52 185	57 880	62 738	66 923	72 956	77 395	71 173	71 588	76 820
Logements	12 358	13 107	14 892	17 277	19 439	20 986	22 000	20 243	20 771	20 410
Entreprises	34 564	34 529	38 350	40 340	42 269	46 659	49 886	45 173	44 977	50 059
Administrations publiques	4 446	4 549	4 638	5 121	5 215	5 312	5 510	5 756	5 840	6 351
<i>p.m. Dépenses intérieures finales</i> ⁽¹⁾	253 099	259 854	274 076	287 697	301 940	318 881	337 471	334 610	344 831	361 041
Variation des stocks	97	1 378	2 903	3 725	4 605	3 824	5 697	-3 504	-26	3 099
Exportations nettes de biens et de services	15 423	14 925	14 313	11 935	12 152	12 905	2 963	9 291	9 572	5 435
Exportations de biens et de services	206 015	204 173	221 194	238 737	257 498	277 203	292 766	246 335	283 533	313 658
Importations de biens et de services	190 592	189 248	206 881	226 802	245 346	264 298	289 803	237 043	273 961	308 223
PIB	268 620	276 157	291 292	303 357	318 697	335 610	346 130	340 398	354 378	369 574
Solde des revenus primaires reçus du reste du monde	3 638	4 203	3 218	1 988	2 724	3 366	4 966	-2 101	6 243	6 463
RNB	272 257	280 360	294 510	305 345	321 421	338 976	351 097	338 296	360 621	376 037
<i>p.m. Dépenses intérieures totales</i> ⁽²⁾	253 196	261 231	276 979	291 422	306 545	322 706	343 167	331 106	344 806	364 139
<i>Dépenses finales</i> ⁽³⁾	459 211	465 405	498 173	530 159	564 043	599 909	635 933	577 441	628 339	677 797
<i>Dépenses des administrations publiques</i> ⁽⁴⁾	64 752	67 727	70 578	74 145	76 720	80 150	85 598	89 497	91 607	95 543

Sources : ICN, BNB.

(1) Dépenses de consommation finale des particuliers et des administrations publiques et formation brute de capital fixe.

(2) Dépenses intérieures finales et variation des stocks.

(3) Dépenses intérieures totales et exportations de biens et de services.

(4) Dépenses de consommation finale et formation brute de capital fixe des administrations publiques.

TABLEAU 6 VALEUR AJOUTÉE DES DIFFÉRENTES BRANCHES D'ACTIVITÉ, EN VOLUME

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

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	p.m. Pourcentages du PIB de 2010
Agriculture, sylviculture et pêche	4,0	-7,3	5,3	-12,2	10,4	-1,2	3,9	-0,4	-0,8	0,6
Industrie, énergie et eau	-0,6	-0,9	3,2	0,4	1,4	3,3	-0,1	-9,9	4,2	15,0
Industrie extractive	-5,1	1,7	4,2	7,9	8,7	4,7	22,5	-5,8	-4,4	0,1
Industrie manufacturière	-0,6	-1,2	3,8	1,1	0,7	3,5	-0,2	-15,0	4,8	12,3
dont:										
Denrées alimentaires, boissons, tabac	1,8	1,4	3,4	0,5	2,0	6,8	5,6	-2,6	-0,3	2,0
Textiles, bois, papier et imprimerie	-1,4	-2,1	4,0	-3,2	4,6	5,8	-2,8	-12,3	1,2	1,3
Chimie et caoutchouc ⁽¹⁾	2,0	-0,6	5,9	5,5	0,9	1,3	3,3	-17,7	7,6	4,2
Métallurgie et travail des métaux	0,3	-2,2	4,6	-8,1	2,3	9,4	-6,1	-12,7	3,5	1,8
Produits informatiques et équipements électriques	-8,3	-3,5	0,5	-4,7	1,1	-7,8	-3,2	-17,8	8,0	0,8
Machines et équipements, matériel de transport	-2,6	-1,0	2,4	11,0	-4,4	4,1	-3,2	-28,8	4,5	1,7
Autres industries manufacturières	-8,8	-5,9	-3,8	-7,7	-4,5	-3,4	1,3	2,5	12,7	0,6
Électricité et gaz	-1,4	-0,8	-2,5	-2,0	10,0	2,0	1,3	23,8	1,0	1,9
Eau	3,2	6,6	4,0	-9,5	-4,2	1,2	-4,5	0,3	3,3	0,7
Construction	-0,5	1,0	5,8	4,5	9,0	1,6	0,9	-1,9	0,5	5,1
Services										
Commerce et réparations	4,2	5,0	3,6	-3,3	0,3	6,7	0,2	-2,5	4,6	11,4
Transports et entreposage	-4,0	1,6	-3,7	6,4	0,3	2,2	3,1	-5,3	-3,0	5,2
Horeca	-1,2	1,8	0,0	1,0	2,1	1,1	0,6	-10,1	3,2	1,5
Information et communication	3,0	2,1	4,7	0,1	3,0	3,3	3,4	2,7	-0,2	3,8
Services financiers	8,6	-6,5	9,7	3,4	9,7	-1,8	0,5	-0,4	0,7	5,4
Activités immobilières	1,0	1,7	0,0	-0,4	1,2	0,6	2,2	-1,0	1,7	8,3
Activités juridiques et administratives, R&D	0,8	3,7	3,2	9,8	5,7	6,2	4,5	-2,7	1,7	11,5
Administrations publiques et éducation	1,7	1,3	1,2	1,4	0,8	0,6	0,9	-0,4	0,9	12,9
Santé et action sociale	0,6	0,3	1,7	0,7	0,2	2,7	2,0	4,0	2,8	6,8
Autres services	0,8	0,2	5,3	2,2	2,6	1,0	3,5	-4,9	1,9	1,8
Valeur ajoutée des branches, aux prix de base	1,2	1,0	2,7	1,7	2,6	2,8	1,6	-2,9	2,0	89,2
Impôts nets des subsides sur les produits ⁽²⁾	0,3	-0,1	0,8	0,2	0,4	0,4	-0,4	-0,2	0,5	10,8
PIB	1,4	0,8	3,3	1,7	2,7	2,9	1,0	-2,8	2,3	100,0

Source : ICN.

(1) Ce regroupement contient également la cokéfaction et l'industrie pharmaceutique.

(2) Contribution à la variation du PIB.

TABLEAU 7 MARCHÉ DU TRAVAIL

(moyennes annuelles, milliers de personnes)

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011 e
Population en âge de travailler ⁽¹⁾	6 774	6 805	6 835	6 879	6 942	7 012	7 074	7 124	7 171	7 210
Population active	4 722	4 768	4 849	4 922	4 966	4 986	5 040	5 084	5 135	5 171
Emploi national	4 231	4 230	4 275	4 337	4 387	4 460	4 539	4 533	4 571	4 626
Travailleurs frontaliers (solde)	67	70	72	73	75	77	78	79	79	79
Emploi intérieur	4 164	4 160	4 204	4 264	4 311	4 383	4 462	4 454	4 491	4 547
Travailleurs indépendants	689	689	692	695	699	706	716	720	726	736
Travailleurs salariés	3 475	3 471	3 512	3 569	3 612	3 677	3 746	3 734	3 765	3 811
Branches sensibles à la conjoncture ⁽²⁾	2 246	2 222	2 231	2 260	2 291	2 341	2 387	2 351	2 357	2 385
Administration publique et éducation	721	729	745	759	764	771	782	794	801	799
Autres services ⁽³⁾	507	520	537	550	557	565	578	590	608	627
Chômage ⁽⁴⁾	492	538	573	585	579	526	500	551	564	545

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

(1) Personnes âgées de 15 à 64 ans.

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

(3) Soit les branches santé humaine et action sociale; arts, spectacles et activités récréatives; autres activités de services et activités des ménages en tant qu'employeurs.

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

TABLEAU 8 TAUX D'EMPLOI

(pourcentages de la population âgée de 15 à 64 ans correspondante⁽¹⁾, moyennes annuelles)

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011 ⁽²⁾
Total	59,9	59,6	60,3	61,1	61,0	62,0	62,4	61,6	62,0	61,8
<i>p.m. Total (de 20 à 64 ans)</i>	65,0	64,7	65,6	66,5	66,5	67,7	68,0	67,1	67,6	67,2
Selon le genre										
Femmes	51,4	51,8	52,6	53,8	54,0	55,3	56,2	56,0	56,5	56,7
Hommes	68,3	67,3	67,9	68,3	67,9	68,7	68,6	67,2	67,4	66,9
Selon l'âge										
De 15 à 24 ans	29,4	27,4	27,8	27,3	27,6	27,5	27,4	25,3	25,2	25,4
De 25 à 54 ans	76,5	76,5	77,3	78,3	78,4	79,7	80,5	79,8	80,0	79,4
De 55 à 64 ans	26,6	28,1	30,0	31,9	32,0	34,4	34,5	35,3	37,3	38,6
Selon la région										
Bruxelles	54,5	53,2	54,1	54,8	53,4	54,8	55,6	55,1	54,8	54,2
Flandre	63,5	62,9	64,3	64,9	65,0	66,1	66,5	65,8	66,3	66,0
Wallonie	54,9	55,4	55,1	56,1	56,1	57,0	57,2	56,2	56,7	56,8
Selon le niveau d'éducation										
Secondaire inférieur au plus	41,7	41,2	40,5	40,4	40,1	40,5	39,7	38,6	39,1	38,2
Secondaire supérieur au plus	64,9	63,9	64,7	65,5	65,1	65,9	67,0	65,4	65,7	65,5
Supérieur	82,5	82,2	82,5	82,8	82,4	83,7	83,0	81,9	81,9	81,8

Source: DGSIE.

(1) Ces taux d'emploi sont calculés sur la base des données harmonisées tirées de l'enquête sur les forces de travail.

(2) Moyennes des trois premiers trimestres.

TABLEAU 9 TAUX DE CHÔMAGE

(pourcentages de la population active âgée de 15 à 64 ans correspondante⁽¹⁾, moyennes annuelles)

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011 ⁽²⁾
Total	7,6	8,2	8,5	8,5	8,3	7,5	7,0	8,0	8,4	7,2
Selon le genre										
Femmes	8,7	8,9	9,6	9,6	9,4	8,5	7,6	8,1	8,6	7,2
Hommes	6,7	7,7	7,6	7,7	7,5	6,7	6,5	7,8	8,2	7,2
Selon l'âge										
De 15 à 24 ans	17,7	21,8	21,2	21,5	20,5	18,8	18,0	21,9	22,4	19,5
De 25 à 54 ans	6,6	7,1	7,4	7,4	7,2	6,6	6,1	6,8	7,3	6,3
De 55 à 64 ans	4,1	3,0	3,9	4,4	4,8	4,2	4,4	5,1	4,6	4,3
Selon la région										
Bruxelles	14,7	15,8	15,9	16,5	17,7	17,2	16,0	15,9	17,4	16,5
Flandre	4,9	5,7	5,4	5,5	5,0	4,4	3,9	5,0	5,2	4,5
Wallonie	10,6	10,9	12,1	11,9	11,8	10,5	10,1	11,2	11,5	9,4
Selon le niveau d'éducation										
Secondaire inférieur au plus	11,7	12,5	13,3	14,1	14,0	13,0	12,5	13,7	15,4	14,3
Secondaire supérieur au plus	7,4	8,4	8,5	8,5	8,2	7,6	7,0	8,1	8,2	6,8
Supérieur	4,1	4,4	4,7	4,5	4,5	3,8	3,6	4,5	4,5	3,8

Source : DGSIE.

(1) Ces taux de chômage sont calculés sur la base des données harmonisées tirées de l'enquête sur les forces de travail.

(2) Moyennes des trois premiers trimestres.

TABLEAU 10 TAUX D'EMPLOI : DÉTAIL RÉGIONAL

(pourcentages de la population âgée de 15 à 64 ans correspondante⁽¹⁾, moyennes annuelles)

	Bruxelles			Flandre			Wallonie			
	2008	2009	2010	2008	2009	2010	2008	2009	2010	
	2011 ⁽²⁾	2010	2011 ⁽²⁾	2009	2010	2011 ⁽²⁾	2008	2009	2010	
Total	55,6	55,1	54,8	54,2	66,5	66,3	66,0	57,2	56,2	56,7
<i>p.m. Total (de 20 à 64 ans)</i>	60,2	59,5	59,2	58,6	72,3	72,1	71,6	62,8	61,7	62,2
Selon le genre										
Femmes	48,4	49,3	48,7	49,2	60,8	61,3	61,1	50,4	50,2	50,6
Hommes	62,9	61,0	61,0	59,3	72,0	71,1	70,8	64,0	62,3	62,9
Selon l'âge										
De 15 à 24 ans	21,0	19,1	16,6	18,1	31,7	28,8	28,9	22,3	21,8	22,0
De 25 à 54 ans	68,4	67,5	68,0	65,7	85,6	85,4	85,0	75,1	74,2	74,4
De 55 à 64 ans	39,7	42,3	40,6	45,4	34,3	38,2	38,6	33,6	32,7	35,1
Selon le niveau d'éducation										
Secondaire inférieur au plus	36,1	35,1	34,6	33,4	42,9	42,7	41,7	36,1	34,0	35,3
Secondaire supérieur au plus	53,3	53,0	52,3	50,6	71,4	70,4	70,3	61,8	60,7	59,9
Supérieur	78,3	75,5	76,7	76,9	85,0	84,0	83,4	81,1	80,1	79,8

Source : DGSIE.

(1) Ces taux d'emploi sont calculés sur la base des données harmonisées tirées de l'enquête sur les forces de travail.

(2) Moyennes des trois premiers trimestres.

TABLEAU 11 Taux de chômage : détail régional(pourcentages de la population active âgée de 15 à 64 ans correspondante⁽¹⁾, moyennes annuelles)

	Bruxelles			Flandre			Wallonie			
	2008	2009	2010	2008	2009	2010	2008	2009	2010	2011 ⁽²⁾
Total	16,0	15,9	17,4	16,5	3,9	5,2	10,1	11,2	11,5	9,4
Selon le genre										
Femmes	16,7	15,8	18,0	15,1	4,2	5,1	11,5	11,9	12,2	9,8
Hommes	15,5	15,9	16,9	17,7	3,7	5,2	8,9	10,7	10,9	9,0
Selon l'âge										
De 15 à 24 ans	33,2	31,7	39,7	33,6	10,5	15,6	27,5	30,5	30,0	25,3
De 25 à 54 ans	15,2	15,2	16,3	16,3	3,3	4,2	8,7	9,7	10,3	8,3
De 55 à 64 ans	8,0	9,2	9,2	6,8	3,6	4,0	4,7	5,4	4,6	4,6
Selon le niveau d'éducation										
Secondaire inférieur au plus	26,9	26,3	30,0	29,7	7,0	9,6	16,2	18,6	19,6	16,8
Secondaire supérieur au plus	18,3	18,4	19,1	18,7	3,9	5,1	10,7	11,8	12,1	10,2
Supérieur	7,9	8,6	9,0	8,1	2,3	3,0	4,7	5,6	5,5	4,0

Source : DGSIE.

(1) Ces taux de chômage sont calculés sur la base des données harmonisées tirées de l'enquête sur les forces de travail.

(2) Moyennes des trois premiers trimestres.

TABLEAU 12 INDICE DES PRIX À LA CONSOMMATION HARMONISÉ

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

	Total					Tendance sous-jacente de l'inflation ⁽²⁾		p.m. Indice des prix à la consommation national		p.m. Indice-santé ⁽³⁾
	Produits énergétiques	Produits alimentaires non transformés ⁽¹⁾	Produits alimentaires transformés	Biens industriels non énergétiques	Services	Biens industriels non énergétiques	Services	Indice des prix à la consommation national		
2003	1,5	0,2	1,7	2,8	1,5	1,0	1,9	1,6	1,5	
2004	1,9	6,6	0,9	2,2	1,3	0,3	2,1	2,1	1,6	
2005	2,5	12,7	1,7	2,0	1,3	0,3	2,1	2,8	2,2	
2006	2,3	7,3	3,3	2,1	1,5	0,9	2,1	1,8	1,8	
2007	1,8	0,2	3,0	4,7	1,4	0,9	1,9	1,8	1,8	
2008	4,5	19,8	2,8	7,8	1,8	1,3	2,3	4,5	4,2	
2009	0,0	-14,0	0,4	1,7	2,1	1,4	2,6	-0,1	0,6	
2010	2,3	10,0	3,5	1,0	1,1	0,8	1,4	2,2	1,7	
2011	3,5	17,0	0,2	3,1	1,7	1,0	2,2	3,5	3,1	
2011 Janvier	3,7	15,7	2,1	2,1	2,1	1,3	2,5	3,2	2,7	
Février	3,5	18,3	2,0	2,2	1,6	0,7	2,3	3,4	2,8	
Mars	3,5	18,1	-0,9	2,5	1,8	0,6	2,7	3,5	2,9	
Avril	3,3	16,3	0,1	2,7	1,7	0,6	2,6	3,4	2,9	
Mai	3,1	15,8	-0,5	3,0	1,5	0,6	2,2	3,3	2,9	
Juin	3,4	17,3	-0,1	3,4	1,6	0,8	2,1	3,7	3,3	
Juillet	4,0	18,0	0,7	3,4	2,1	1,9	2,0	3,8	3,3	
Août	3,4	17,6	-0,4	3,5	1,5	0,9	2,0	3,6	3,1	
Septembre	3,4	18,4	-1,5	3,5	1,5	0,9	1,9	3,6	3,0	
Octobre	3,4	17,4	-0,3	3,4	1,6	1,0	2,0	3,6	3,1	
Novembre	3,7	17,9	1,0	3,6	1,7	1,0	2,1	3,8	3,4	
Décembre	3,2	13,5	0,4	3,8	1,7	1,1	2,2	3,5	3,2	

Sources: CE, DGSE.

(1) Fruits, légumes, viande et poisson.

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

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

TABLEAU 13 COMPTE SYNTHÉTIQUE DES PARTICULIERS, À PRIX COURANTS ⁽¹⁾

(données non corrigées des effets de calendrier, millions d'euros)

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011 e
1. Revenu primaire brut	209 536	210 762	216 103	222 902	233 680	246 656	260 285	258 850	264 129	276 682
Salaires et traitements ⁽²⁾	144 203	147 171	151 331	156 417	163 783	172 465	181 944	183 546	187 764	196 693
Revenus de la propriété ⁽³⁾	27 795	25 240	25 540	25 771	26 730	28 931	32 068	30 056	30 464	32 565
Revenu mixte brut	19 793	20 375	21 206	21 350	22 474	23 031	23 455	23 389	23 920	24 946
Excédent brut d'exploitation	17 745	17 975	18 027	19 364	20 693	22 229	22 818	21 859	21 981	22 479
2. Transferts courants ⁽³⁾	-39 741	-38 841	-40 115	-41 256	-41 604	-44 476	-46 834	-41 189	-43 740	-45 898
Transferts reçus	58 440	60 898	63 157	65 805	67 431	69 076	73 164	78 586	80 878	84 038
Transferts versés	98 180	99 739	103 272	107 061	109 036	113 552	119 998	119 775	124 618	129 936
3. Revenu disponible brut (1 + 2)	169 795	171 921	175 989	181 647	192 076	202 180	213 451	217 662	220 390	230 784
<i>p.m. En termes réels ⁽⁴⁾</i>	196 089	195 761	195 944	196 908	202 154	206 887	211 500	217 662	216 489	219 247
<i>(pourcentages de variation par rapport à l'année précédente)</i>	(0,0)	(-0,2)	(0,1)	(0,5)	(2,7)	(2,3)	(2,2)	(2,9)	(-0,5)	(1,3)
4. Variation des droits des particuliers en matière de pensions complémentaires constituées dans le cadre d'une activité professionnelle	1 541	1 716	1 857	2 009	1 959	2 467	2 858	2 601	3 248	3 313
5. Dépenses de consommation finale	141 426	144 490	150 256	155 935	163 512	171 088	179 987	179 697	187 476	195 029
6. Épargne brute (3 + 4 - 5)	29 911	29 147	27 590	27 721	30 522	33 560	36 322	40 566	36 162	39 068
<i>p.m. Pourcentages du revenu disponible brut ⁽⁵⁾</i>	17,5	16,8	15,5	15,1	15,7	16,4	16,8	18,4	16,2	16,7
7. Transferts en capital ⁽⁶⁾	-296	-763	-850	-1 254	-1 239	-1 107	-1 267	-666	-1 480	-1 678
8. Formation brute de capital	14 219	14 822	16 290	19 048	21 036	22 890	23 900	21 913	22 306	22 121
9. Solde de financement (6 + 7 - 8)	15 396	13 562	10 450	7 419	8 247	9 562	11 155	17 987	12 376	15 270

Sources : ICN, BNB.

(1) Les données de ce tableau sont établies en termes bruts, soit avant déduction de la consommation de capital fixe.

(2) Rémunérations (à l'exclusion de celles des propriétaires entrepreneurs), y compris les cotisations de sécurité sociale, et pensions de la fonction publique.

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

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

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

(6) Il s'agit de montants nets, c'est-à-dire de la différence entre les transferts reçus d'autres secteurs et ceux versés à d'autres secteurs, y compris les acquisitions nettes d'actifs non financiers non produits et les acquisitions nettes d'objets de valeur.

TABLEAU 14 COMPTE SYNTHÉTIQUE DES SOCIÉTÉS, À PRIX COURANTS ⁽¹⁾

(données non corrigées des effets de calendrier, millions d'euros)

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011 e
1. Revenu primaire brut	40 663	46 305	51 956	54 066	57 025	61 256	59 435	48 886	63 268	64 979
Excédent brut d'exploitation	54 395	57 881	65 319	70 034	73 584	79 478	79 447	74 999	82 483	86 576
Revenus de la propriété ⁽²⁾	-13 732	-11 576	-13 364	-15 968	-16 559	-18 222	-20 012	-26 113	-19 214	-21 596
2. Transferts courants ⁽²⁾	-6 562	-6 318	-7 409	-8 189	-9 447	-8 264	-8 564	-6 067	-6 008	-7 307
Transferts reçus	16 877	16 949	16 863	17 491	18 269	20 279	21 219	22 003	23 742	25 526
Transferts versés	23 439	23 267	24 272	25 680	27 716	28 543	29 783	28 070	29 750	32 833
3. Revenu disponible brut (1 + 2)	34 101	39 987	44 546	45 877	47 579	52 992	50 871	42 819	57 261	57 672
4. Variation des droits des particuliers en matière de pensions complémentaires constituées dans le cadre d'une activité professionnelle	-1 540	-1 721	-1 853	-2 008	-1 956	-2 469	-2 854	-2 607	-3 254	-3 315
5. Épargne brute (3 + 4)	32 562	38 267	42 693	43 869	45 623	50 523	48 017	40 212	54 006	54 357
6. Transferts en capital ⁽³⁾	817	-1 888	917	8 941	1 946	1 681	1 175	2 789	2 778	3 420
7. Formation brute de capital fixe	32 601	32 715	36 851	38 471	40 572	44 649	47 881	43 435	43 367	48 266
8. Variation des stocks	196	1 473	3 008	3 820	4 702	3 924	5 789	-3 439	47	3 181
9. Solde de financement (5 + 6 - 7 - 8)	582	2 191	3 751	10 519	2 295	3 631	-4 478	3 005	13 370	6 330

Sources: ICN, BNB.

(1) Les données de ce tableau sont établies en termes bruts, soit avant déduction de la consommation de capital fixe.

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

(3) Il s'agit de montants nets, c'est-à-dire de la différence entre les transferts reçus d'autres secteurs et ceux versés à d'autres secteurs, y compris les acquisitions nettes d'actifs non financiers non produits et les acquisitions nettes d'objets de valeur.

TABLEAU 15 COMPTE SYNTHÉTIQUE DU RESTE DU MONDE, À PRIX COURANTS⁽¹⁾
(données non corrigées des effets de calendrier, millions d'euros)

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011 e
1. Revenu primaire brut	-3 638	-4 203	-3 218	-1 988	-2 724	-3 366	-4 966	2 101	-6 243	-6 463
Rémunérations des salariés ⁽²⁾	-3 386	-3 763	-4 001	-4 088	-4 365	-4 721	-4 884	-5 137	-5 347	-5 616
Impôts sur la production et les importations ⁽²⁾	890	834	704	796	954	1 233	1 409	961	1 037	1 219
Revenus de la propriété ⁽²⁾	-1 142	-1 274	79	1 305	687	122	-1 492	6 277	-1 933	-2 066
2. Transferts courants ⁽²⁾	3 033	3 694	4 350	4 182	4 120	3 060	4 211	4 910	4 663	4 926
Transferts reçus	6 610	7 549	7 937	8 482	8 380	8 217	9 382	10 236	10 753	11 047
Transferts versés	3 577	3 855	3 587	4 301	4 260	5 157	5 171	5 327	6 090	6 121
3. Opérations sur biens et services	-15 423	-14 925	-14 313	-11 935	-12 152	-12 905	-2 963	-9 292	-9 572	-5 435
Importations de la Belgique	190 592	189 248	206 881	226 802	245 346	264 298	289 803	237 043	273 961	308 223
Exportations de la Belgique	206 015	204 173	221 194	238 737	257 498	277 203	292 766	246 335	283 533	313 658
4. Solde des opérations courantes (1 + 2 + 3)	-16 028	-15 434	-13 181	-9 741	-10 757	-13 211	-3 719	-2 281	-11 152	-6 972
5. Transferts en capital ⁽³⁾	459	183	157	316	9	1 094	1 538	1 205	245	779
6. Solde de financement (4 + 5)	-15 569	-15 252	-13 024	-9 425	-10 747	-12 116	-2 181	-1 076	-10 907	-6 192

Sources: ICN, BNB.

(1) Conformément aux conventions de la comptabilité nationale, les opérations sont enregistrées selon l'optique du reste du monde. Dès lors, un chiffre positif (négatif) au niveau des soldes des différentes rubriques correspond à une dépense (recette) nette de la Belgique vis-à-vis du reste du monde. En particulier, un solde de financement positif (négatif) correspond à un emprunt (prêt) net de la Belgique auprès du (au) reste du monde.

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

(3) Il s'agit de montants nets, c'est-à-dire de la différence entre les transferts reçus d'autres secteurs et ceux versés à d'autres secteurs, y compris les acquisitions nettes d'actifs non financiers non produits et les acquisitions nettes d'objets de valeur.

TABLEAU 17 SOLDE DE FINANCEMENT PAR SOUS-SECTEUR DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES
(millions d'euros)

	Entité I			Entité II			Administrations publiques		
	Pouvoir fédéral	Sécurité sociale	Total	Communautés et régions	Pouvoirs locaux	Total	Selon le SEC 95	p.m. Selon l'EDP ⁽¹⁾	
2002	-691	1,258	567	-382	-594	-976	-409	-232	
2003	767	-870	-103	26	-424	-398	-501	-291	
2004	-706	35	-671	-52	-455	-507	-1 177	-855	
2005	-8 033	-306	-8 339	340	-514	-174	-8 513	-8 109	
2006	-213	840	627	494	-916	-422	205	428	
2007	-3 828	1 689	-2 139	1 260	-198	1 062	-1 077	-926	
2008	-5 796	1 583	-4 213	-95	-188	-282	-4 496	-4 328	
2009	-14 509	-2 414	-16 923	-2 526	-466	-2 993	-19 915	-19 637	
2010	-11 221	-380	-11 600	-2 337	-901	-3 238	-14 838	-14 390	
2011 e	-13 083	-302	-13 385	-941	-1 117	-2 058	-15 443	-14 864	

Sources: ICN, BNB.

(1) La méthodologie du SEC 95 a été adaptée en 2001 pour exclure du calcul du solde de financement les gains nets d'intérêts provenant de certaines transactions financières telles que les contrats d'échange (swaps) et les contrats de garantie de taux (FRA). Dans le cadre de la procédure de déficit public excessif (EDP), cette correction n'est toutefois pas prise en compte, tout comme elle ne l'est pas non plus pour l'évaluation par la CE des programmes de stabilité.

TABLEAU 18 DETTE BRUTE CONSOLIDÉE DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES⁽¹⁾

(encours en fin de période, millions d'euros)

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
1. Dette officielle du Trésor	262 752	263 018	265 518	269 160	270 601	285 226	310 215	321 389	341 193	363 462
En euro	257 288	259 295	263 074	267 420	269 145	284 288	305 700	320 826	341 075	363 462
À un an au plus	31 115	30 222	30 355	31 036	32 243	37 891	54 162	47 232	49 797	52 758
À plus d'un an	226 173	229 073	232 719	236 384	236 902	246 397	251 539	273 593	291 278	310 704
En devises	5 464	3 724	2 444	1 740	1 456	937	4 515	563	118	0
2. Éléments de la dette officielle du Trésor non repris dans la dette brute consolidée ⁽²⁾	3 996	3 459	0	0	0	0	0	0	0	0
3. Différences de valorisation ⁽³⁾	712	489	561	525	786	1 072	1 012	283	252	411
4. Autres engagements du pouvoir fédéral ⁽⁴⁾	14 286	8 886	8 039	12 781	12 086	9 495	9 230	4 832	4 825	5 650 e
5. Consolidation entre les unités du pouvoir fédéral ⁽⁵⁾	13 084	17 416	21 291	22 687	21 454	30 814	29 749	27 269	35 466	38 043 e
dont actifs du Fonds de vieillissement ⁽⁶⁾	1 087	4 266	12 492	13 504	14 661	15 494	16 183	16 901	17 628	18 388
6. Dette brute consolidée du pouvoir fédéral (1 – 2 + 3 + 4 – 5) ..	260 669	251 519	252 827	259 779	262 018	264 978	290 708	299 235	310 803	331 480 e
7. Dette brute consolidée des communautés et régions	16 776	15 305	15 080	13 259	12 842	12 346	13 728	20 939	22 937	n.
8. Dette brute consolidée des pouvoirs locaux	14 446	14 860	15 677	15 747	16 410	16 861	16 445	16 355	17 810	n.
9. Dette brute consolidée de la sécurité sociale	103	90	52	428	0	0	0	1 047	1 579	n.
10. Consolidation entre les sous-secteurs des administrations publiques ⁽⁷⁾	14 280	10 138	9 754	10 199	10 858	12 080	11 690	11 256	12 391	n.
11. Dette brute consolidée des administrations publiques ⁽¹⁾ (6 + 7 + 8 + 9 – 10)	277 716	271 637	273 881	279 014	280 413	282 106	309 191	326 319	340 738	364 338 e

Sources: SPF Finances, BNB.

(1) Concept de dette tel que défini dans le règlement européen (CE) n° 3602/93 du Conseil du 22 novembre 1993 relatif à l'application du protocole sur la procédure concernant les déficits publics excessifs annexé au traité instituant la Communauté européenne.

(2) Principalement les certificats de trésorerie remis au FMI.

(3) Ajustements de la valorisation des certificats de trésorerie et des bons du Trésor pour passer de la valeur escomptée à la valeur nominale.

(4) Principalement la dette débudgétisée du Trésor, les dettes de la Caisse des dépôts et consignations, du FADÉLS (jusqu'en 2006), de CREDIBE (jusqu'en 2002) et du FIF (de 2005 à 2008), les pièces en circulation, ainsi que la dette imputée résultant de la participation de la Belgique au mécanisme de soutien mutuel du Fonds européen de stabilité financière (FESF) (à partir de 2011).

(5) Dette du pouvoir fédéral dont la contrepartie est un actif d'une unité du pouvoir fédéral.

(6) Y compris les intérêts capitalisés sur les « bons du Trésor – Fonds de vieillissement ».

(7) Dette d'un sous-secteur des administrations publiques dont la contrepartie est un actif d'un autre sous-secteur des administrations publiques.

TABLEAU 19 DÉTERMINANTS DE LA VARIATION DE LA DETTE BRUTE CONSOLIDÉE DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES⁽¹⁾
(pourcentages du PIB, sauf mention contraire)

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011 e
Niveau de la dette (à la fin de la période)	103,4	98,4	94,0	92,0	88,0	84,1	89,3	95,9	96,2	98,6
Variation de la dette	-3,1	-5,0	-4,3	-2,0	-4,0	-3,9	5,3	6,5	0,3	2,4
Variation endogène ⁽²⁾	-3,4	-2,7	-4,8	-1,1	-4,6	-4,2	-1,3	7,3	0,3	0,1
Solde primaire requis pour stabiliser la dette	2,2	2,4	-0,4	0,4	-0,5	-0,6	1,2	5,1	-0,4	-0,7
Taux d'intérêt implicite de la dette	5,5	5,2	5,0	4,6	4,5	4,6	4,6	4,0	3,6	3,6
Croissance du PIB nominal ⁽³⁾	3,4	2,8	5,5	4,1	5,1	5,3	3,1	-1,7	4,1	4,3
Solde primaire effectif	5,6	5,1	4,4	1,5	4,1	3,5	2,5	-2,2	-0,7	-0,7
Variation résultant d'autres facteurs ⁽⁴⁾	0,3	-2,3	0,5	-1,0	0,6	0,2	6,6	-0,7	0,0	2,4
Acquisition nette d'actifs financiers										
Numéraire et dépôts	-0,2	0,2	0,1	0,1	0,0	0,4	1,9	-1,0	0,4	0,4
Actions et autres participations	-0,2	0,0	-0,3	-0,1	0,0	0,3	4,5	1,0	0,0	1,0
Titres autres que des actions ⁽⁵⁾	0,0	0,1	0,1	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0
Crédits	0,0	-2,2	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,2	0,5
Effets de valorisation										
Incidence des différences de change	0,0	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,1	0,0
Incidence des primes d'émission et de rachat	-0,2	0,1	0,0	-0,2	0,1	0,1	0,2	-0,1	-0,1	0,1
Différence entre intérêts sur la base de droits constatés et intérêts de caisse	0,2	0,4	0,2	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0	-0,1	0,0
Effets volume										
Changements de classification sectorielle et autres changements de volume	0,1	0,0	0,0	-0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Autres effets										
Variation nette des autres comptes à payer et à recevoir	-0,3	-0,6	0,5	-0,1	0,6	-0,4	0,4	-0,7	0,1	0,3
Produits financiers dérivés ⁽⁶⁾	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,6	0,1
Ajustement statistique	0,7	0,0	-0,1	-0,1	0,0	-0,1	-0,3	-0,1	0,0	n.

Sources : ICN, BNB.

(1) Concept de dette tel que défini dans le règlement européen (CE) n° 3602/93 du Conseil du 22 novembre 1993 relatif à l'application du protocole sur la procédure concernant les déficits publics excessifs annexé au traité instituant la Communauté européenne.
(2) La variation endogène de la dette publique est donnée par la différence entre le solde primaire requis pour stabiliser la dette en pourcentage du PIB – c'est-à-dire le solde égal à l'écart entre le taux d'intérêt implicite de la dette et le taux de croissance du PIB nominal, multiplié par le rapport entre la dette à la fin de l'année précédente et le PIB de la période considérée – et le solde primaire effectif.

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

(4) Une valeur positive (négative) signifie un élément augmentant (diminuant) la dette.

(5) Hors produits financiers dérivés.

(6) En 2010, le Trésor a procédé à deux opérations exceptionnelles de liquidation de positions de swaps.

TABLEAU 20 OPÉRATIONS COURANTES ET EN CAPITAL SELON LA BALANCE DES PAIEMENTS
(millions d'euros)

	2009				2010				2011			
	Crédits		Débits		Crédits		Débits		Crédits		Débits	
	Soldes	Soldes	Soldes	Soldes	Soldes	Soldes	Soldes	Soldes	Soldes	Soldes	Soldes	
1. Compte courant	300 176	305 863	-5 689	337 701	332 528	5 173	276 299	276 164	137			
Biens et services	239 527	238 581	945	276 804	273 806	2 995	276 991	229 110	-1 121			
Biens	179 045	183 898	-4 850	211 070	214 489	-3 421	179 759	184 716	-4 959			
Marchandises générales	168 072	176 555	-8 479	198 892	206 187	-7 296	170 375	178 103	-7 727			
Travail à façon	8 477	6 045	2 430	9 542	6 598	2 944	6 534	4 990	1 543			
Réparations de biens	450	105	343	441	162	276	293	209	86			
Achats de biens dans les ports	1 488	769	718	1 535	895	642	1 507	770	737			
Or non monétaire	565	424	138	661	648	12	1 045	644	402			
Services	60 478	54 683	5 793	65 733	59 317	6 415	48 232	44 393	3 837			
Transports	15 607	12 097	3 512	19 167	14 819	4 352	13 881	10 893	2 992			
Voyages	7 304	14 589	-7 282	7 744	14 148	-6 407	6 121	11 035	-4 915			
Communication	2 872	2 262	611	3 053	2 407	648	2 431	1 926	503			
Construction	1 084	902	181	1 166	941	224	858	989	-136			
Assurances	898	793	105	836	878	-43	667	728	-63			
Services financiers	2 808	1 428	1 380	2 505	1 424	1 080	1 746	1 156	590			
Services d'informatique et d'information	3 011	2 183	828	3 021	2 158	864	2 536	1 839	695			
Redevances et droits de licence	1 735	1 451	285	1 616	1 432	185	1 188	1 190	-2			
Autres services aux entreprises	22 578	17 249	5 329	23 521	18 871	4 651	16 225	12 695	3 533			
dont négoce international (net)	3 966	-	3 966	2 898	-	2 898	1 680	-	1 680			
Services personnels, culturels et relatifs aux loisirs	425	507	-82	463	575	-113	370	439	-69			
Services fournis ou reçus par les administrations publiques, non compris ailleurs	1 363	165	1 198	1 367	176	1 193	1 163	158	1 007			
Services non alloués	789	1 061	-272	1 276	1 491	-214	1 040	1 339	-300			
Revenus	52 992	53 115	-124	52 390	43 861	8 531	42 240	34 941	7 300			
Revenus du travail	7 384	2 539	4 847	7 649	2 612	5 036	5 550	1 826	3 724			
Revenus de placements et d'investissements	45 607	50 576	-4 969	44 745	41 249	3 496	36 690	33 116	3 572			
Transferts courants	7 659	14 168	-6 506	8 507	14 861	-6 354	6 075	12 114	-6 041			
Administrations publiques	1 671	6 715	-5 045	1 597	6 933	-5 337	977	5 907	-4 930			
Autres secteurs	5 986	7 450	-1 464	6 911	7 926	-1 015	5 097	6 208	-1 110			
2. Compte de capital	614	1 867	-1 253	581	1 228	-647	148	561	-413			
Transferts de capital	383	634	-251	257	937	-680	89	421	-332			
Acquisitions et cessions d'actifs non financiers non produits	231	1 233	-1 002	324	291	33	59	140	-81			
3. Prêt net au reste du monde (1 + 2)	300 790	307 730	-6 942	338 282	333 756	4 526	276 447	276 725	-278			

Source : BNB.

TABLEAU 21 FORMATION D'ACTIFS ET NOUVEAUX ENGAGEMENTS FINANCIERS DES PARTICULIERS
(millions d'euros)

	Neuf premiers mois										p.m. Encours à la fin de septembre 2011	
	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011		
Formation d'actifs financiers	20 130	23 177	15 289	24 537	17 442	26 529	25 319	25 505	27 462	17 413	22 135	921 289
À un an au plus	10 674	16 616	20 722	14 991	13 528	10 421	8 516	6 639	13 272	8 986	10 545	288 754
Billets, pièces et dépôts à vue	4 734	4 547	5 792	6 150	1 108	342	1 405	5 005	2 733	2 126	802	63 968
Dépôts d'épargne	11 543	17 934	14 180	8 335	1 740	-8 774	1 792	32 856	20 894	16 362	2 810	200 002
Dépôts à terme	-5 299	-4 908	92	294	11 241	17 494	2 511	-25 903	-9 864	-9 300	4 239	21 798
Titres à revenu fixe	-1 258	-357	-244	-113	238	739	1 364	-1 969	-463	-438	56	281
Parts d'OPC monétaires	954	-599	902	326	-798	620	1 445	-3 350	-28	235	2 638	2 705
À plus d'un an	9 459	7 158	5 304	9 071	3 295	14 043	17 088	20 198	14 263	6 747	8 868	618 424
Dépôts à terme	-503	-627	-371	-637	35	1 329	3 431	4 362	1 147	204	2 723	16 048
Titres à revenu fixe	-6 055	-12 307	-17 410	-13 216	-16 273	-3 798	11 375	-521	-2 912	-2 032	9 095	91 704
Actions et autres participations	1 470	-5 466	-1 254	-9 660	-1 327	3 714	11 374	10 137	2 801	-220	1 986	176 974
Parts d'OPC non monétaires	4 185	10 045	6 732	10 105	7 490	-1 784	-16 032	-6 800	-3 917	-4 812	-9 576	92 897
Produits d'assurance ⁽¹⁾	10 363	15 513	17 607	22 479	13 370	14 582	6 941	13 020	17 145	13 606	4 640	240 801
Autres actifs ⁽²⁾	-3	-597	-10 736	475	619	2 065	-285	-1 332	-74	1 681	2 722	14 111
Nouveaux engagements financiers	4 028	6 753	6 282	12 134	12 247	14 422	13 963	5 650	11 226	8 201	8 571	200 517
Crédits à un an au plus	280	-998	-167	811	-54	154	425	-220	-62	175	123	6 292
Crédits à plus d'un an	4 426	7 999	6 009	11 650	11 862	13 253	13 574	6 628	11 471	8 176	8 765	190 820
Prêts hypothécaires	5 042	7 659	6 478	10 268	10 757	11 942	11 780	7 467	11 427	7 971	8 176	161 383
Prêts à taux de chargement forfaitaire	325	-208	-481	648	278	1 388	1 259	646	18	329	598	17 073
Autres	-941	548	12	735	827	-77	535	-1 485	25	-124	-10	12 364
Autres engagements ⁽³⁾	-678	-247	440	-327	439	1 015	-36	-759	-183	-150	-317	3 405
Solde financier ⁽⁴⁾	16 102	16 423	9 008	12 403	5 195	12 107	11 356	19 856	16 236	9 212	13 565	720 772

Source : BNB.

(1) Essentiellement les droits nets des ménages sur les provisions techniques d'assurances-vie et sur les institutions de retraite professionnelle.

(2) Cette rubrique comprend les autres comptes à recevoir au sens du SEC 95, à savoir les crédits commerciaux et divers actifs sur les administrations publiques et les institutions financières, dont notamment les intérêts courus et non échus.

(3) Cette rubrique comprend les autres comptes à payer au sens du SEC 95, par exemple les impôts ou cotisations dus mais non encore payés, ou les intérêts courus et non échus.

(4) Les soldes des comptes financiers des secteurs intérieurs ne correspondent pas aux capacités ou besoins de financement tels qu'ils sont recensés dans les comptes réels, en raison des différences entre les dates d'enregistrement des opérations dans ces deux comptes, des ajustements statistiques ou encore des erreurs et omissions. Ainsi, par exemple, les comptes financiers ne peuvent, faute de données, recenser la plupart des créances et dettes commerciales.

TABLEAU 22 FORMATION D'ACTIFS ET NOUVEAUX ENGAGEMENTS FINANCIERS DES SOCIÉTÉS NON FINANCIÈRES
(millions d'euros)

	Neuf premiers mois									p.m. Encours à la fin de septembre 2011		
	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010		2011	
Formation d'actifs financiers	25 786	49 114	30 533	12 798	82 676	147 239	194 336	78 728	152 553	79 359	63 193	1 614 888
À un an au plus	-3 644	36 068	-9 040	11 127	37 548	32 611	70 222	50 854	50 795	45 233	5 527	527 805
Billets, pièces et dépôts à vue	805	1 797	1 261	2 099	4 976	2 734	-3 818	8 216	1 664	3 879	-6 272	38 324
Autres dépôts	327	-3 784	1 533	-4 283	16 449	14 046	-1 455	19 479	-5 234	-2 117	6 683	75 983
Autres ⁽¹⁾	-4 776	38 055	-11 834	13 311	16 124	15 831	75 495	23 158	54 365	43 471	5 115	413 499
À plus d'un an	19 998	27 186	37 286	9 142	33 861	82 879	120 179	27 475	65 409	13 554	34 854	990 459
Actions et autres participations ⁽²⁾	-2 895	2 451	18 757	10 333	-950	57 755	51 299	32 136	40 836	127	16 452	661 823
Titres à revenu fixe	2 166	-1 753	-1 086	1 454	-3 620	3 057	2 998	6 359	-2 981	-1 710	2 739	15 967
Autres ⁽¹⁾	20 727	26 488	19 615	-2 646	38 431	22 067	65 882	-11 020	27 554	15 137	15 662	312 668
Autres actifs et ajustements statistiques ⁽³⁾	9 432	-14 141	2 287	-7 471	11 267	31 749	3 935	399	36 350	20 573	22 813	96 623
Nouveaux engagements financiers	27 223	54 343	29 084	6 367	77 952	149 859	190 623	74 853	141 570	58 883	41 120	1 935 617
À un an au plus	-4 761	21 091	-10 191	1 511	20 516	28 757	13 681	26 012	16 312	6 185	5 813	315 092
Crédits octroyés par les établissements de crédit ..	-454	-2 199	1 972	-5 861	3 014	12 467	3 325	-5 656	-6 484	-11 781	1 386	52 099
Autres crédits ⁽¹⁾	-5 035	23 495	-11 970	9 716	18 356	12 314	9 683	31 023	24 081	19 131	3 073	254 172
Titres à revenu fixe	728	-205	-192	-2 344	-854	3 977	672	645	-1 285	-1 165	1 353	8 821
À plus d'un an	32 679	33 178	38 526	4 957	55 790	119 067	171 075	48 708	123 216	53 547	34 110	1 602 049
Crédits octroyés par les établissements de crédit ..	1 820	-4 599	1 661	2 772	2 760	8 202	23 310	-2 938	4 245	3 444	-2 030	93 851
Autres crédits ⁽¹⁾	22 540	26 831	14 177	-5 333	20 295	18 416	20 940	-8 891	10 803	2 849	10 870	221 285
Actions et autres participations ⁽²⁾	8 657	5 323	22 485	9 103	31 337	92 318	127 586	53 321	105 891	45 312	23 400	1 264 249
Titres à revenu fixe	-338	5 623	202	-1 585	1 398	131	-760	7 216	2 278	1 942	1 870	22 664
Autres engagements ⁽⁴⁾	-695	75	749	-102	1 646	2 036	5 867	133	2 042	-848	1 197	18 476
Solde financier ⁽⁵⁾	-1 437	-5 229	1 449	6 432	4 724	-2 620	3 712	3 875	10 983	20 476	22 074	-320 730

Source : BNB.

(1) Y compris les crédits intrasectoriels des sociétés non financières.

(2) Y compris les bénéficiaires réinvestis d'investissements directs étrangers.

(3) Cette rubrique comprend divers actifs, dont notamment les intérêts courus et non échus. Elle recouvre, également, les erreurs et omissions du compte financier de la Belgique à l'égard du reste du monde, lesquelles sont considérées, pour des besoins de cohérence entre les comptes, comme des mouvements de capitaux non recensés.

(4) Cette rubrique comprend les provisions techniques des institutions de retraite professionnelle non autonomes et les autres comptes à payer au sens du SEC 95, par exemple les impôts ou cotisations dus mais non encore payés, ou les intérêts courus et non échus.

(5) Cf. note 4 du tableau 21.

TABLEAU 23 FORMATION D'ACTIFS ET NOUVEAUX ENGAGEMENTS FINANCIERS DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES
(millions d'euros)

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	Neuf premiers mois		p.m. Encours à la fin de septembre 2011
										2010	2011	
Formation d'actifs financiers	3 835	-4 496	3 413	453	896	12 777	22 272	-4 130	9 093	793	-5 652	113 867
Dépôts, crédits et titres autres qu'actions	5 280	-3 871	4 060	1 366	-841	11 681	5 080	-5 822	11 257	3 045	-3 914	57 893
Après des administrations publiques	5 608	1 623	3 615	1 820	-532	10 587	-1 452	-2 790	9 162	-238	-8 060	40 041
Après des autres secteurs	-328	-5 495	445	-455	-310	1 095	6 532	-3 032	2 096	3 283	4 147	17 852
Autres actifs ⁽¹⁾	-1 445	-625	-647	-912	1 738	1 095	17 192	1 692	-2 164	-2 252	-1 739	55 974
Nouveaux engagements financiers	6 173	-4 116	4 444	8 728	601	13 424	25 688	15 440	23 909	15 803	8 796	413 639
En euro	7 463	-2 835	5 744	9 479	729	13 917	21 952	19 397	24 537	15 446	7 770	412 462
À un an au plus	10	-518	-1 822	1 004	1 154	7 633	17 915	-4 754	2 911	-1 075	-2 331	70 743
dont:												
Certificats de trésorerie	-296	-1 063	-133	869	334	3 738	11 132	-2 167	236	-733	-1 268	39 385
Autres titres	175	472	-457	-184	107	1 013	3 554	-3 835	1 807	824	1 734	6 466
À plus d'un an	7 454	-2 317	7 566	8 475	-425	6 284	4 036	24 150	21 625	16 521	10 101	341 719
dont:												
OLO	11 628	7 790	4 968	4 125	-14	6 679	4 512	16 228	16 161	11 078	8 674	266 477
Autres titres	-5 490	-8 901	-5 323	656	-1 452	-1 128	-560	7 526	2 737	2 951	209	24 559
En monnaies étrangères	-1 291	-1 281	-1 300	-751	-128	-492	3 736	-3 957	-628	357	1 026	1 177
À un an au plus	-240	-761	11	-381	-55	-492	4 228	-3 957	-17	967	1 026	1 177
À plus d'un an	-1 050	-520	-1 310	-370	-73	0	-492	0	-611	-611	0	0
Solde financier ⁽²⁾	-2 337	-380	-1 031	-8 275	296	-647	-3 415	-19 570	-14 815	-15 011	-14 449	-299 772

Source: BNB.

(1) Actions et autres participations, parts d'OPC, produits financiers dérivés et autres comptes à recevoir au sens du SEC 95.

(2) Cf. note 4 du tableau 21.

TABLEAU 25 FORMATION D'ACTIFS ET NOUVEAUX ENGAGEMENTS FINANCIERS DES INSTITUTIONS FINANCIÈRES AUTRES QUE MONÉTAIRES
(millions d'euros)

	Neuf premiers mois									p.m. Encours à la fin de septembre 2011	
	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010		2011
OPC non monétaires											
Formation d'actifs financiers	3 586	4 029	6 240	6 492	7 935	-1 851	-13 982	263	-4 337	-9 252	79 396
Dépôts	2 957	2 390	1 994	1 861	-655	-6 996	-2 990	-3 331	-4 123	-2 999	10 097
Titres à revenu fixe	103	-489	4 728	-1 123	3 130	7 450	-1 192	1	-323	-579	26 908
Actions et autres participations ⁽¹⁾	1 553	338	-2 465	414	-1 222	-4 250	-798	4 017	-1 731	-4 939	19 336
Parts d'OPC	-2 653	205	-5	5 855	5 058	-141	-3 352	1 296	1 790	1 1	18 166
Autres actifs	1 627	1 583	1 988	-515	1 624	2 086	-3 652	-1 720	-565	-240	4 889
Nouveaux engagements financiers	3 586	4 029	6 240	6 492	7 935	-1 851	-13 982	263	-4 337	-9 252	79 396
Parts d'OPC détenues par les particuliers belges	4 698	5 335	4 222	1 471	5 092	-3 633	-6 663	-5 036	-4 152	-5 461	53 045
Parts d'OPC détenues par d'autres investisseurs	-1 111	-1 307	2 019	5 021	2 843	364	-5 205	4 595	232	-3 568	24 718
Autres engagements	0	0	0	0	0	1 419	-2 114	704	-539	-222	1 633
Solde financier ⁽²⁾	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Sociétés d'assurances et institutions de retraite professionnelle											
Formation d'actifs financiers	10 547	16 405	20 422	22 471	15 522	17 704	8 505	14 946	12 151	11 322	262 439
Dépôts	1 784	3 320	2 587	75	-896	-885	3 215	-2 154	-268	1 123	14 719
Titres à revenu fixe	1 733	11 737	14 847	15 964	14 977	12 187	1 423	21 196	10 552	6 179	158 833
Crédits	343	-104	-107	-672	241	126	1 433	1 080	281	141	13 902
Actions et autres participations	3 498	-1 258	97	2 158	-1 394	4 340	6 125	-6 374	2 686	3 985	30 248
Parts d'OPC	2 978	2 206	2 538	4 250	2 330	1 906	-5 594	703	-2 012	-1 198	31 735
Autres actifs	212	503	461	697	264	30	1 903	495	913	1 092	13 001
Nouveaux engagements financiers	10 758	16 390	20 380	23 916	16 709	15 563	10 455	12 276	12 158	10 524	263 336
Droits nets des ménages sur les assurances-vie et institutions de retraite professionnelle	8 569	13 035	15 104	20 170	11 403	13 776	6 616	9 409	10 255	8 277	196 653
Autres provisions techniques d'assurance	1 069	1 580	2 197	1 838	1 757	341	730	1 070	1 897	1 885	30 304
Autres engagements	1 119	1 775	3 078	1 908	3 549	1 447	3 110	1 796	6	362	36 379
Solde financier	-211	15	42	-1 445	-1 187	2 141	-1 951	2 670	-6	798	-897
Autres⁽³⁾											
Formation d'actifs financiers	7 704	7 277	-3 569	8 189	30 716	51 473	58 799	30 799	4 635	3 844	208 489
Dépôts	-298	3 592	148	1 778	290	10	8 023	-2 585	-346	425	9 438
Crédits	3 295	3 089	688	1 204	14 945	11 045	43 967	18 734	10 921	5 819	129 596
Actions et autres participations	3 671	-1 619	-2 461	4 913	4 145	29 375	5 808	4 124	-13	-26	182
Autres actifs	1 036	2 215	-1 945	293	11 336	11 043	1 001	10 526	-5 927	-2 374	35 347
Nouveaux engagements financiers	6 099	8 300	-4 219	6 493	29 994	50 154	60 592	33 424	9 033	7 333	213 606
Crédits	804	8 461	-2 888	1 417	9 502	13 148	10 470	4 142	-3 935	-518	57 318
Actions et autres participations	2 901	-68	-63	4 165	19 014	32 288	9 202	6 350	1 597	164	63 451
Autres engagements	2 394	-93	-1 268	911	1 478	4 278	40 920	22 931	11 371	7 687	92 838
Solde financier	1 605	-1 023	650	1 696	722	1 320	-1 793	-2 625	-4 398	-3 489	-5 117

Sources: Association belge des institutions de pension, BEAMA, FSMA, BNB.

(1) Y compris les certificats immobiliers.

(2) Les OPC non monétaires sont traités comme de purs intermédiaires financiers qui ne détiennent pas de solde financier.

(3) Sociétés holding financières, SICAFI, Pricaf, organismes de placement en créances, sociétés hypothécaires, sociétés régionales de logement social, sociétés de financement, entreprises d'investissement et sociétés de gestion d'OPC.

TABLEAU 26 ÉMISSIONS NETTES DE VALEURS MOBILIÈRES⁽¹⁾ DES SOCIÉTÉS FINANCIÈRES⁽²⁾ ET NON FINANCIÈRES ET DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES
(millions d'euros)

	Neuf premiers mois											p.m. Encours à la fin de septembre 2011
	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2010	2011	
Titres à revenu fixe	3 129	-6 243	-7 579	-7 844	876	31 320	67 159	71 054	12 365	13 283	4 227	532 823
Sociétés financières et non financières	-1 598	-3 257	-5 339	-12 558	2 029	21 510	44 785	57 262	-7 949	-1 193	-6 144	194 759
Titres à un an au plus	1 061	-301	694	-3 186	-1 490	4 265	2 075	9 625	-6 638	-1 629	-4 932	18 297
Titres à plus d'un an	-2 659	-2 956	-6 033	-9 372	3 518	17 245	42 710	47 638	-1 311	436	-1 212	176 462
Administrations publiques	4 727	-2 986	-2 240	4 714	-1 153	9 810	22 374	13 792	20 314	14 476	10 371	338 064
Titres à un an au plus	-361	-1 355	-574	304	385	4 258	18 914	-9 962	2 027	1 058	1 488	47 027
Titres à plus d'un an	5 088	-1 630	-1 666	4 411	-1 539	5 551	3 460	23 754	18 287	13 418	8 883	291 037
Actions	12 132	4 022	22 699	13 262	53 507	144 571	149 656	64 921	108 071	45 694	24 478	1 373 393
Actions cotées	1 048	818	4 182	5 407	5 646	11 371	13 925	936	891	470	1 135	158 103
Actions non cotées et autres participations ⁽³⁾	11 084	3 205	18 518	7 855	47 861	133 200	135 731	63 985	107 180	45 224	23 343	1 215 290
<i>p.m. Recours des sociétés financières et non financières au marché des valeurs mobilières</i>	<i>10 534</i>	<i>765</i>	<i>17 360</i>	<i>704</i>	<i>55 536</i>	<i>166 081</i>	<i>194 442</i>	<i>122 183</i>	<i>100 122</i>	<i>44 501</i>	<i>18 334</i>	<i>1 568 152</i>

Sources: Euronext Brussels, FSMA, BNB.

(1) Hors produits dérivés et parts d'OPC.

(2) Hors Eurosysteme.

(3) Y compris les bénéfices réinvestis d'investissements directs effectués en Belgique par les sociétés étrangères.

TABLEAU 27 TAUX D'INTÉRÊT
(fin de trimestre, pourcentages annuels)

	Taux du marché interbancaire				Taux de rendement sur le marché secondaire belge des titres émis par les administrations publiques belges				OLO de référence à dix ans
	Au jour le jour ⁽¹⁾	Certificats de trésorerie à trois mois			Obligations linéaires (OLO)			À cinq ans	
		À trois mois ⁽²⁾	À un an	À deux ans	À un an	À deux ans	À cinq ans		
2007									
T1	3,90	3,92	3,78	4,01	4,02	4,02	4,02	4,11	4,11
T2	4,14	4,18	4,01	4,35	4,50	4,50	4,54	4,63	4,63
T3	4,16	4,79	3,93	4,04	4,18	4,18	4,26	4,49	4,49
T4	3,92	4,68	3,79	4,13	4,11	4,11	4,22	4,47	4,47
2008									
T1	4,16	4,73	3,81	3,82	3,78	3,78	3,92	4,31	4,31
T2	4,27	4,95	4,22	4,64	4,79	4,79	4,87	4,87	4,87
T3	4,17	5,28	3,78	3,71	3,82	3,82	4,22	4,61	4,61
T4	2,35	2,89	1,76	1,99	2,51	2,51	3,32	3,77	3,77
2009									
T1	1,64	1,51	0,77	1,01	1,70	1,70	3,21	3,94	3,94
T2	0,40	1,10	0,56	0,84	1,52	1,52	2,96	3,95	3,95
T3	0,53	0,75	0,38	0,70	1,40	1,40	2,68	3,65	3,65
T4	0,41	0,70	0,33	0,84	1,43	1,43	2,74	3,72	3,72
2010									
T1	0,40	0,63	0,31	0,62	1,05	1,05	2,34	3,55	3,55
T2	0,54	0,77	0,35	0,69	1,06	1,06	2,38	3,46	3,46
T3	0,88	0,89	0,42	0,89	1,18	1,18	2,21	3,09	3,09
T4	0,82	1,01	0,63	1,57	2,04	2,04	3,24	3,97	3,97
2011									
T1	0,90	1,24	0,96	1,57	2,17	2,17	3,54	4,24	4,24
T2	1,72	1,55	1,35	1,63	2,22	2,22	3,47	4,13	4,13
T3	1,46	1,55	0,83	0,84	1,62	1,62	3,08	3,70	3,70
T4	0,63	1,36	0,05	0,58	1,89	1,89	3,36	4,06	4,06

Sources: BCE, BNB.

(1) Taux d'intérêt moyen pondéré sur le marché interbancaire de la zone euro pour les opérations en blanc (c'est-à-dire non gagées par des titres) au jour le jour libellées en euro (Eonia).

(2) Taux d'intérêt moyen affiché sur le marché interbancaire de la zone euro pour les opérations en blanc à trois mois libellées en euro (Euribor).

TABLEAU 28 PRINCIPAUX TAUX D'INTÉRÊT DE L'EUROSYSTÈME
(pourcentages annuels)

	Dates d'annonce des changements	Taux des opérations principales de refinancement ⁽¹⁾	Taux de la facilité de prêt marginal	Taux de la facilité de dépôt
2002	5 décembre	2,75	3,75	1,75
2003	6 mars	2,50	3,50	1,50
	5 juin	2,00	3,00	1,00
2004	—			
2005	1 ^{er} décembre	2,25	3,25	1,25
2006	2 mars	2,50	3,50	1,50
	8 juin	2,75	3,75	1,75
	3 août	3,00	4,00	2,00
	5 octobre	3,25	4,25	2,25
	7 décembre	3,50	4,50	2,50
2007	8 mars	3,75	4,75	2,75
	6 juin	4,00	5,00	3,00
2008	3 juillet	4,25	5,25	3,25
	8 octobre	3,75	4,25	3,25
	6 novembre	3,25	3,75	2,75
	4 décembre	2,50	3,00	2,00
2009	15 janvier	2,00	3,00	1,00
	5 mars	1,50	2,50	0,50
	2 avril	1,25	2,25	0,25
	7 mai	1,00	1,75	0,25
2010	—			
2011	7 avril	1,25	2,00	0,50
	7 juillet	1,50	2,25	0,75
	3 novembre	1,25	2,00	0,50
	8 décembre	1,00	1,75	0,25

Source : BCE.

(1) Pour les opérations réglées entre le 28 juin 2000 et le 14 octobre 2008, taux de soumission minimal lors des appels d'offres pour les adjudications de crédit. Pour les opérations réglées à partir du 15 octobre 2008, taux fixe des adjudications hebdomadaires de crédit à une semaine.

TABLEAU 29 COURS DE CHANGE

(unités monétaires nationales par euro, moyennes annuelles)

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Dollar des États-Unis	0,946	1,131	1,244	1,244	1,256	1,370	1,471	1,395	1,326	1,392
Yen japonais	118,1	131,0	134,4	136,9	146,0	161,3	152,5	130,3	116,2	111,0
Franc suisse	1,467	1,521	1,544	1,548	1,573	1,643	1,587	1,510	1,380	1,233
Yuan renminbi chinois	7,827	9,363	10,297	10,196	10,010	10,418	10,224	9,528	8,971	8,996
Won coréen	1 175,5	1 346,9	1 422,6	1 273,6	1 198,6	1 273,0	1 606,1	1 772,9	1 531,8	1 541,2
Dollar de Hong Kong	7,375	8,808	9,688	9,677	9,755	10,691	11,454	10,811	10,299	10,836
Dollar de Singapour	1,691	1,970	2,102	2,070	1,994	2,064	2,076	2,024	1,806	1,749
Dollar canadien	1,484	1,582	1,617	1,509	1,424	1,468	1,559	1,585	1,365	1,376
Couronne norvégienne	7,509	8,003	8,370	8,009	8,047	8,017	8,224	8,728	8,004	7,793
Dollar australien	1,738	1,738	1,691	1,632	1,667	1,635	1,742	1,773	1,442	1,348
Livre sterling	0,629	0,692	0,679	0,684	0,682	0,684	0,796	0,891	0,858	0,868
Couronne suédoise	9,161	9,124	9,124	9,282	9,254	9,250	9,615	10,619	9,537	9,030
Couronne danoise	7,431	7,431	7,440	7,452	7,459	7,451	7,456	7,446	7,447	7,451
Couronne tchèque	30,80	31,85	31,89	29,78	28,34	27,77	24,95	26,44	25,28	24,59
Forint hongrois	243,0	253,6	251,7	248,1	264,3	251,4	251,5	280,3	275,5	279,4
Lev bulgare	1,949	1,949	1,953	1,956	1,956	1,956	1,956	1,956	1,956	1,956
Leu roumain ⁽¹⁾	31 270	37 551	40 510	3 621	3 526	3 335	3 683	4 240	4 212	4 239
Litas lituanien	3,459	3,453	3,453	3,453	3,453	3,453	3,453	3,453	3,453	3,453
Lats letton	0,581	0,641	0,665	0,696	0,696	0,700	0,703	0,706	0,709	0,706
Zloty polonais	3,857	4,400	4,527	4,023	3,896	3,784	3,512	4,328	3,995	4,121
<i>p.m. Cours de change effectif de l'euro⁽²⁾</i> <i>(indice 1^{er} trimestre 1999 = 100)</i>	90,0	100,6	104,4	102,9	102,8	106,4	110,4	111,7	104,6	104,4

Source: BCE.

(1) À partir de 2005, nouveau leu roumain.

(2) Données établies sur la base des moyennes pondérées des cours de change bilatéraux de l'euro. Les pondérations sont calculées à partir des échanges de produits manufacturés effectués entre 2001-2003 et 2004-2006 avec les partenaires commerciaux dont les monnaies figurent dans le tableau et tiennent compte des effets de marchés tiers.

Notice méthodologique

Sauf indications contraires, lorsque des données sont comparées d'une année à l'autre, elles ont trait à la même période de chacune des années considérées. Dans les tableaux, les totaux peuvent différer de la somme des rubriques, les chiffres étant arrondis.

Pour pouvoir décrire l'évolution de diverses données économiques importantes relatives à la Belgique pendant l'ensemble de 2011, il a fallu procéder à des estimations, car le matériel statistique afférent à l'année sous revue est parfois encore très fragmentaire. Dans les tableaux et graphiques, ces estimations, qui ont été arrêtées à la fin de janvier 2012, sont marquées du signe « e ». Elles ne constituent que des ordres de grandeur destinés à illustrer les tendances qui semblaient d'ores et déjà se dégager. En ce qui concerne les périodes pour lesquelles des données sont publiées, les sources belges utilisées sont, pour l'essentiel, l'ICN, la DGSIE et la Banque. Le commentaire de l'environnement international et les comparaisons entre économies se fondent le plus souvent sur les données ou estimations les plus récentes émanant d'institutions telles que la CE, le FMI, l'OCDE et la BCE.

L'unité monétaire utilisée dans le Rapport pour les données concernant les pays membres de la zone euro est l'euro. Les montants se rapportant aux périodes qui précèdent son introduction, le 1^{er} janvier 1999 pour la Belgique et une majorité des pays membres, sont convertis aux cours de conversion irrévocables de l'euro. Sauf dans les chapitres consacrés à la politique monétaire et aux prix, où sa définition coïncide avec son évolution historique, la zone euro est définie, dans la mesure du possible, comme l'ensemble des pays de l'UE qui ont adopté la monnaie unique durant la période 1999-2011. Outre la Belgique, elle comprend donc l'Allemagne, l'Autriche, Chypre, l'Espagne, l'Estonie, la Finlande, la France, la Grèce, l'Irlande, l'Italie, le grand-duché de Luxembourg, Malte, les Pays-Bas, le Portugal, la Slovaquie et la Slovaquie. Par commodité, le terme de « zone euro » est aussi utilisé pour désigner cet ensemble de pays pour des périodes antérieures à l'entrée en vigueur de la troisième phase de l'UEM. Pour un certain nombre d'analyses, la préférence en tant que source a été donnée à l'OCDE, qui ne reprend dans la zone euro que les pays membres de cette institution internationale, à l'exclusion donc de Chypre et de Malte. Vu la petite taille de ces économies, les données de l'OCDE sont tout à fait représentatives de l'ensemble de la zone.

Conformément à l'obligation imposée par Eurostat, l'ICN applique, depuis 1999, la méthodologie SEC 95 pour l'établissement des comptes nationaux⁽¹⁾. Le Rapport intègre autant que possible les définitions et méthodes découlant du SEC 95. Néanmoins, alors que, dans ce système, les principaux agrégats issus des comptes nationaux sont présentés sous la forme de résultats nets de

(1) Pour de plus amples informations à propos du SEC 95, cf. la publication de l'ICN intitulée *Comptes nationaux 1998 – Partie 1 : Estimation des agrégats annuels*. Les modifications occasionnées par le passage au SEC 95 pour le compte des administrations publiques sont détaillées de manière plus spécifique dans une autre publication de la même source, intitulée *Comptes nationaux 1998 – Partie 3 : Comptes des administrations publiques*.

consommation de capital fixe, il exprime les données en termes bruts. La présentation en données brutes offre l'avantage de limiter le problème lié à l'évaluation des amortissements qui repose sur la connaissance, supposée parfaite, du stock de capital fixe. En outre, elle rend plus aisée l'interprétation de certains mouvements tels que ceux de l'excédent brut d'exploitation. Dans un souci de simplification, la ventilation sectorielle regroupe, sous le vocable de « particuliers », les ménages et les institutions sans but lucratif au service des ménages, qui constituent des secteurs distincts selon le SEC 95 ; les termes « particuliers » et « ménages » sont néanmoins utilisés indifféremment. Ceux de « sociétés » et d'« entreprises » sont souvent aussi employés indistinctement. Toutefois, dans l'optique des dépenses du PIB, les « entreprises » recouvrent aussi les indépendants, alors que ceux-ci appartiennent au secteur des ménages dans les comptes réels et financiers des secteurs.

À l'instar de ceux des autres pays européens, les comptes nationaux belges ont subi, au cours des dernières années, une série de révisions méthodologiques importantes, touchant notamment la décomposition des effets de prix et de volume. Les modifications apportées de la sorte ont été expliquées par l'ICN lors de la publication des comptes nationaux détaillés en décembre 2005, en novembre 2006 et en octobre 2009. Ainsi, depuis 2006, les séries en volume sont exprimées en prix de l'année précédant celle pour laquelle une première publication est effectuée, alors que la pratique consistait jusqu'alors à les exprimer en prix d'une année de base fixe (2000, dans la version des comptes nationaux publiée en 2005). Cette modification permet un « chaînage » de l'évolution en volume des agrégats ou sous-agrégats. Selon cette méthode, leur croissance en volume entre deux périodes consécutives est calculée systématiquement en se référant aux prix et aux poids de l'année précédente. Les évolutions entre les périodes consécutives sont liées entre elles (cumulées) pour obtenir un indice chaîné. Quand l'indice chaîné d'un agrégat, ou d'un sous-agrégat, est appliqué au montant (niveau) d'une année de référence, par exemple 2009, comme dans les comptes nationaux officiels publiés au mois d'octobre 2011, on obtient une mesure de l'évolution en volume en « euros chaînés (année de référence 2009) ». Le chaînage se traduit par une perte d'additivité des niveaux en volume (à l'exception des résultats se rapportant à l'année de référence et à celle qui la suit directement) qui implique, par exemple, que, dans le cas de séries en niveaux chaînés, le PIB n'est pas égal à la somme de ses composantes.

Dans la partie consacrée à l'environnement international, la présentation est également conforme au SEC 95 ou à son équivalent, le Système de comptabilité nationale publié conjointement par les Nations Unies, la Banque mondiale, la CE, le FMI et l'OCDE (SCN 1993). Les statistiques des sources auxquelles on se réfère pour les comptes nationaux dans le Rapport, le plus souvent la CE et l'OCDE, ne sont néanmoins pas toujours uniformisées, les périodes pour lesquelles la conversion d'un système à l'autre et les révisions méthodologiques ont été opérées demeurant très variables d'un pays à l'autre.

La ventilation des comptes financiers entre particuliers et sociétés repose en grande partie sur les données en provenance des établissements financiers belges. Les informations permettant de ventiler les opérations financières du secteur privé avec les autres secteurs, notamment les transactions avec l'étranger et celles réalisées au sein du secteur des sociétés non financières lui-même, sont beaucoup plus fragmentaires. Dans le cas des opérations entre sociétés non financières, la statistique principale, à savoir la globalisation des comptes annuels des entreprises établie par la Centrale des bilans de la Banque, est en effet partielle, n'a qu'une fréquence annuelle et n'est disponible qu'après un délai de plusieurs mois. Il a donc été nécessaire d'introduire certaines hypothèses et de procéder à diverses estimations.

Signes conventionnels

–	la donnée n'existe pas ou n'a pas de sens
n.	non disponible
p.m.	pour mémoire
e	estimation de la Banque

Liste des abréviations

Pays de l'UE

BE	Belgique
DE	Allemagne
EE	Estonie
IE	Irlande
EL	Grèce
ES	Espagne
FR	France
IT	Italie
CY	Chypre
LU	Luxembourg
MT	Malte
NL	Pays-Bas
AT	Autriche
PT	Portugal
SI	Slovénie
SK	Slovaquie
FI	Finlande
BG	Bulgarie
CZ	République tchèque
DK	Danemark
LV	Lettonie
LT	Lituanie
HU	Hongrie
PL	Pologne
RO	Roumanie
SE	Suède
UK	Royaume-Uni

Autres abréviations

ABE	Autorité bancaire européenne
ABS	Asset-Backed Security
Actiris	Office régional bruxellois de l'emploi
AES	Autorités européennes de surveillance
AIE	Agence internationale de l'énergie
ALE	Agence locale pour l'emploi
BCE	Banque centrale européenne
BEA	Bureau of Economic Analysis (États-Unis)
BEAMA	Belgian Asset Managers Association
BFP	Bureau fédéral du plan
BNB	Banque nationale de Belgique
BNS	Banque nationale suisse
BRI	Banque des règlements internationaux
CBFA	Commission bancaire, financière et des assurances
CCE	Conseil central de l'économie
CE	Commission européenne
CEIC	CEIC Macroeconomic Databases for Emerging and Developed Markets
CERS	Comité européen du risque systémique
CNUCED	Conférence des Nations Unies sur le commerce et le développement
CO ₂	Dioxyde de carbone
CPB	Centraal Planbureau (Pays-Bas)
CREDIBE	Anciennement, Office central de crédit hypothécaire
CREG	Commission de régulation de l'électricité et du gaz
DGSIE	Direction générale Statistique et Information économique (SPF Économie, PME, Classes moyennes et Énergie)
Ecofin	Conseil européen des ministres de l'Économie et des Finances
EDP	Excessive Deficit Procedure
EIP	Excessive Imbalance Procedure
Eonia	Euro Overnight Index Average
ESRI	Economic and Social Research Institute (Japon)
Euribor	Euro Interbank Offered Rate
FADELS	Fonds d'amortissement des emprunts du logement social
Federgon	Fédération des partenaires de l'emploi
FESF	Fonds européen de stabilité financière
FIF	Fonds de l'infrastructure ferroviaire
FMI	Fonds monétaire international
FOMC	Federal Open Market Committee (États-Unis)
FOREM	Service public wallon de l'emploi et de la formation
FRA	Forward Rate Agreement
FSMA	Autorité des services et marchés financiers
G20	Groupe des vingt
HWWI	Hamburgisches Welt-Wirtschafts-Institut

ICN	Institut des comptes nationaux
IFM	Institution financière monétaire
IPCH	Indice des prix à la consommation harmonisé
IPCN	Indice des prix à la consommation national
Libor	London Interbank Offered Rate
MES	Mécanisme européen de stabilité
MESF	Mécanisme européen de stabilisation financière
NACE	Nomenclature des activités économiques de la Communauté européenne
NO _x	Oxyde d'azote
OCDE	Organisation de coopération et de développement économiques
OIS	Overnight Index Swap
OLO	Obligation linéaire
ONEM	Office national de l'emploi
ONS	Office for National Statistics (Royaume-Uni)
ONSS	Office national de sécurité sociale
OPC	Organisme de placement collectif
OPEP	Organisation des pays exportateurs de pétrole
PIB	Produit intérieur brut
Pricaf	Private Equity SICAF
PTF	Productivité totale des facteurs
R&D	Recherche et développement
RNB	Revenu national brut
SCN	Système de comptabilité nationale
SEBC	Système européen de banques centrales
SEC	Système européen des comptes
SICAF	Société d'investissement à capital fixe
SICAFI	SICAF en immobilier
SMP	Securities Markets Programme
SPF	Service public fédéral
TVA	Taxe sur la valeur ajoutée
UE	Union européenne
UEM	Union économique et monétaire
UPC	Union professionnelle du crédit
VDAB	Vlaamse Dienst voor Arbeidsbemiddeling en Beroepsopleiding

Liste des encadrés, tableaux et graphiques

Encadrés

Chapitre 1 : Économie mondiale

Chapitre 2 : Zone euro et politique monétaire de l'Eurosystème

Encadré 1: La contagion sur les marchés des obligations d'État dans la zone euro	27
Encadré 2: La transmission récente de la politique monétaire dans la zone euro	44

Chapitre 3 : Activité et marché du travail

Encadré 3: La détérioration du climat conjoncturel en 2011 dans une perspective historique	57
Encadré 4: Inadéquations sur le marché du travail	65
Encadré 5: La contribution croissante des échanges de services au surplus courant	78

Chapitre 4 : Prix et coûts

Encadré 6: L'évolution du prix du diesel en 2011	87
--	----

Chapitre 5 : Situation financière du secteur privé

Encadré 7: Le taux d'endettement du secteur privé non financier	111
---	-----

Chapitre 6 : Finances publiques

Encadré 8: Le cadre budgétaire belge à la lumière des exigences européennes	119
Encadré 9: La sixième phase de la réforme de l'État et la révision de la loi spéciale de financement	130

Tableaux

Chapitre 1 : Économie mondiale

1	PIB dans les principales économies	10
---	------------------------------------	----

Chapitre 2 : Zone euro et politique monétaire de l'Eurosystème

2	PIB et principales catégories de dépenses dans la zone euro	32
---	---	----

Chapitre 3 : Activité et marché du travail

3	Offre et demande de travail	60
4	Taux d'emploi par catégorie	62
5	Taux de chômage par catégorie	63
6	PIB et principales catégories de dépenses	68
7	Déterminants du revenu disponible brut des particuliers, à prix courants	70
8	Déterminants de l'excédent brut d'exploitation des sociétés, à prix courants	73
9	Prêt net au reste du monde	77

Chapitre 4 : Prix et coûts

10	Indice des prix à la consommation harmonisé et coûts salariaux	84
11	Coûts salariaux horaires dans le secteur privé	92

Chapitre 5 : Situation financière du secteur privé

12	Actifs et engagements financiers par secteur	110
----	--	-----

Chapitre 6 : Finances publiques

13	Normes relatives au solde de financement des administrations publiques	117
14	Recettes des administrations publiques	121
15	Recettes non fiscales et non parafiscales	123
16	Dépenses primaires des administrations publiques	124
17	Dépenses primaires corrigées par sous-secteur des administrations publiques	126
18	Besoins et moyens de financement de l'État fédéral	129
19	Solde de financement de l'ensemble des administrations publiques et par sous-secteur	130

Graphiques

Chapitre 1 : Économie mondiale

1	Profil trimestriel du PIB et des grandes catégories de dépenses dans les principales économies avancées	11
2	Prix des produits de base	13
3	Échanges internationaux de biens	14
4	Soldes de la balance courante des paiements dans les principales économies	14
5	Solde de financement et dette des administrations publiques dans les principales économies	15
6	Prix à la consommation dans les principales économies	16
7	Taux d'intérêt directeurs et actifs au bilan des principales banques centrales	17
8	Évolution des marchés mondiaux des valeurs mobilières	19
9	Cours de change des principales monnaies vis-à-vis du dollar des États-Unis	20

Chapitre 2 : Zone euro et politique monétaire de l'Eurosystème

10	Déséquilibres macroéconomiques dans la zone euro	25
11	Crise de la dette publique dans la zone euro	27
12	Croissance du PIB dans les pays de la zone euro	31
13	Consommation privée, confiance des consommateurs et ventes du commerce de détail dans la zone euro	32
14	Investissements des entreprises et confiance des chefs d'entreprise dans la zone euro	33
15	Marché du travail dans la zone euro	34
16	Solde de financement et dette des administrations publiques dans la zone euro	35
17	Projections de la croissance du PIB en volume et de l'inflation dans la zone euro	38
18	M3 et prêts au secteur privé dans la zone euro	39
19	Enquête de l'Eurosystème sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro	40
20	Anticipations d'inflation à long terme dans la zone euro	41
21	Taux d'intérêt à trois mois	42
22	Recours à la facilité de dépôt et taux d'intérêt du marché monétaire dans la zone euro	43
23	Besoin consolidé de liquidités et opérations d' <i>open market</i> de l'Eurosystème	46

Chapitre 3: Activité et marché du travail

24	Évolution du PIB en Belgique	50
25	PIB, emploi, durée de travail et chômage temporaire	51
26	Estimation de la croissance potentielle en Belgique	52
27	Valeur ajoutée des principales branches d'activité	53
28	Valeur ajoutée, emploi salarié, productivité horaire et heures ouvrées par salarié dans les principales branches d'activité	54
29	Indicateurs de conjoncture pour les principales branches d'activité	55
30	Chômage selon la durée en Belgique	64
31	Chômage en Belgique et dans les régions	65
32	Contribution des composantes de la demande à la croissance du PIB	68
33	Exportations et importations de biens et services	69
34	Revenu disponible, consommation et épargne des particuliers	71
35	Prix des logements	72
36	Investissements des entreprises	73

37	Solde de financement de l'ensemble des secteurs intérieurs	74
38	Solde courant	74
39	Échanges extérieurs de biens et services de la Belgique	75
40	Dépenses de R&D et performances à l'innovation	76

Chapitre 4 : Prix et coûts

41	Écart d'inflation entre la Belgique et les trois principaux pays voisins	85
42	Prix à la consommation des produits énergétiques	86
43	Prix des biens alimentaires	89
44	IPCH, indice-santé et tendance sous-jacente de l'inflation	90
45	Tendance sous-jacente de l'inflation et coûts salariaux dans le secteur des entreprises en Belgique et dans les trois principaux pays voisins	91
46	Norme salariale et handicap salarial dans le secteur privé selon le CCE	94
47	Coûts salariaux par unité produite dans le secteur des entreprises en Belgique	95

Chapitre 5 : Situation financière du secteur privé

48	Transactions financières des particuliers	99
49	Patrimoine des particuliers	100
50	Constitution d'actifs financiers selon le risque encouru	100
51	Dépôts d'épargne et dépôts à terme des particuliers	101
52	Formation d'actifs financiers par les particuliers	102
53	Nouveaux crédits hypothécaires aux particuliers et taux d'intérêt	102
54	Offre et demande de crédits au logement	103
55	Quotité empruntée sur le montant d'un achat immobilier	103
56	Taux d'intérêt sur les crédits hypothécaires et taux de référence correspondants	104
57	Nouveaux engagements financiers des sociétés non financières	105
58	Coûts du financement externe des sociétés non financières	106
59	Crédits bancaires aux sociétés non financières	107
60	Résultats des enquêtes sur la distribution du crédit bancaire auprès des banques et des entreprises	108
61	Position créditrice nette des pays de l'UE	114

Chapitre 6 : Finances publiques

62	Soldes budgétaires des administrations publiques	118
63	Dette brute consolidée des administrations publiques en Belgique et dans la zone euro	118
64	Recettes d'accises sur les carburants et sur le tabac	122
65	Recettes par sous-secteur des administrations publiques	123
66	Dépenses primaires de l'ensemble des administrations publiques	124
67	Rémunérations des salariés dans les branches d'activité de l'administration publique, de l'éducation, de la santé et de l'action sociale	125
68	Emploi dans les branches d'activité de l'administration publique, de l'éducation, de la santé et de l'action sociale	126
69	Dépenses publiques de soins de santé	127
70	Subsides aux entreprises : titres-services, réductions du précompte professionnel et programmes d'activation	127
71	Décomposition de la variation des charges d'intérêts	128

Tableaux de l'annexe statistique

1	PIB et principales catégories de dépenses, en volume	135
2	PIB et principales catégories de dépenses, en volume	136
3	Déflateurs du PIB et des principales catégories de dépenses	137
4	PIB et principales catégories de dépenses, à prix courants	138
5	PIB et principales catégories de dépenses, à prix courants	139
6	Valeur ajoutée des différentes branches d'activité, en volume	140
7	Marché du travail	141
8	Taux d'emploi	142
9	Taux de chômage	143
10	Taux d'emploi: détail régional	144
11	Taux de chômage: détail régional	145
12	Indice des prix à la consommation harmonisé	146
13	Compte synthétique des particuliers, à prix courants	147
14	Compte synthétique des sociétés, à prix courants	148
15	Compte synthétique du reste du monde, à prix courants	149
16	Recettes, dépenses et solde de financement des administrations publiques	150
17	Solde de financement par sous-secteur des administrations publiques	151
18	Dette brute consolidée des administrations publiques	152
19	Déterminants de la variation de la dette brute consolidée des administrations publiques	153
20	Opérations courantes et en capital selon la balance des paiements	154
21	Formation d'actifs et nouveaux engagements financiers des particuliers	155
22	Formation d'actifs et nouveaux engagements financiers des sociétés non financières	156
23	Formation d'actifs et nouveaux engagements financiers des administrations publiques	157
24	Formation d'actifs et nouveaux engagements financiers des institutions financières monétaires	158
25	Formation d'actifs et nouveaux engagements financiers des institutions financières autres que monétaires	159
26	Émissions nettes de valeurs mobilières des sociétés financières et non financières et des administrations publiques	160
27	Taux d'intérêt	161
28	Principaux taux d'intérêt de l'Eurosystème	162
29	Cours de change	163

Banque nationale de Belgique
Société anonyme
RPM Bruxelles – Numéro d'entreprise: 0203.201.340
Siège social: boulevard de Berlaimont 14 – BE-1000 Bruxelles
www.bnb.be



Éditeur responsable

Luc Coene
Gouverneur

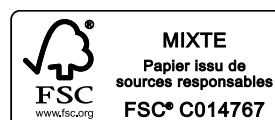
Banque nationale de Belgique
boulevard de Berlaimont 14 – BE-1000 Bruxelles

Personne de contact pour la publication

Luc Dufresne
Secrétaire général

Tél. +32 2 221 24 96 – Fax +32 2 221 30 91
luc.dufresne@nbb.be

© Illustrations: Banque nationale de Belgique
Couverture et mise en page: BNB AG – Prepress & Image
Publié en février 2012



Rapport 2011

Stabilité financière et contrôle prudentiel



© Banque nationale de Belgique

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

Table des matières

PARTIE 1 : ÉVOLUTIONS DU SYSTÈME FINANCIER	9
Marchés financiers internationaux	9
Secteur financier belge	18
Secteur bancaire	18
Entreprises d'assurance	32
PARTIE 2 : RÉGLEMENTATION PRUDENTIELLE	45
Architecture du contrôle	45
Cadre institutionnel européen	45
La nouvelle architecture de contrôle du secteur financier belge – Introduction du modèle « twin peaks »	48
Développements internationaux et nationaux	50
Développements internationaux	50
Exigences en fonds propres et cadre de Bâle III	52
Évolution du cadre de gestion de crise	57
Assurances	58
Compensation et liquidation : évolutions internationales et européennes	62
Réglementation relative au blanchiment	63
Évolutions récentes en matière de gouvernance et de politique de rémunération	64
Transposition de la directive CRD II – Renforcement du contrôle des groupes financiers transfrontaliers	67
Développements en matière de normes comptables et de <i>reporting</i> financier	68
PARTIE 3 : CONTRÔLE PRUDENTIEL	71
Méthodes d'application du contrôle prudentiel	71
Organisation générale	71
Methodologie du contrôle	73
Suivi des établissements systémiques nationaux	75
Fonctions opérationnelles spécifiques en matière de contrôle prudentiel	76
Système de garantie de dépôts et contribution de stabilité financière	78

Contrôle prudentiel des banques	79
Actions vis-à-vis du groupe Dexia	79
Suivi et encadrement de la gestion de la liquidité	81
Contrôle des groupes bancaires transfrontaliers	82
Collège d'autorités de surveillance	83
<i>Cross-border stability group</i>	85
Contrôle prudentiel des entreprises d'assurance	85
Actions de contrôle prudentiel	85
Pré-application des modèles internes	86
Contrôle des groupes d'assurance	87
Oversight et contrôle prudentiel des infrastructures de marchés financiers	87
Oversight	88
Contrôle prudentiel d'établissements gérant des infrastructures de marchés financiers	90
ANNEXES	
Annexe statistique	93
Signes conventionnels	101
Liste des abréviations	103
Liste des encadrés, tableaux et graphiques	107

1. Évolutions du système financier

1.1 Marchés financiers internationaux

En 2011, le développement marquant sur les marchés financiers internationaux a été l'intensification et la généralisation des préoccupations des investisseurs quant au risque souverain, qui se sont particulièrement manifestées à l'égard de plusieurs pays de la zone euro. Cette nouvelle phase de la crise financière mondiale, qui avait éclaté en 2007 sur fond de craintes de pertes potentielles sur des instruments de crédit structurés bénéficiant d'une

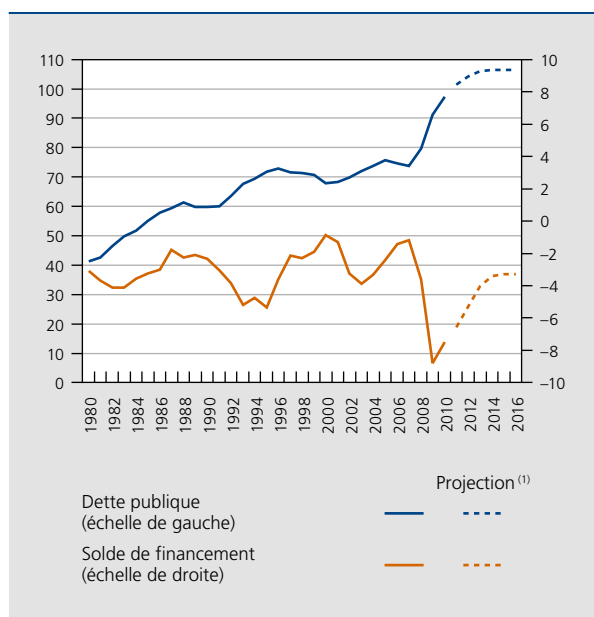
notation élevée et adossés à des prêts hypothécaires américains, a été caractérisée par la remontée de nombreuses primes de risque à des niveaux qui n'avaient plus été atteints depuis les mois ayant suivi la défaillance de la banque d'investissement américaine Lehman Brothers en septembre 2008.

Les inquiétudes des marchés concernant la solidité des finances publiques des économies avancées s'étaient déjà manifestées en 2010. Les mesures budgétaires de soutien au secteur financier et, plus encore, un fort ralentissement de l'activité économique au second semestre de 2008 et en 2009 avaient en effet poussé le déficit moyen au-delà de 8 % du PIB en 2009 dans les économies avancées et occasionné une hausse de la dette publique de près de 18 % du PIB combiné de ces pays entre la fin de 2007 et la fin de 2009. En 2011, ces déficits sont restés élevés. Outre la détérioration des indicateurs fiscaux, la réévaluation, par les marchés financiers, des risques potentiels associés aux dettes publiques de certains États – qui étaient auparavant considérées comme sans risque ou presque – a aussi été alimentée par le sentiment que des contraintes, notamment politiques, empêchaient l'adoption de mesures propres à apaiser les inquiétudes des marchés.

Ainsi, au début d'août 2011, une longue impasse politique aux États-Unis au sujet du relèvement du plafond de la dette publique fédérale n'a pu être débloquée que quelques heures avant que le gouvernement fédéral américain ne se trouve en situation de défaut technique. Dans ce contexte, une grande agence de notation a décidé de dégrader d'un cran la notation des États-Unis de AAA à AA+ (avec une perspective négative), tandis que deux autres agences ont abaissé la perspective de la note des États-Unis de stable à négative. En dépit de ces développements, les rendements des emprunts d'État américains sont restés à un niveau historiquement bas, en ligne avec

GRAPHIQUE 1 SOLDE DE FINANCEMENT ET DETTE DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES DANS LES ÉCONOMIES AVANCÉES

(pourcentages du PIB)



Source : FMI.

(1) Les hypothèses sous-jacentes à cette projection sont détaillées dans le rapport *World Economic Outlook* de septembre 2011, à l'encadré A1 (pp. 172-175).

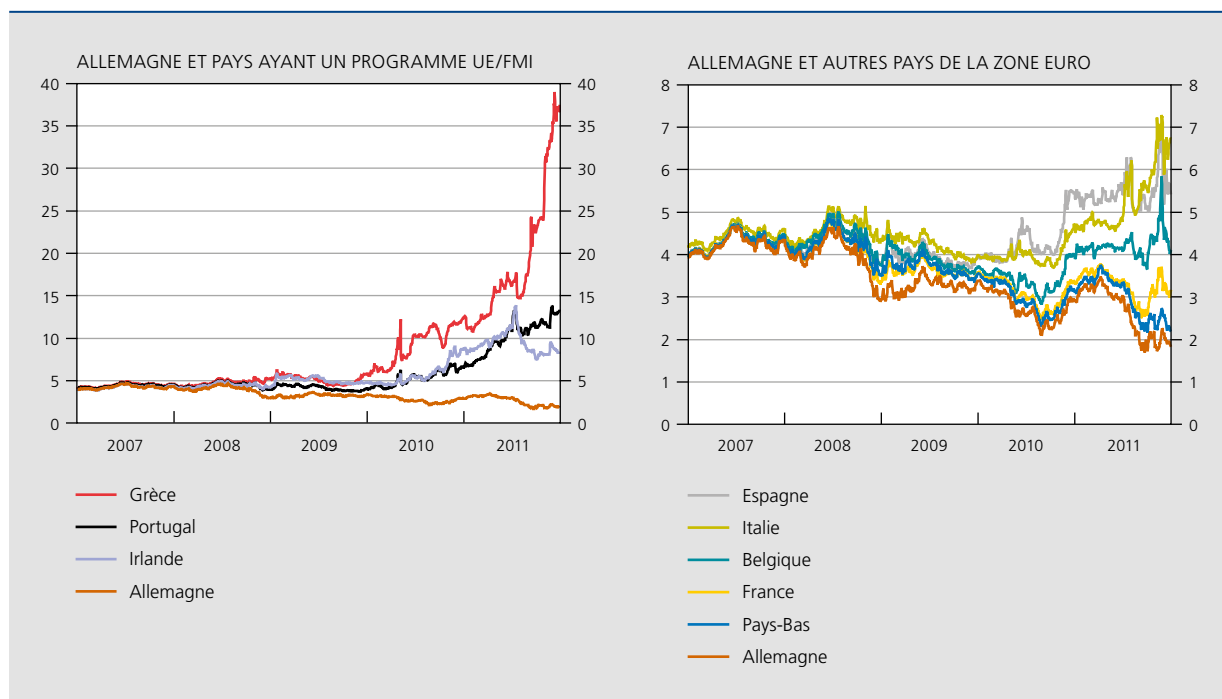
les rendements observés dans d'autres grandes économies avancées bénéficiant d'une notation AAA, comme le Royaume-Uni ou l'Allemagne. Les rendements historiquement bas sur les emprunts de ces pays, bénéficiant d'une demande importante pour des investissements sûrs dans un contexte d'aversion pour le risque sur les marchés financiers, contrastaient avec les taux d'intérêt appliqués aux emprunts de certains États périphériques de la zone euro, où les inquiétudes des marchés quant au risque souverain ont été particulièrement vives.

En 2010, l'aggravation des préoccupations concernant le risque souverain avait déjà entraîné une différenciation de plus en plus marquée des coûts de financement au sein de la zone euro, la Grèce, le Portugal et l'Irlande enregistrant une hausse assez spectaculaire du rendement de leurs emprunts d'État à dix ans par rapport au Bund allemand de même échéance. Comme l'a souligné le Rapport annuel de l'année dernière, ces évolutions défavorables, conjuguées à la dégradation de la notation de plusieurs pays, ont conduit en mai 2010 à l'adoption, par l'Union européenne (UE) et le Fonds monétaire international (FMI), d'un programme d'aide financière de 110 milliards d'euros en faveur de la Grèce et à la mise en place du Mécanisme européen de stabilisation financière. Six mois plus tard, l'Irlande a été forcée par les marchés financiers

de demander un programme d'aide UE/FMI de 85 milliards d'euros. En avril 2011, ce fut au tour du Portugal de solliciter un programme d'aide de 78 milliards d'euros.

Les rendements sur le marché secondaire des emprunts d'État des trois pays bénéficiant d'un programme d'aide financière UE/FMI se sont maintenus à un niveau très élevé tout au long de 2011, laissant ainsi penser que les marchés financiers restaient dubitatifs quant à la possibilité pour ces pays de revenir à un endettement public soutenable sans allègement de la dette, et ce en dépit des programmes d'austérité et de restructuration financés par l'UE et le FMI. Cependant, dans leur évaluation du risque souverain de ces pays, les marchés financiers ont opéré une distinction assez nette entre les trois États, l'Irlande parvenant à regagner partiellement la confiance des marchés grâce à une mise en œuvre résolue de mesures, surtout après le sommet européen du 21 juillet, abaissant le coût de l'aide extérieure octroyée à l'Irlande. En ce qui concerne la Grèce, en revanche, d'importants retards dans la mise en œuvre des mesures, ainsi que de sérieux problèmes structurels dans l'économie, ont contribué à une perte totale de confiance de la part des investisseurs et ont retardé le versement des cinquième et sixième tranches du programme d'aide à la Grèce. La faiblesse des performances économiques et les problèmes

GRAPHIQUE 2 RENDEMENTS DES EMPRUNTS D'ÉTAT À DIX ANS DANS LA ZONE EURO
(données journalières, pourcentages)



Source : Thomson Reuters Datastream.

politiques dans ce pays ont également engendré un nouveau besoin de financement extérieur, rendant nécessaire un deuxième programme d'aide en faveur de la Grèce afin d'éviter un défaut de paiement. Lors des discussions sur les modalités de ce deuxième programme d'aide, qui ont débuté au cours du deuxième trimestre de 2011, plusieurs pays créditeurs ont indiqué qu'une aide extérieure supplémentaire n'était possible que si le secteur privé contribuait également à ce programme. Cette implication du secteur privé devait prendre la forme d'une participation volontaire des créanciers privés à un rééchelonnement des échéances de la dette souveraine grecque par la voie d'un échange de leurs obligations de l'État grec contre de nouveaux titres de dette grecque à plus long terme. Tout en laissant le principal inchangé, cette opération entraînerait néanmoins une perte en valeur actualisée nette de quelque 21 %. Si la contribution du secteur privé au deuxième programme d'aide à la Grèce a constitué une des importantes mesures approuvées lors du sommet européen du 21 juillet, la principale a été l'accord visant à accroître la capacité effective de prêt du Fonds européen de stabilité financière (FESF), noté AAA, à 440 milliards d'euros, en portant le montant total des garanties des États membres de la zone euro à 780 milliards d'euros.

L'adoption, en juillet, de ce vaste programme a été partiellement motivée par l'important effet de contagion du risque souverain émanant des trois pays bénéficiant d'un programme UE/FMI sur les marchés beaucoup plus volumineux des emprunts d'État italiens et espagnols, où les rendements s'étaient considérablement accrus au cours des trois premières semaines de juillet pour atteindre un niveau proche de 6 %. L'accueil réservé par les marchés aux mesures mentionnées ci-dessus fut toutefois mitigé. Outre les doutes concernant les délais requis pour effectivement mettre ces mesures en œuvre, le marché a également jugé incertaine la mesure dans laquelle la seule extension de la capacité effective de prêt du FESF à 440 milliards d'euros serait estimée suffisante pour faire face à d'éventuels besoins de refinancement en Italie ou en Espagne, si ces pays devaient perdre leur accès au marché. Vers la fin du mois de juillet et au début du mois d'août, les tensions sur les marchés de la dette souveraine ont eu tendance à gagner les grands pays d'Europe du Sud et ont été amplifiées par la publication d'enquêtes de conjoncture indiquant un net ralentissement de la croissance économique en Europe et dans d'autres grandes zones de l'économie mondiale. Début août, les rendements des obligations d'État à dix ans en Italie et en Espagne ont atteint 6,2 %, soit leur niveau le plus élevé depuis la création de la zone euro. Dans le contexte de cette contagion grandissante, l'Eurosystème a réactivé son programme pour les marchés de titres et a commencé à acquérir, sur le marché secondaire, des emprunts des États italien et espagnol,

permettant une nouvelle accalmie sur les marchés. Dans la mesure où ces interventions étaient annoncées et considérées comme une solution temporaire en attendant la mise en œuvre des changements convenus pour le FESF, elles n'ont pu, comme il était prévisible, se substituer à des mesures plus fondamentales s'attaquant aux racines des problèmes du risque souverain. Comme ces mesures n'ont pas été introduites au rythme et avec l'ampleur escomptés par les marchés, une nouvelle vague d'aversion pour le risque s'est formée et s'est progressivement étendue, par effet de contagion, à des pays du noyau de la zone euro.

La propagation de la crise de la dette souveraine à l'Italie et à l'Espagne, puis à plusieurs des pays du noyau de la zone euro, comme la France, l'Autriche et la Belgique, a contribué à la forte hausse de l'indice de contrats dérivés de défaut (*credit default swap*) SovX, lequel a atteint plus de 350 points de base au cours de la dernière semaine de septembre. L'augmentation de cet indice – qui mesure le niveau moyen des primes sur les contrats dérivés de défaut à cinq ans référençant la dette souveraine de 19 pays d'Europe occidentale – à son niveau le plus élevé depuis que cette série a été calculée pour la première fois, a découlé d'une hausse de l'ensemble des primes sur les contrats dérivés de défaut à cinq ans des pays individuels, y compris l'Allemagne et d'autres pays

GRAPHIQUE 3 INDICES DE CONTRATS DÉRIVÉS DE DÉFAUT POUR LA DETTE SOUVERAINE EUROPÉENNE ET POUR LA DETTE *SENIOR* D'ÉTABLISSEMENTS FINANCIERS EUROPÉENS

(données journalières, points de base)



Sources : Bloomberg, Thomson Reuters Datastream.

- (1) Indice mesurant le niveau moyen des primes sur les contrats dérivés de défaut à cinq ans référençant la dette souveraine de 19 pays d'Europe occidentale.
- (2) Indice mesurant le niveau moyen des primes sur les contrats dérivés de défaut à cinq ans référençant la dette senior de 25 grands établissements financiers européens.

notés AAA, comme la France ou l'Autriche. Face à ces développements, les autorités de la zone euro ont fait savoir qu'un nouvel ensemble de mesures serait envisagé, dont des projets destinés à augmenter la capacité de prêt du FESF en faisant jouer des effets de levier, ainsi qu'une recapitalisation du secteur bancaire européen sur la base d'une nouvelle évaluation des marges de capital des banques ayant participé au test de résistance réalisé par l'Autorité bancaire européenne (*European Banking Authority* – EBA) plus tôt en 2011 (cf. encadré 1). Ces mesures ont été approuvées par les chefs d'État et de gouvernement, le 26 octobre, en même temps que les détails du deuxième programme d'aide à la Grèce prévoyant une plus grande contribution qu'annoncé en juillet du secteur privé, sous la forme d'une opération de conversion de la dette. L'effet positif sur la confiance des marchés a toutefois été balayé par l'annonce, par le premier ministre grec, de son intention d'organiser un référendum sur les mesures que la Grèce devait adopter dans le cadre de ce deuxième programme d'aide. En conséquence, les primes de risque sur les emprunts d'État et les spreads sur les contrats dérivés de défaut ont annihilé la contraction observée dans l'attente du sommet européen du 26 octobre, et la contagion a repris de plus belle, touchant jusqu'aux pays centraux de la zone euro. La France, notée AAA, a vu sa prime sur les contrats dérivés de défaut à cinq ans, qui est le prix que les investisseurs sont prêts à payer pour un contrat d'assurance couvrant un éventuel événement de crédit relatif aux obligations d'État françaises, atteindre un niveau record de 250 points de base le 23 novembre. Les contrats dérivés de défaut belges ont atteint près de 400 points de base durant cette période, contre 143 points de base à la fin de juin 2011 et 217 points de base à la fin de 2010. Même la prime sur les contrats dérivés de défaut allemands a dépassé 100 points de base.

Cette propagation des inquiétudes par rapport au risque souverain au cœur même de la zone euro au cours du second semestre de 2011 a été liée à une réévaluation, par les marchés financiers, de la solidité de la position budgétaire de l'ensemble des pays de la zone euro, dans le contexte du net ralentissement de la croissance économique au second semestre de 2011, et de la prise en compte des importants engagements potentiels pour les pays qui pourraient découler des garanties à fournir au FESF ou encore des éventuelles mesures de soutien supplémentaires en faveur d'établissements de crédit fortement exposés aux États membres les plus vulnérables. Vers la fin de l'année, l'aversion pour le risque dans un contexte d'incertitudes quant à la future structure de l'union monétaire a pu également contribuer à la hausse généralisée des primes sur les contrats dérivés de défaut des pays de la zone euro.

En réponse à cette nouvelle intensification des tensions sur les marchés en novembre, les chefs d'État et de gouvernement de la zone euro et d'autres pays européens se sont mis d'accord, lors de leur sommet des 8 et 9 décembre, sur les contours d'un nouveau pacte budgétaire et d'une coordination accrue des politiques économiques tout en renforçant les instruments de stabilisation existants en vue de faire face aux problèmes à court terme. En ce qui concerne ce dernier point, il fut, entre autres choses, annoncé que l'effet de levier du FESF serait rapidement activé et que l'approbation du Mécanisme européen de stabilité serait accélérée de manière à pouvoir être avancée à juillet 2012. Les États membres de la zone euro et les autres États membres ont également annoncé qu'ils envisageraient la mobilisation de ressources supplémentaires pour le FMI, d'un montant pouvant aller jusqu'à 200 milliards d'euros sous la forme de prêts bilatéraux, tout en rappelant le caractère unique et exceptionnel des modalités envisagées de la participation du secteur privé dans le paquet de mesures de soutien à la Grèce.

Les conséquences de la crise de la dette publique observée dans certains pays périphériques de la zone euro se sont également traduites par d'importants effets négatifs sur la situation financière tant des banques que des compagnies d'assurances européennes, comme l'atteste l'étroite corrélation observée entre l'indice SovX et un indice correspondant pour les contrats dérivés de défaut référant la dette *senior* de 25 grands établissements financiers européens (iTraxx Senior Financials). Bien que cette tendance se soit essouffée, lors de leurs souscriptions à des emprunts d'État, les banques ont continué, après la création de l'union monétaire, à montrer une préférence nette pour le marché national. Dès lors, une part importante de l'exposition des banques européennes aux emprunts des États les plus vulnérables de la zone euro figure au bilan des systèmes bancaires nationaux de ces pays. Dans les trois pays bénéficiant d'un programme UE/FMI, cette situation a entraîné une perte totale d'accès aux marchés interbancaires pour les banques nationales, les rendant très dépendantes du financement émanant de l'Eurosystème. Cependant, dans la mesure où les banques étrangères détenaient également d'importantes créances sur des pays périphériques de la zone euro, la propagation des tensions sur les marchés de la dette souveraine est allée bien au-delà des systèmes bancaires nationaux des États membres les plus fragiles. À la fin de septembre 2011, les expositions transfrontalières des banques européennes au secteur public de la Grèce, du Portugal, de l'Irlande, de l'Italie et de l'Espagne s'élevaient à 246,8 milliards d'euros, auxquels il faut encore ajouter d'importantes expositions à d'autres contreparties, telles que les banques (284,2 milliards d'euros) ou d'autres débiteurs du secteur privé (932,9 milliards d'euros).

TABEAU 1 CRÉANCES TRANSFRONTALIÈRES DES BANQUES EUROPÉENNES⁽¹⁾ SUR DIFFÉRENTES CONTREPARTIES DANS UNE SÉLECTION DE PAYS DE LA ZONE EURO

(données provisoires à la fin de septembre 2011, sur une base consolidée⁽²⁾, milliards d'euros)

	Grèce	Portugal	Irlande	Italie	Espagne	Total
Secteur public	22,8	19,7	10,2	135,3	58,9	246,8
Secteur bancaire	3,0	20,7	45,3	87,4	127,7	284,2
Autres créances étrangères	52,2	90,6	211,0	325,7	253,3	932,9
Expositions potentielles ⁽³⁾	24,2	37,5	119,9	196,9	122,8	501,2
Total	102,2	168,5	386,4	745,2	562,7	1 965,1
<i>p.m. Total à la fin de décembre 2010</i>	<i>115,2</i>	<i>182,2</i>	<i>396,8</i>	<i>744,5</i>	<i>577,4</i>	<i>2 016,1</i>

Source: BRI.

(1) Banques contrôlées par les résidents et établies en Allemagne, Autriche, Belgique, Espagne, Finlande, France, Grèce, Irlande, Italie, Norvège, aux Pays-Bas, au Portugal, au Royaume-Uni, en Suède, Suisse et Turquie.

(2) Données provenant du reporting des statistiques bancaires internationales consolidées. Les actifs sont répartis sur la base du risque final, c'est-à-dire après transfert de risque.

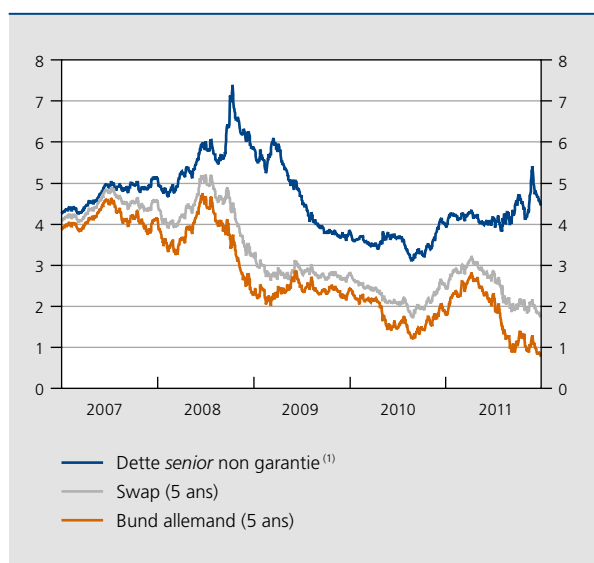
(3) Créances transfrontalières résultant d'expositions sous la forme de contrats dérivés, de garanties accordées et d'engagements de crédit.

Les banques détiennent généralement des emprunts d'État en très grande quantité parce qu'elles peuvent mobiliser ces titres en garantie pour leurs emprunts. La qualité et l'éligibilité au titre de nantissement de bon nombre de ces titres ont fortement souffert, en 2010 et 2011, des fluctuations de cours des emprunts d'État et des dégradations de notations. Le recours à ces instruments dans le cadre du financement externe des banques

est dès lors devenu plus onéreux, voire impossible, sur les marchés privés. La valeur de marché de certains emprunts d'État ayant été sérieusement revue à la baisse sur le bilan de banques européennes, celles-ci ont également eu plus de mal à attirer du financement non garanti, puisque les prêteurs potentiels tenaient compte de ces pertes non réalisées dans leur évaluation de la solvabilité de leurs débiteurs européens. Au cours de 2011, cette situation a contribué à une nouvelle hausse significative du coût moyen de la dette *senior* non garantie des banques européennes, libellée en euros, entraînant une accentuation des écarts – d'un faible niveau au début de l'année 2007 – par rapport aux taux swap à cinq ans ou aux rendements du Bund à cinq ans. Bien que les taux swap aient adopté un profil quelque peu différent de celui des rendements sur les bons d'État allemands, ils sont restés proches des taux sans risque étant donné que le risque de contrepartie dans ces contrats est contrebalancé par le fait qu'aucun principal n'est échangé dans le cadre de ces opérations et par l'utilisation répandue de *master agreements* prévoyant la mobilisation de collatéral en vue de garantir la valeur de marché de ces contrats. Lors d'un financement non garanti, en revanche, le prêteur supporte le risque de contrepartie pour l'entièreté du montant prêté, ce qui explique pourquoi un assèchement quasi complet du marché primaire des émissions, par les banques européennes, d'obligations *senior* non garanties a été observé lors du second semestre de 2011. Les banques ont réagi en recourant davantage aux émissions d'obligations garanties, comme les *covered bonds*. Dans les pays centraux de la zone euro, les marchés de ces *covered bonds* se sont avérés relativement résistants aux tensions accrues secouant les marchés. Ceci a permis aux banques de continuer à émettre de la dette à moyen et à long terme,

GRAPHIQUE 4 RENDEMENTS SUR LA DETTE BANCAIRE SENIOR, LES CONTRATS DE SWAPS ET LE BUND ALLEMAND

(données journalières, pourcentages)

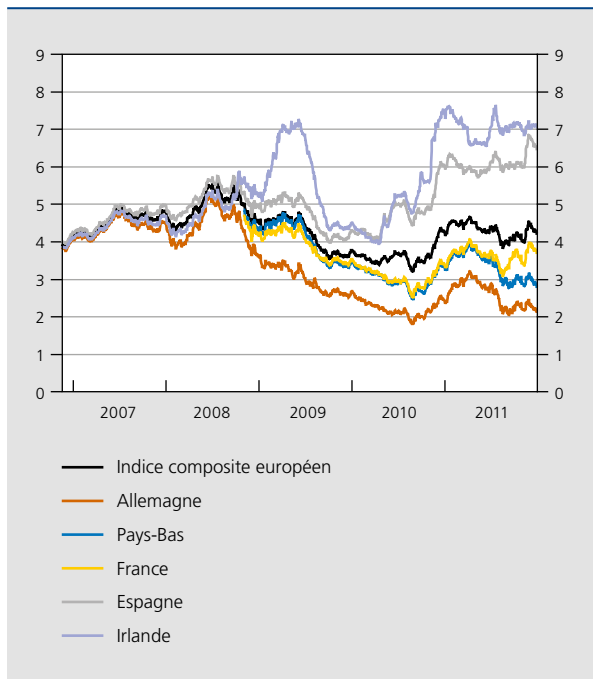


Sources: iBoxx, Thomson Reuters Datastream.

(1) Indice iBoxx euro corporate banks senior référant la dette bancaire *senior* non garantie libellée en euros.

GRAPHIQUE 5 RENDEMENTS DES COVERED BONDS

(données journalières, pourcentages)



Sources : iBoxx, Thomson Reuters Datastream.

et ce malgré une différenciation accrue, les rendements sur les *covered bonds* irlandais et espagnols demeurant à des niveaux élevés et les rendements des *covered bonds* français se dissociant des néerlandais à l'automne. Afin de soutenir ce pan important du financement des banques, la Banque centrale européenne a lancé, en novembre, un programme d'achat de *covered bonds* à hauteur de 40 milliards d'euros.

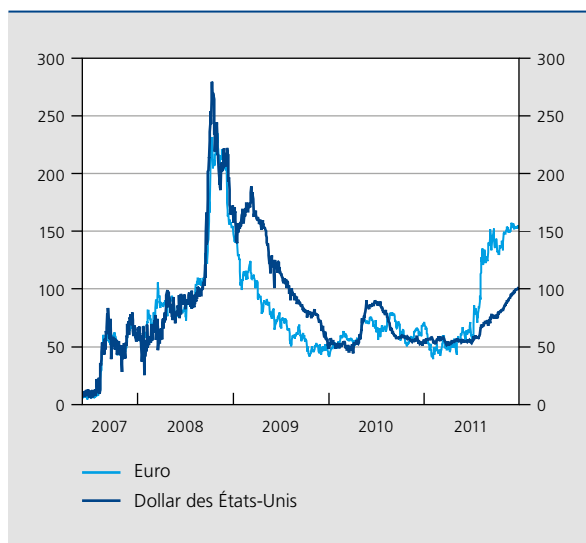
De nombreux marchés de fonds à moyen terme ayant été fermés aux banques européennes au cours du second semestre de 2011, le refinancement s'est porté sur les marchés à court terme et sur un recours accru au crédit de l'Eurosystème. Sur les marchés en dollars des États-Unis, les banques européennes ont dû faire face à une augmentation notable de l'aversion pour le risque de la part des organismes de placement collectif (OPC) monétaires américains, perdant ainsi un montant important de financements à court terme en cette devise procurés par ce traditionnel bailleur de fonds. Sur les marchés à court terme non garantis en euros également, les préoccupations quant au risque de contrepartie sont réapparues comme élément déterminant des conditions de financement. Certaines banques ont tout simplement perdu l'accès à ce marché, tandis que nombres d'autres ont dû payer une prime par rapport au taux OIS (*Overnight index swap*), taux fixe payé par la contrepartie d'un contrat de

swaps de taux d'intérêt qui perçoit les taux au jour le jour pour une durée déterminée. Au second semestre de 2011, celle-ci a atteint, en moyenne, son niveau le plus élevé depuis le début de 2009.

Les autorités monétaires ont répondu à cette nouvelle vague de difficultés de financement au cours du second semestre de 2011 par la mise en place de mesures supplémentaires de soutien à la position de liquidité des banques européennes. Ces mesures comprennent l'introduction d'opérations de refinancement à long terme, l'assouplissement des règles relatives au collatéral ainsi que de nouvelles facilités d'octroi de financement en dollars des États-Unis. Afin d'apaiser les inquiétudes des acteurs de marché quant aux expositions souveraines des banques européennes, l'EBA a mis en place un test de résistance supplémentaire, présenté à l'encadré 1, centré sur les moins-values subies sur les emprunts d'État. Cet exercice a eu lieu au moment où les banques avaient réagi aux tensions accrues sur les marchés en améliorant la transparence de leurs expositions souveraines et positions de liquidité, mais également en réduisant activement leurs expositions aux emprunts d'État et en annonçant la mise en place de programmes de réduction accélérée de bilan afin de rehausser les ratios réglementaires de fonds propres plus rapidement que ne l'exige le délai de convergence prévu par les nouvelles normes de Bâle III (cf. section 2.2.2). Afin de réduire autant que possible le risque que ces programmes de réduction du

GRAPHIQUE 6 ÉCARTS DE TAUX ENTRE LE LIBOR ET L'OIS À UN AN⁽¹⁾

(données journalières, points de base)



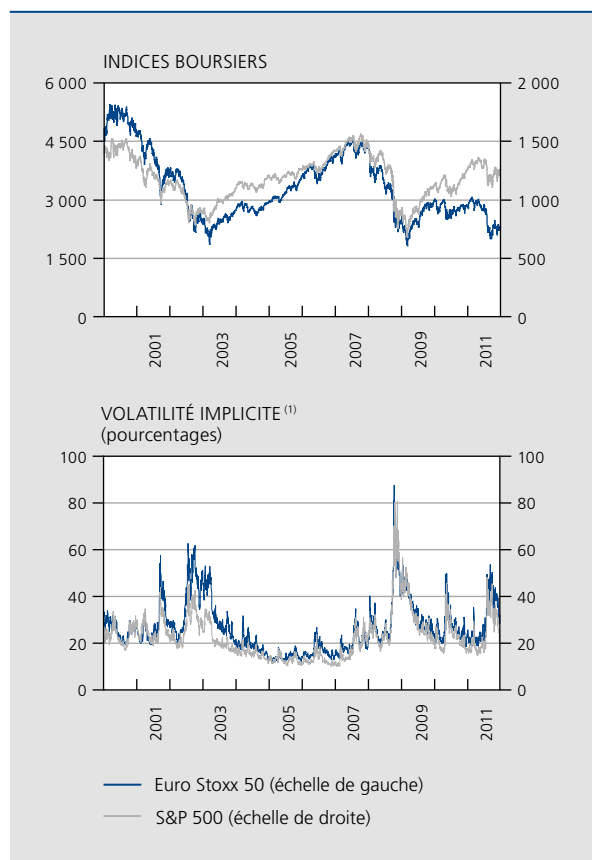
Source : Thomson Reuters Datastream.

(1) Écarts entre le Libor à un an et le taux fixe payé par la contrepartie d'un contrat de swaps de taux d'intérêt qui perçoit les taux au jour le jour pour une durée d'un an.

bilan n'engendrent un resserrement considérable des conditions de crédit pour les débiteurs non financiers, les autorités européennes ont instauré, dans le test de résistance supplémentaire de l'EBA, un cadre de contrôle des plans de réduction de bilan et de recapitalisation des banques considérées comme présentant une insuffisance en fonds propres.

En raison du ralentissement de la croissance économique et des pertes importantes subies sur les marchés financiers mondiaux, les secteurs non financiers ont également connu des retombées importantes de la crise de la dette publique dans la zone euro. Les places boursières européennes ont enregistré des pertes significatives, l'Euro Stoxx 50 s'affichant en baisse de 17 % par rapport à la fin de 2010. Aux États-Unis, les indices de mesures de l'incertitude des investisseurs et de leur aversion pour le risque – telles que les mesures de volatilité implicite des cours de bourse ou les écarts de rendement des obligations à haut rendement – ont également affiché une forte tendance à la hausse face à l'anxiété quant aux perspectives économiques mondiales

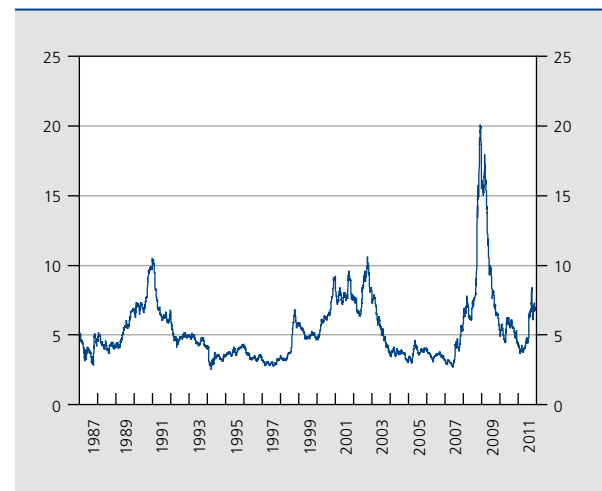
GRAPHIQUE 7 MARCHÉS BOURSIERS
(données journalières)



Source : Thomson Reuters Datastream.

(1) Basée sur la volatilité implicite dérivée des options sur les indices S&P 500 et Euro Stoxx 50.

GRAPHIQUE 8 ÉCART DE RENDEMENT DES OBLIGATIONS À HAUT RENDEMENT AUX ÉTATS-UNIS (1)
(données journalières, pourcentages)



Source : Thomson Reuters Datastream.

(1) Différence entre le rendement des obligations d'entreprise libellées en dollars de notation inférieure à BBB/Baa3 et le taux d'intérêt perçu sur les bons du Trésor américain à dix ans.

et à la crise de la dette européenne, même si l'indice S&P 500 a atteint, à la fin de l'année 2011, un niveau identique à celui de l'année précédente.

Les pays d'Europe centrale et de l'Est, au vu de leurs étroits liens économiques et financiers avec la zone euro, ont également connu des retombées importantes de la crise de la dette souveraine. L'environnement s'est particulièrement détérioré dans les pays caractérisés par une vulnérabilité budgétaire ou extérieure, telle que la Hongrie. Un large encours de prêts libellés en francs suisses y a constitué un canal additionnel de transmission des tensions, la crise en zone euro ayant contribué à une forte appréciation du franc suisse par rapport à l'euro et au forint hongrois. Afin de limiter l'ampleur de l'impact de cette appréciation sur les ménages ayant souscrit un crédit hypothécaire, le gouvernement hongrois a annoncé en septembre, de manière unilatérale, la mise en place d'un plan de protection de l'habitation qui prévoyait, jusqu'à la fin de janvier 2012, la possibilité, pour les particuliers, de rembourser leur crédit hypothécaire en prenant en compte des taux de change nettement inférieurs aux taux du marché. Cela a forcé le secteur bancaire à reconnaître d'importantes réductions de valeur sur une part importante de leurs crédits hypothécaires de meilleure qualité. En décembre, le gouvernement, en accord avec le secteur bancaire, a présenté une série de mesures additionnelles centrées cette fois sur les créances douteuses ou incertaines et prévoyant un partage des coûts relatifs à ces mesures de soutien entre les autorités publiques et les banques.

Encadré 1 – Exercices organisés par l'EBA pour tester la capacité de résistance des banques européennes et mesurer les besoins en fonds propres engendrés par la crise souveraine

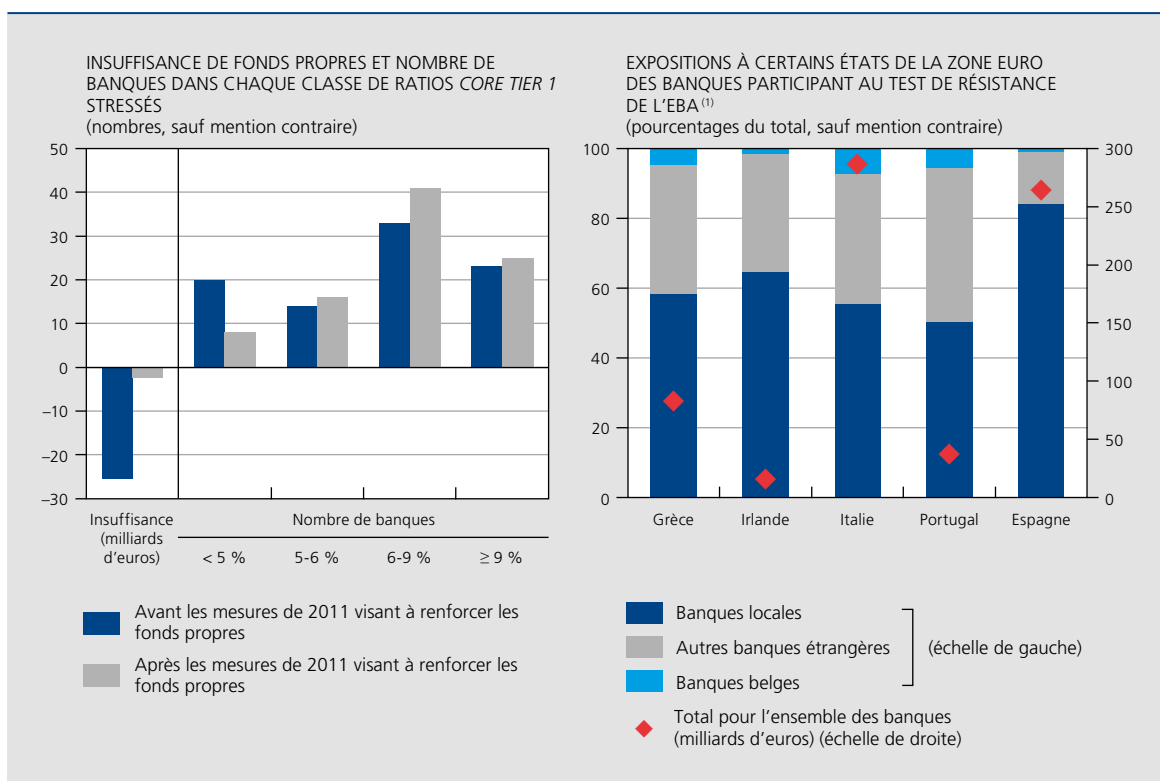
L'EBA a reconduit, en 2011, un test de résistance des banques européennes de nature systémique, dans la continuation de tests similaires effectués en 2009 et 2010.

L'objectif du test de résistance consistait à évaluer si une banque détenait un montant suffisant de fonds propres *core Tier 1* (*core Tier 1 capital*), définis de manière restrictive pour n'inclure que les instruments de fonds propres de la plus haute qualité, pour couvrir 5 % des actifs pondérés par les risques aussi bien dans un scénario macroéconomique de référence que dans un autre, défavorable, au cours d'une période de deux ans. Le scénario macroéconomique défavorable s'écartait des prévisions économiques de base par l'introduction de trois hypothèses, à savoir des chocs spécifiques à l'UE, liés à la crise de la dette souveraine, un choc mondial provoqué par une récession aux États-Unis et une dépréciation du dollar des États-Unis.

Outre son incidence sur le scénario défavorable, le risque souverain a aussi été testé plus directement en prenant en compte les pertes de valeur de marché sur les positions souveraines dans les portefeuilles de négoce, ainsi qu'en introduisant certaines hausses spécifiques de provisions pour risques de crédit sur les positions souveraines dans le portefeuille bancaire.

RÉSUMÉ DES RÉSULTATS DU TEST DE RÉSISTANCE CONDUIT PAR L'EBA

(données publiées en juillet 2011)



En plus des risques de crédit et de marché qui avaient déjà été testés lors de tests précédents, l'exercice de 2011 a introduit un test plus spécifique sur le risque de financement, test visant à examiner l'impact, sur les coûts de financement des banques, d'une hausse généralisée des taux d'intérêt mais également des marges vis-à-vis des taux sans risque. Les variations des spreads étant fonction des évolutions des marchés nationaux de la dette souveraine, les banques établies dans des pays plus vulnérables étaient confrontées à des hausses du coût de financement proportionnellement plus élevées, tant sur leur financement de gros que sur le financement obtenu auprès de la clientèle de détail.

Les résultats du test ont été publiés le 15 juillet par 90 banques participantes, dont KBC Banque et Dexia SA, et étaient accompagnés d'informations détaillées sur la composition des portefeuilles de crédit, plus particulièrement en matière d'expositions à la dette souveraine et au secteur de l'immobilier, et sur la structure des fonds propres.

Antérieurement à cette publication, certaines banques avaient déjà pris ou annoncé au premier semestre de 2011 des mesures visant à renforcer leurs ratios de fonds propres *core Tier 1* par le biais d'apports de capitaux et de plans de restructuration. Après prise en compte de ces mesures, qui avaient rapporté environ 50 milliards d'euros de fonds propres, les résultats ont montré que huit banques n'avaient pas réussi le test de résistance, en raison d'une insuffisance globale de fonds propres de 2,5 milliards d'euros, et que 16 autres banques avaient affiché des ratios de fonds propres *core Tier 1* de l'ordre de 5 à 6 %. En moyenne, les ratios de fonds propres *core Tier 1* avaient montré une diminution de 8,9 % à la fin de 2010 à 7,7 % à la fin de 2012 dans le scénario défavorable. Malgré une incidence considérable du scénario défavorable, BNP Paribas, ING Bank, KBC Banque et Dexia SA ont toutes franchi aisément le seuil de 5 %.

Les principales critiques à l'égard des tests ont résidé dans le fait qu'ils n'incluaient pas les risques de liquidité en tant que tels, qu'ils ne tenaient pas suffisamment compte de l'amplification du risque souverain en 2011, que la définition ou le calibrage, à 5 %, des exigences en fonds propres n'était pas assez strict et, enfin, que les spécificités et les faiblesses individuelles de certaines banques n'avaient pas pu être intégrées en raison de l'harmonisation des hypothèses de l'exercice. En particulier, diverses caractéristiques de Dexia SA n'étaient pas prises en compte, tel que l'impact de la gestion du risque de taux d'intérêt sur la position de liquidité du groupe. Cependant, les marchés ont salué la ventilation précise, par pays, par échéance et par portefeuille comptable, des expositions individuelles aux gouvernements centraux et locaux de l'espace économique européen, ainsi que les informations détaillées sur la composition des fonds propres et le portefeuille de crédit.

La publication des expositions souveraines a confirmé que le secteur bancaire européen finançait une part importante de la dette souveraine des pays dits périphériques de la zone euro. Alors que les banques locales représentent toujours plus de 50 % de l'exposition totale du secteur bancaire à leur dette souveraine, les banques belges ont communiqué qu'elles détenaient respectivement 7,2, 5,5 et 4,7 % du total des dettes souveraines italienne, portugaise et grecque détenues par des banques européennes. Dexia a également publié d'autres expositions importantes envers ces économies au travers de ses filiales en Italie et en Espagne. Si on compare les expositions totales envers ces économies en pourcentage des fonds propres *core Tier 1* pour 30 des plus grandes banques européennes ayant participé à l'exercice de l'EBA (à l'exclusion des banques locales), Dexia était proportionnellement la banque la plus exposée à l'Espagne et à l'Italie, la quatrième la plus exposée à la Grèce et la septième la plus exposée au Portugal, ce qui en fait la deuxième grande banque européenne la plus exposée à l'ensemble des économies périphériques.

Conformément à ce qui a été annoncé au sommet européen du 26 octobre 2011, 71 grandes banques européennes ont publié, le 8 décembre, leurs expositions souveraines ainsi que les résultats d'un second test destiné à évaluer leurs matelas de fonds propres sur la base de ces positions au 30 septembre 2011. Plus précisément, ce test mesure si les banques, après prise en compte des écarts entre la valeur comptable et la valeur de marché de toutes leurs expositions souveraines européennes à cette date, disposent de fonds propres *core Tier 1* suffisants pour couvrir 9 % de leurs actifs pondérés par les risques. Tout déficit en fonds propres doit être comblé pour juin 2012 par



l'émission de capital *core Tier 1*, la mise en réserve de bénéfices, la réduction des versements de dividendes ou la vente d'actifs non stratégiques.

Si KBC a satisfait aux conditions de ce second test, Dexia a communiqué une insuffisance de 6,3 milliards d'euros. Toutefois, ce résultat doit être considéré comme *pro forma* dans la mesure où le groupe a, depuis, été profondément restructuré. Après prise en compte de la vente de Dexia Banque Belgique à l'État belge pour un montant de 4 milliards d'euros, ce manque a été réduit à 4,2 milliards d'euros pour le nouveau périmètre de Dexia SA. Ce groupe restructuré qui ne développera plus d'activités transfrontalières significatives et qui va radicalement diminuer de taille, ne restera pas dans l'échantillon de l'EBA. Dexia Banque Belgique, qui n'a pas officiellement participé à l'exercice de l'EBA, a précisé qu'il dépassait le seuil de 9% prévu dans le scénario de l'EBA. Il convient d'observer que ce seuil de 9% fixé par l'EBA est toujours mesuré conformément aux normes de Bâle II. Les nouvelles règles de Bâle III vont introduire une définition beaucoup plus restrictive du capital *Tier 1* de base (*common equity Tier 1 capital*). Ceci va exiger des banques belges un relèvement graduel de leur ratio de solvabilité durant la période de transition prévue pour l'entrée en vigueur intégrale du régime de Bâle III à l'horizon du 1^{er} janvier 2019.

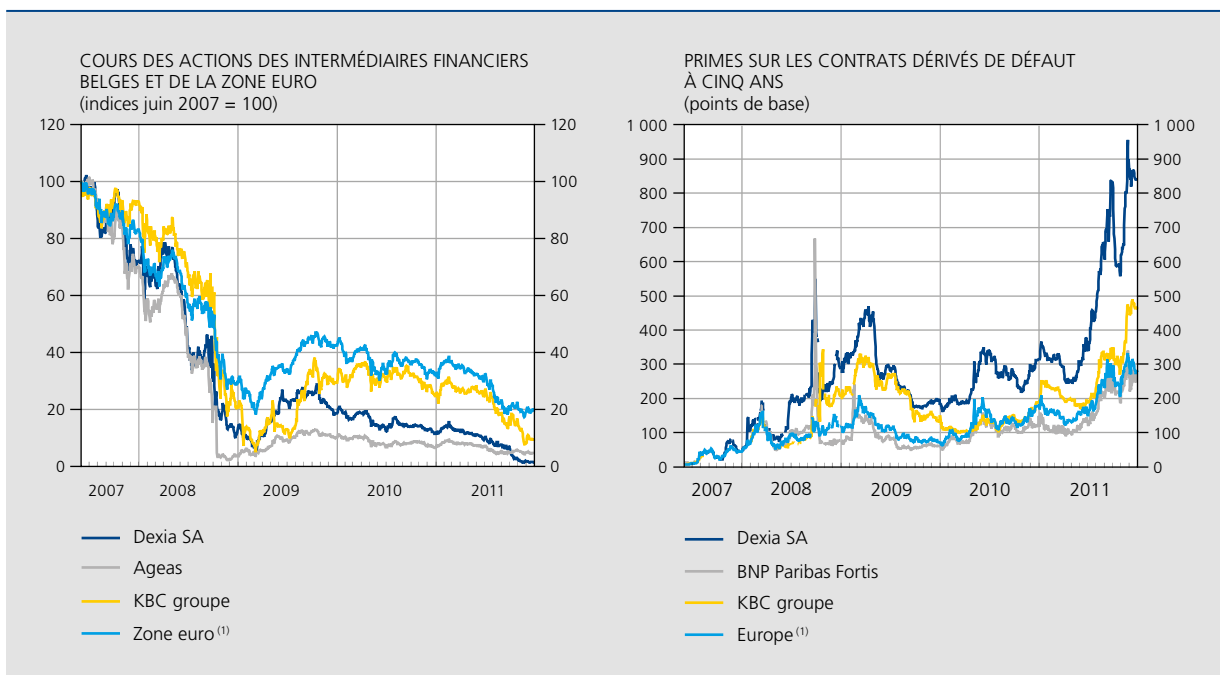
1.2 Secteur financier belge

1.2.1 Secteur bancaire

L'année 2011 a été marquée par un repli prononcé de la rentabilité du secteur bancaire belge. La crise de la dette

souveraine et la détérioration de l'environnement économique ont entraîné des moins-values et pertes substantielles, en particulier sur le portefeuille d'emprunts de l'État grec et sur d'autres expositions étrangères, tandis que les restructurations en cours se sont également traduites par des coûts importants. Ces développements sont d'autant plus préoccupants que les banques belges tablent sur la mise

GRAPHIQUE 9 INDICATEURS DE MARCHÉ POUR LES INSTITUTIONS FINANCIÈRES BELGES ET EUROPÉENNES



Sources : Bloomberg, Thomson Reuters Datastream.

(1) Indice des marchés boursiers, compilé par Thomson Reuters Datastream, pour les cours de bourse des intermédiaires financiers et indice iTraxx Senior Financials de contrats dérivés de défaut avec une maturité de cinq ans pour un échantillon de vingt-cinq institutions financières européennes.

en réserve d'une partie importante de leurs bénéfices pour faire face aux nouvelles exigences réglementaires. Même si l'ensemble des établissements de crédit européens ont été touchés, les cours de bourse et les primes sur les contrats dérivés de défaut (CDS) référençant la dette de certains établissements, jugés plus particulièrement à risque, se sont fortement dégradés. En Belgique, ce fut notamment le cas de Dexia dont les primes sur CDS atteignirent plus de 950 points de base à la fin du mois de novembre, un niveau nettement supérieur à ceux atteints durant les mois suivant la défaillance de Lehman Brothers en 2008.

Dexia a continué à souffrir des faiblesses de son ancien modèle d'entreprise, caractérisé par une forte dépendance au financement de gros, dans un contexte où le marché interbancaire était à nouveau mis sous tension. Malgré

l'annonce en mai d'une accélération du plan de restructuration initial, les problèmes de liquidité et les importantes expositions du groupe sur certains États de la zone euro ont rendu nécessaire un nouveau plan impliquant, comme en 2008, une forte intervention des États belge, français et luxembourgeois (cf. encadré 2). KBC a également modifié le plan de restructuration établi en 2009, en accord avec la Commission européenne (CE). Celui-ci comprend à présent le désinvestissement des filiales bancaire et d'assurances polonaises de KBC, Kredyt Bank et Warta, ainsi que la vente ou la liquidation de portefeuilles d'*asset-backed securities* (ABS) ou de *collateralized debt obligations* (CDO) spécifiques. Ces mesures remplacent les introductions en bourse de participations minoritaires dans CSOB Bank (République tchèque) et K&H Bank (Hongrie), ainsi que le *sale and lease back* du siège central de KBC en Belgique.

Encadré 2 – Le nouveau plan de restructuration de Dexia

Suite aux interventions publiques de 2008, Dexia SA s'était vu imposer la mise en place d'un plan de restructuration fondamental visant à réduire le profil de risque du groupe et la taille de son bilan.

Ce plan prévoyait un recentrage des activités de Dexia vers les activités d'intermédiation financière classiques, notamment en vendant des entités opérationnelles non stratégiques et des actifs financiers, et en mettant fin aux activités de négoce pour compte propre. Il prévoyait également une baisse des coûts de fonctionnement du groupe afin de renforcer sa rentabilité.

Ce plan devait permettre à l'institution financière de réduire progressivement les besoins de financement à court terme, qui avaient atteint 260 milliards d'euros en octobre 2008, soit près de 40 % du bilan. Ces montants élevés résultaient principalement de la forte croissance des activités du groupe au cours de la période 2005-2008, qui s'était traduite par une hausse de 28 % du bilan, liée essentiellement au gonflement du portefeuille obligataire et à l'expansion des activités sur des marchés non traditionnels. Cette croissance avait pu être financée par un accès aisé et à des conditions favorables sur le marché interbancaire. Les tensions accrues sur ce marché depuis 2008 ont toutefois rendu irréalisable et peu souhaitable la poursuite d'une telle stratégie.

La mise en œuvre du plan de restructuration imposée par la CE, via notamment la baisse du portefeuille d'actifs non stratégiques, avait permis au groupe de réduire son bilan de 130 milliards d'euros, soit une baisse de 20 %, et de diminuer les besoins de financement à court terme à hauteur de 160 milliards d'euros entre décembre 2008 et juin 2011. La solvabilité du groupe s'était, quant à elle, renforcée avec un ratio *Tier 1* de 11,4 % en juin 2011, contre 10,6 % en décembre 2008.

Compte tenu du contexte financier instable prévalant depuis le début 2011, Dexia a décidé, à la demande de la Banque, d'accélérer ce processus afin de réduire plus rapidement son profil de risque et d'ainsi améliorer sa situation financière. Cette accélération avait fait l'objet d'une annonce le 27 mai 2011.

Malgré cette annonce, et compte tenu de la fragilité du groupe, notamment en termes de position de liquidité, la situation a néanmoins continué à se détériorer, rendant impossible la poursuite de la stratégie initiée en 2008. Dans un contexte de dégradation rapide du profil de risque, la Banque a insisté pour que Dexia présente un plan



de démantèlement visant à sauvegarder les entités stratégiques du groupe (cf. section 3.2.1). L'aggravation de la situation financière de Dexia a résulté notamment de la mise sous surveillance de sa note à court terme par Standard & Poor's en mai, qui a entraîné une réduction de 22 milliards d'euros du financement non garanti de Dexia. L'amplification de la crise souveraine, qui s'est marquée par une forte baisse de la valeur des titres de la dette publique de nombreux pays, a d'autant plus pesé sur les conditions de financement du groupe qu'elle s'était accompagnée d'une diminution des taux d'intérêt à long terme, dans un contexte de crainte généralisée de ralentissement de l'activité économique et de repli sur les actifs à faible risque. Ce double mouvement a entraîné une hausse substantielle du collatéral (15 milliards d'euros au cours du troisième trimestre) que Dexia a dû apporter pour couvrir les risques de contreparties liés à ses contrats de couverture du risque de taux d'intérêt. L'arrivée à échéance en 2011 de nombreux titres émis par le groupe et bénéficiant d'une garantie publique, a, de surcroît, renforcé la vulnérabilité de l'institution financière.

C'est la mise sous surveillance de la note par Moody's, le lundi 3 octobre, qui a précipité les événements en rendant la situation de liquidité du groupe particulièrement précaire et en mettant en péril la stabilité financière. Suite à cette annonce, le groupe a perdu près de 9 milliards d'euros de financement à court terme non garanti, ainsi que 7 milliards d'euros de dépôts de la clientèle.

Dans ce contexte, Dexia s'est vue obligé de demander à nouveau le soutien des autorités publiques afin de pouvoir mettre en œuvre un plan de restructuration global prévoyant le démantèlement complet de Dexia SA. L'objectif de ce plan était de restaurer la confiance du marché dans les entités saines du groupe et d'éviter les risques de contagion.

Ce plan comporte les éléments suivants :

- l'acquisition, par l'État belge, le 20 octobre 2011, pour un montant de 4 milliards d'euros, de 100 % des parts de Dexia SA dans sa filiale Dexia Banque Belgique, à l'exclusion des parts de Dexia Asset Management. Cette session s'est faite en vue de réduire les risques systémiques et de pérenniser l'activité commerciale de cette filiale. Afin d'éviter les risques opérationnels pouvant résulter d'une telle scission, un comité de transition, composé de représentants de Dexia SA, Dexia Banque Belgique et de l'État belge, a été mis en place ;
- la mise en place d'un nouveau dispositif de garantie de financement, par les États belge, français et luxembourgeois, à hauteur de 90 milliards d'euros maximum au bénéfice de Dexia SA et de sa filiale Dexia Crédit Local. Les États garantiront de façon conjointe et non solidaire les financements interbancaires et obligataires d'une durée pouvant atteindre dix ans levés par Dexia SA et sa filiale Dexia Crédit Local ; cette garantie étant répartie entre les États de la façon suivante : 60,5 % pour la Belgique, 36,5 % pour la France et 3 % pour le Luxembourg ;
- l'acquisition, par la Caisse des Dépôts et Consignations (CDC) et la Banque Postale de parts du capital de Dexia Municipal Agency, dédiée au refinancement des prêts aux collectivités locales ;
- la création d'une *joint venture* entre CDC et la Banque Postale en vue de reprendre les activités de prêts aux collectivités locales françaises ;
- la mise en vente de plusieurs autres filiales dont Dexia Banque Internationale à Luxembourg, Dexia Asset Management et Denizbank en Turquie, ainsi que de la participation du groupe dans RBC Dexia Investor Services. La vente de ces entités opérationnelles devrait permettre de renforcer le capital de Dexia SA et, ainsi, réduire le risque pour les États.

La cession de Dexia Banque Belgique, ainsi que la garantie des États sur le refinancement de Dexia SA et de Dexia Crédit Local, ont fait l'objet d'une approbation temporaire par la CE. Le montant de la garantie a toutefois été limité par la CE à 45 milliards d'euros, dans l'attente d'un plan de restructuration ou de liquidation détaillé de Dexia SA qui devra être soumis au plus tard le 20 mars 2012. La garantie sera limitée à des titres d'une maturité de maximum trois ans et émis avant le 1^{er} juin 2012. Les autres composantes du plan de démantèlement devaient, à la fin de la période sous revue, encore faire l'objet d'une approbation par la CE.

Les tests de résistance menés par l'EBA, tels que décrits à l'encadré 1, ont confirmé l'importance des expositions des grandes banques européennes, et belges en particulier, envers les États de la zone euro plus particulièrement soumis aux pressions des marchés. La crise de la dette souveraine s'intensifiant, les établissements de crédit belges ont procédé, en 2011, à une réduction accélérée de ces expositions afin de limiter les éventuelles pertes liées à la détention de ces titres. Bien qu'il ait été constamment réduit depuis le début de l'année 2010, lorsqu'il atteignait 46 milliards d'euros, le montant total des expositions envers le secteur public de ces pays dits périphériques était toujours substantiel à la fin de septembre 2011, à hauteur de 23 milliards d'euros. La réduction de ces expositions a principalement concerné les emprunts d'État italiens, grecs et portugais. L'exposition totale envers les autres secteurs publics étrangers est passée de 90 milliards d'euros à 83 milliards d'euros entre la fin de décembre 2010 et la fin de septembre 2011. Sur la même période, le montant des titres émis par l'État belge et détenus par les banques belges est passé de 56 milliards d'euros

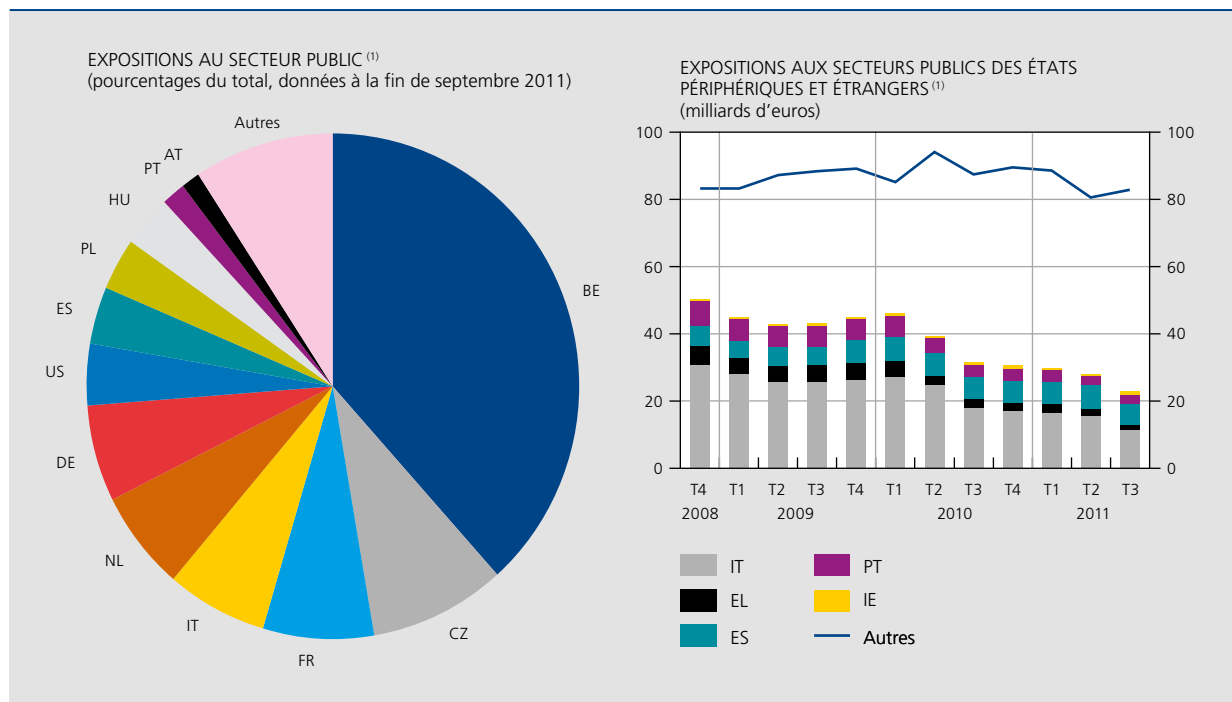
à 66 milliards d'euros. Depuis la fin de l'année 2007, le montant des emprunts de l'État belge dans le portefeuille de banques belges a augmenté de près de 43 %. Ces titres constituent, avec les emprunts des États tchèque, français, italien, néerlandais et allemand, la plus grande partie des expositions envers le secteur public⁽¹⁾.

La contraction des expositions envers les contreparties étrangères ne s'est pas limitée aux emprunts d'État. Elle s'inscrit en effet dans un processus plus large de retour des établissements de crédit de droit belge vers les marchés au cœur de leur stratégie et vers des activités bancaires plus traditionnelles. À cette fin, ces établissements se sont séparés de certains pans d'activité, ont clôturé diverses positions et ont placé certains portefeuilles en liquidation. Les banques pourraient, à l'avenir, être amenées à poursuivre cette réduction de la taille de leur bilan afin de satisfaire, dans un environnement peu propice aux augmentations de capital, à l'attente des marchés sur le renforcement de la solvabilité rendu par ailleurs nécessaire par les nouvelles exigences réglementaires.

Contrastant avec la réduction des expositions envers des contreparties étrangères, résidant tant à l'intérieur qu'en dehors de la zone euro, la part des prêts et titres de dette envers des contreparties résidentes en Belgique a augmenté depuis 2007. Outre le recentrage des activités

(1) Dans ce contexte, il est important de rappeler que l'agrégat sectoriel utilisé dans ce Rapport pour analyser la situation financière de l'ensemble des banques belges se base sur des données disponibles dans les schémas de reporting standard de supervision. La base consolidée de ce schéma comprend l'ensemble des entités bancaires établies en Belgique et possédant une ou plusieurs filiales. Pour certaines entités telles ING Belgique et BNP Paribas Fortis, il peut s'agir d'une sous-consolidation. Dans le cas de Dexia, les données ne reprennent que les activités de Dexia Banque Belgique et de ses filiales, à l'exclusion donc de Dexia Crédit Local, Dexia Banque Internationale à Luxembourg et Denizbank. Dans cette optique, l'impact de la restructuration de Dexia SA sur l'agrégat sectoriel tel que repris dans le présent Rapport sera limité.

GRAPHIQUE 10 EXPOSITION DES BANQUES BELGES AU SECTEUR PUBLIC



Source : BNB.

(1) Expositions envers le secteur public sous la forme de prêts et titres de dette, excepté pour la Belgique, pour laquelle seules les obligations d'État sont rapportées.

TABEAU 2 DÉCOMPOSITION DES PORTEFEUILLES DE PRÊTS ET TITRES DE DETTE DES BANQUES BELGES

(données en fin de période, sur une base consolidée, milliards d'euros)

	Total					dont vis-à-vis de contreparties résidentes en Belgique				
	2007	2008	2009	2010	Septembre 2011	2007	2008	2009	2010	Septembre 2011
Prêts et avances⁽¹⁾										
Établissements de crédit	320,8	213,2	156,1	195,8	211,3	14,8	8,2	7,9	12,3	6,3
Sociétés non bancaires ⁽²⁾	313,5	290,7	244,4	197,8	193,7	97,0	111,0	101,3	92,7	96,5
Particuliers ⁽³⁾	276,2	208,0	237,4	254,0	264,3	151,2	141,6	173,0	195,2	203,0
Administrations publiques centrales	16,4	13,3	14,4	11,3	6,6	9,6	6,4	8,7	3,7	4,5
Institutions non bancaires ⁽⁴⁾	60,1	43,5	40,3	43,6	45,3	30,3	33,0	35,4	34,1	40,1
Total	987,0	768,7	692,6	702,4	721,1	302,9	300,2	326,3	338,0	350,4
Titres de dette										
Établissements de crédit	80,2	63,7	53,1	36,8	27,2	1,2	0,4	0,4	1,0	0,3
Sociétés non bancaires ⁽²⁾	70,2	71,7	49,1	45,0	37,6	4,3	19,5	1,0	1,4	2,3
Administrations publiques centrales	136,6	156,7	156,7	143,4	142,4	46,1	48,1	55,3	56,1	66,0
Institutions non bancaires ⁽⁴⁾	8,9	6,6	5,8	6,7	7,5	0,7	0,6	0,7	0,4	0,7
Total	296,2	298,8	264,7	231,9	214,8	49,4	68,7	57,4	58,9	69,3
Total des prêts et avances et titres de dette	1 283,2	1 067,5	957,2	934,3	935,9	352,2	368,9	383,7	396,9	419,7

Source : BNB.

(1) Comprend les prêts et avances rapportés sous la catégorie « Détenus à des fins de transaction » (respectivement 39,1, 13,5, 4,3, 28,9 et 25,9 milliards d'euros à la fin de 2007, 2008, 2009, 2010 et septembre 2011).

(2) Comprend les expositions sur les sociétés non financières et certaines PME, ainsi que sur certaines sociétés financières non bancaires.

(3) Comprend également les indépendants et certaines PME.

(4) Comprend des expositions envers certains établissements financiers non bancaires et envers les pouvoirs locaux.

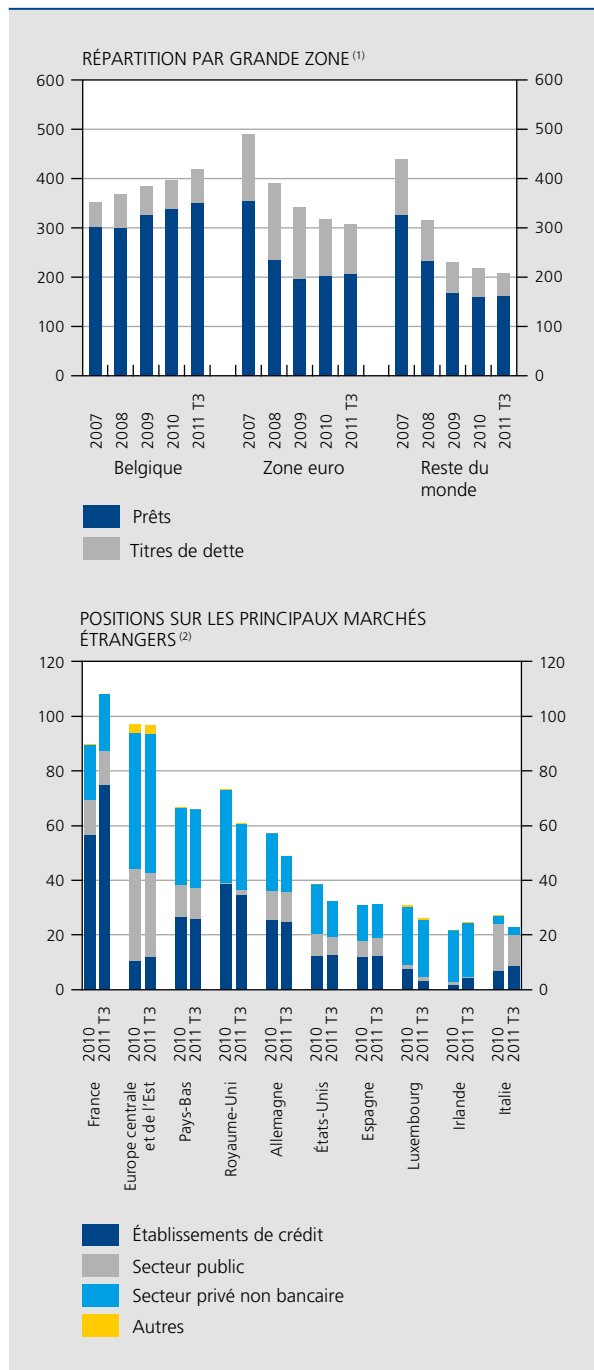
vers la Belgique ou vers les pays dans lesquels les banques belges ont développé une présence stratégique, les plans de restructuration ont également été caractérisés par une réduction des expositions envers les entreprises. Les créances interbancaires, même si elles ont connu une évolution sous-jacente similaire à celle des prêts aux entreprises, ont augmenté, tant en 2010 qu'en 2011, pour des raisons indépendantes de la stratégie de réduction du bilan des banques belges. Si la hausse observée en 2010 reflète l'inclusion de Bank of New York Mellon dans l'agrégat sectoriel, la hausse de la valeur de marché des produits dérivés au passif des établissements de crédit belges, au troisième trimestre de 2011, a entraîné une augmentation du montant des garanties que les banques sont tenues de constituer dans le cadre de ces contrats, ces garanties prenant le plus souvent la forme de dépôts interbancaires. Le montant des prêts consentis à la clientèle de particuliers est en augmentation depuis 2008, confirmant le retour vers des activités plus traditionnelles. La part des créances sur cette clientèle représentait, à la fin de septembre 2011,

28 % du total des portefeuilles de prêts et avances et des instruments de dette. Les portefeuilles de prêts et titres de dette, totalisant respectivement 721 milliards d'euros et 215 milliards d'euros, représentent toujours près de 80 % du total des actifs des banques et constituent la principale source de risque de crédit.

Parmi ces créances, les prêts et titres de dette vis-à-vis d'institutions bancaires étrangères demeurent la composante la plus importante du total des expositions envers des contreparties étrangères (43 % à la fin de septembre 2011). Les secteurs bancaires étrangers auxquels les banques belges sont le plus exposées sont les secteurs bancaires français (75 milliards d'euros), du Royaume-Uni (35 milliards d'euros), néerlandais (26 milliards d'euros) et allemand (25 milliards d'euros). Contrairement aux données sur une base consolidée, les données établies sur une base territoriale mettent en lumière les flux intragroupes entre des entités bancaires localisées en Belgique et celles établies à l'étranger. Ces données permettent d'isoler les

GRAPHIQUE 11 RÉPARTITION GÉOGRAPHIQUE DES ACTIFS DÉTENUS PAR LES ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT BELGES SOUS LA FORME DE PRÊTS ET DE TITRES DE DETTE

(données en fin de période, sur une base consolidée, milliards d'euros)



Source : BNB.

(1) Données provenant du reporting sur une base consolidée des établissements de crédit belges. Répartition selon le reporting prudentiel FINREP.

(2) Données provenant du reporting des statistiques bancaires internationales consolidées. Les données sont établies selon les normes comptables belges (Belgian GAAP). Les actifs sont répartis sur la base du risque final, c'est-à-dire après transfert de risque.

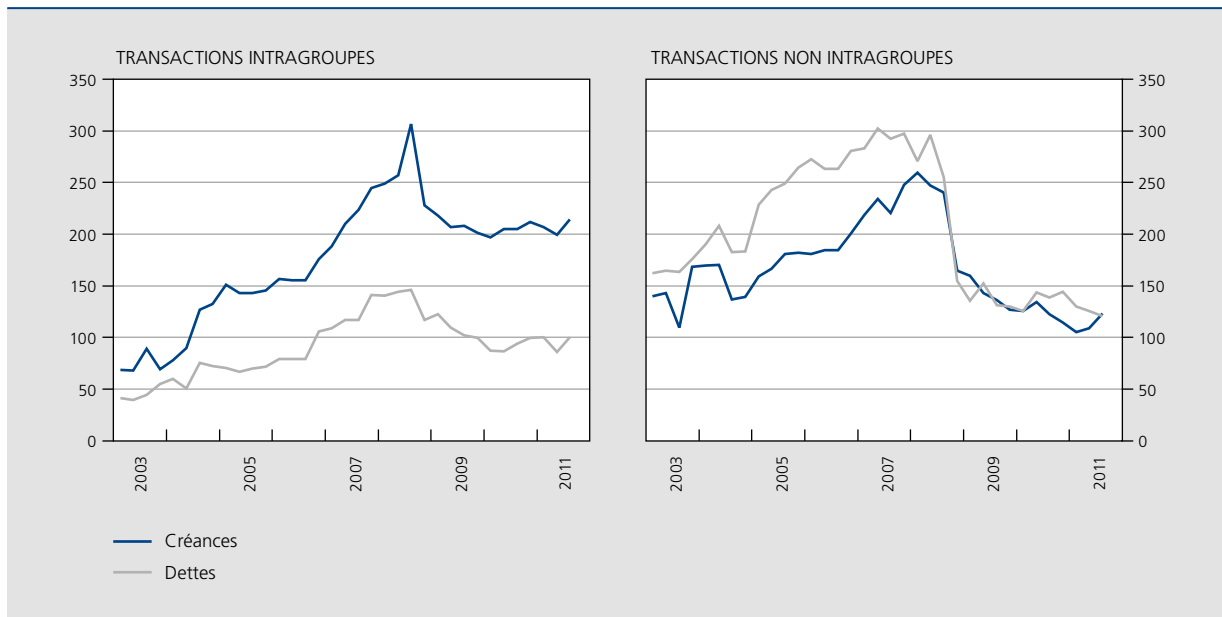
transactions effectuées sur le marché interbancaire par les seules entités bancaires établies en Belgique en distinguant les opérations avec des entités du même groupe de celles effectuées avec d'autres banques. Il apparaît que le financement net octroyé par les entités belges d'établissements de crédit à d'autres entités bancaires du même groupe, situées à l'étranger, a gagné en importance au cours des dernières années. L'écart entre les montants prêtés et empruntés dans le cadre de telles transactions est passé de 102 milliards d'euros à la fin de l'année 2009 à 115 milliards à la fin de septembre 2011. À l'inverse, les montants des créances et dettes interbancaires des établissements de crédit établis en Belgique vis-à-vis de contreparties en dehors de leur propre groupe, constitués en partie de dépôts liés à des contrats en produits dérivés, se sont équilibrés depuis la fin de 2008 et, au surplus, se sont inscrits en baisse au cours des dernières années.

Les banques belges sont également exposées au secteur privé non bancaire étranger. Ce dernier secteur représentait 38 % du total des expositions envers des contreparties étrangères à la fin de septembre 2011. Ces expositions sont principalement concentrées en Europe centrale et de l'Est (51 milliards d'euros), aux Pays-Bas (29 milliards d'euros), au Royaume-Uni (24 milliards d'euros), au Luxembourg (21 milliards d'euros), en France (21 milliards d'euros) et en Irlande (19 milliards d'euros). Si le total de ces expositions s'est fortement réduit au cours des trois dernières années et a encore diminué de 10 % au cours des neuf premiers mois de 2011, les expositions envers le secteur privé non bancaire des pays d'Europe centrale et de l'Est, où le secteur bancaire belge a développé des activités par le biais de filiales, se sont maintenues à un niveau élevé. Les expositions envers l'ensemble des contreparties situées dans ces pays a augmenté d'environ 13 % depuis la fin de 2007, pour atteindre 97 milliards d'euros à la fin de septembre 2011. Les chiffres du présent Rapport portent, pour le groupe Dexia, uniquement sur les activités de Dexia Banque Belgique et ne comprennent dès lors pas, par exemple, les expositions du groupe envers des contreparties turques contractées par sa filiale Denizbank.

Si les banques belges ont cherché à progressivement réorienter leurs activités de crédit, elles n'en ont pas moins dû enregistrer une augmentation des créances dépréciées qui, en excluant les titres de dette, atteignaient 21 milliards d'euros à la fin de septembre 2011 contre 15 milliards d'euros à la fin de l'année 2007. Au cours de cette période, le pourcentage de créances dépréciées a connu une augmentation marquée passant de 1,5 % à la fin de 2007 à 2,9 % à la fin de 2009. En 2011, ce sont surtout les prêts accordés aux particuliers qui ont été caractérisés par une augmentation du pourcentage de prêts dépréciés de 3,5 % à 4,0 % sur les neuf premiers mois de l'année.

GRAPHIQUE 12 POSITIONS INTERBANCAIRES INTERNATIONALES INTRAGROUPES ET NON INTRAGROUPES

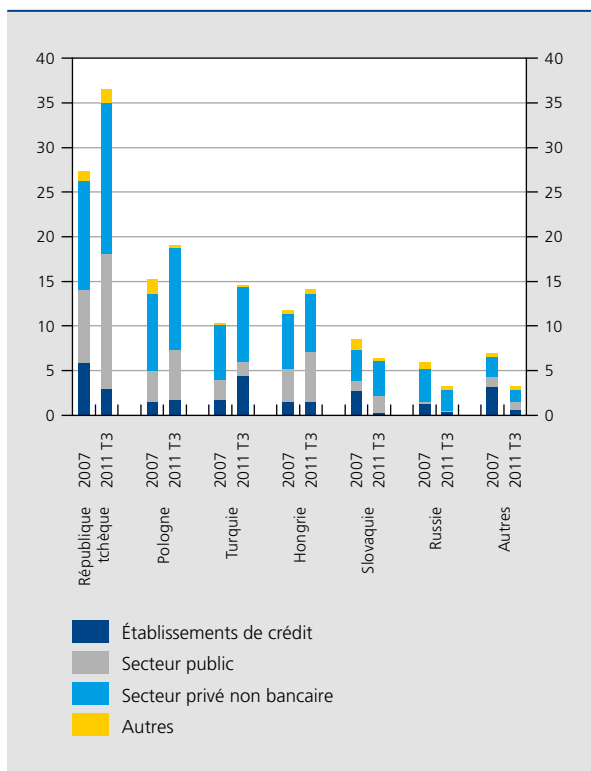
(données en fin de période, sur une base territoriale, milliards d'euros)



Source : BNB.

GRAPHIQUE 13 EXPOSITIONS DES BANQUES BELGES ENVERS L'EUROPE CENTRALE ET DE L'EST

(données fin de période, sur une base consolidée, milliards d'euros)



Source : BNB.

À l'inverse, ce taux a diminué pour les autres contreparties. Le taux de couverture s'établissait à 41,6% à la fin de septembre 2011. Le ralentissement de la croissance risque d'avoir un impact à la hausse sur le pourcentage de créances dépréciées enregistrées par les banques. Il est néanmoins important de garder à l'esprit qu'une détérioration de la santé financière des agents économiques ne se reflète qu'avec un certain retard dans les défauts de paiement.

En ce qui concerne plus spécifiquement les prêts accordés aux ménages belges, les indicateurs de qualité ne signalent pas d'augmentation des défauts de paiement sur prêts hypothécaires, la proportion des prêts hypothécaires en défaut diminuant même par rapport à son profil historique. Une évolution inverse est en revanche observée pour les prêts à la consommation.

Une part importante des créances dépréciées comprend des expositions envers des contreparties étrangères, que ce soit via la participation des banques belges aux marchés internationaux de financement d'entreprises ou d'activités de *project finance* ou encore via la présence stratégique des banques belges dans certains pays sous la forme de filiales. Dans ce dernier cas, les banques belges ont été affectées par les développements défavorables survenus dans certains pays en 2011, notamment en Irlande et en Hongrie. En Irlande, les risques sur les crédits hypothécaires aux particuliers et sur les entreprises actives

TABLEAU 3 INDICATEURS DE QUALITÉ DES CRÉDITS

(données en fin de période, sur une base consolidée, milliards d'euros, sauf mention contraire)

	Total des prêts octroyés	Pourcentages de créances dépréciées ⁽¹⁾					Taux de provisionnement ⁽²⁾				
		Septembre 2011	2007	2008	2009	2010	Septembre 2011	2007	2008	2009	2010
Établissements de crédit	211,3	0,0	0,4	0,8	0,4	0,2	59,0	68,2	47,7	55,5	58,6
Sociétés non bancaires	193,7	2,3	2,3	4,3	4,9	4,8	37,2	47,1	46,0	43,2	45,8
Particuliers	264,3	2,8	3,3	3,5	3,5	4,0	27,6	33,6	39,0	41,2	37,9
Institutions non bancaires	45,3	0,3	1,3	0,3	0,9	0,6	31,9	19,9	17,9	45,4	12,1
Total⁽³⁾	721,1	1,5	2,0	2,9	2,8	2,9	32,3	41,1	43,0	42,8	41,6

Source: BNB.

(1) Créances dépréciées (selon la définition IAS 39) en pourcentage du total des prêts octroyés.

(2) Pourcentages des créances dépréciées couvertes par des provisions spécifiques ou générales.

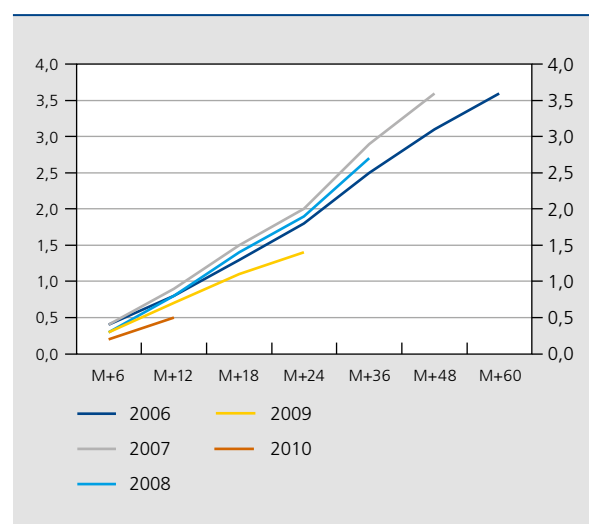
(3) Comprend aussi les prêts accordés aux administrations publiques centrales.

dans le secteur immobilier ont continué à se matérialiser, ce qui a nécessité d'importantes provisions. En Hongrie, la forte dépréciation du forint a entraîné une hausse significative de la charge de la dette pour les nombreux ménages ayant souscrit un prêt hypothécaire libellé en devises, essentiellement en francs suisses, ce qui a conduit le gouvernement à mettre en place, en septembre, un plan de soutien permettant aux ménages de rembourser leur emprunt au taux forfaitaire de 180 forints par franc suisse, nettement plus avantageux que le cours de marché. Les remboursements de prêts opérés à ces conditions feront subir des pertes d'autant plus importantes aux banques actives sur ce marché qu'elles s'étaient elles-mêmes couvertes contre le risque de change. En concertation avec le secteur bancaire, le plan initial a été complété, en décembre 2011, par de nouvelles mesures permettant notamment la réduction de la charge de la dette pour les emprunteurs ayant manqué plusieurs remboursements. Il a en outre été convenu qu'une partie des charges sera supportée par le gouvernement, tandis que les banques pourront également déduire 30 % des pertes afférentes au plan de soutien du montant qu'elles sont tenues de payer dans le cadre de la taxe bancaire.

Les quatre grands établissements de crédit enregistrent, en moyenne, des taux plus élevés de dépréciation de leurs créances que les autres institutions, plus fortement concentrées sur le marché belge. Le modèle d'entreprise de ces institutions, de taille plus restreinte, est également plus fortement tourné vers la clientèle de détail et les petites et moyennes entreprises, tandis que leur financement repose de manière plus importante sur les dépôts de particuliers. Ces établissements ont aussi été moins touchés en 2008

et 2009 par la crise financière étant donné leur exposition plus réduite aux produits structurés. Ainsi si le total du bilan du secteur bancaire belge est passé de plus de 1 700 milliards d'euros à la fin de juin 2008 à 1 185 milliards à la

GRAPHIQUE 14 PROPORTION DES PRÊTS HYPOTHÉCAIRES OCTROYÉS AUX MÉNAGES BELGES EN DÉFAUT DE PAIEMENT⁽¹⁾, PAR VINTAGE⁽²⁾ (pourcentages)



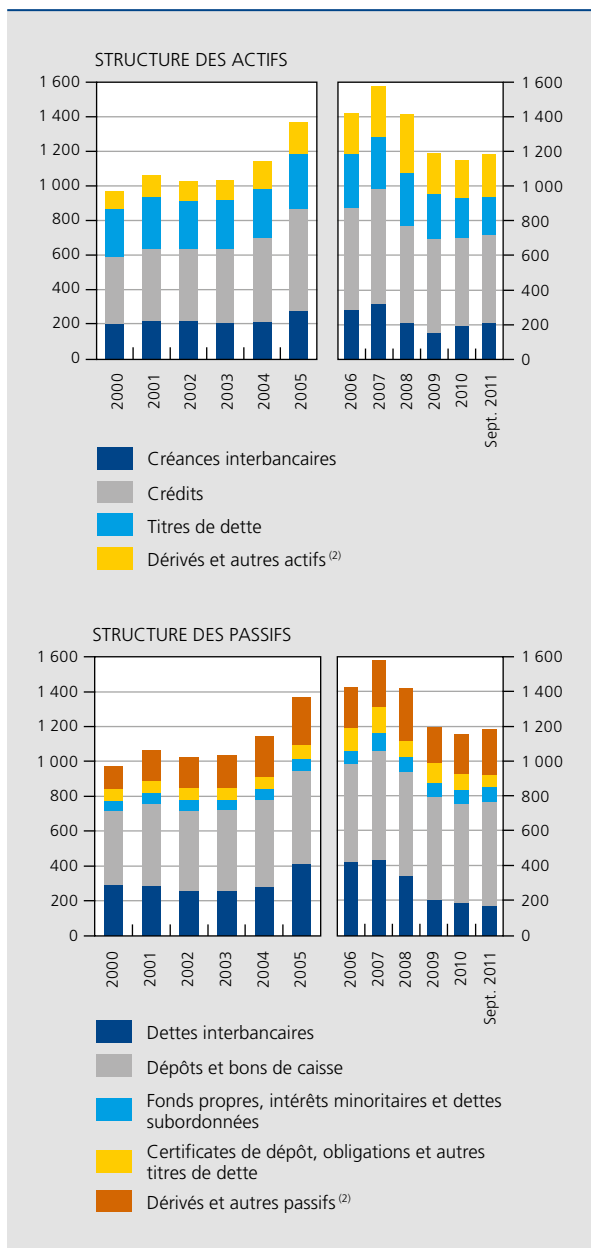
Source: BNB.

(1) Un défaut est enregistré lorsque trois versements n'ont pas été (complètement) honorés ou lorsqu'un versement n'a pas été honoré après une période de trois mois.

(2) Les *vintages* rassemblent les prêts octroyés au cours de la même année. La courbe montre, pour chaque *vintage*, le nombre de prêts en défaut de paiement en pourcentage du total des prêts originaux après un certain nombre de mois depuis l'octroi des prêts. Les possibles régularisations des prêts ne sont pas prises en considération.

GRAPHIQUE 15 STRUCTURE DU BILAN DES ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT BELGES

(données en fin de période, sur une base consolidée⁽¹⁾, milliards d'euros)



Source : BNB.

(1) Données établies selon les normes comptables belges jusqu'en 2005 (Belgian GAAP) et selon les normes IAS/IFRS à partir de 2006.

(2) Les produits dérivés sont évalués à leur valeur de marché, y compris, à partir de 2007, les produits à recevoir et les charges à payer (qui ne sont pas repris dans le chiffre rapporté pour 2006).

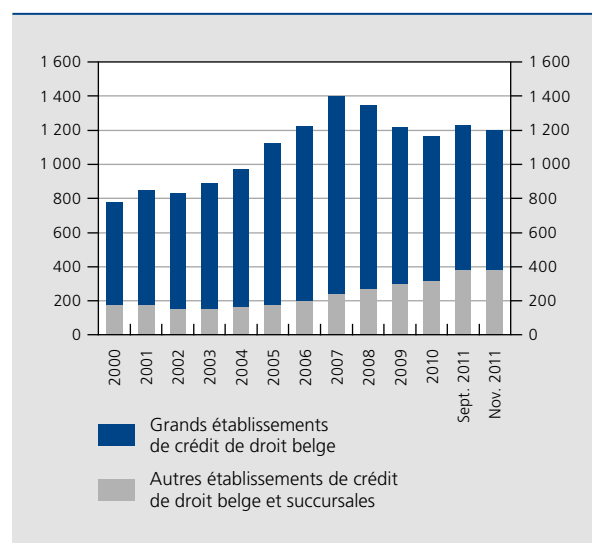
fin de septembre 2011, cette réduction a principalement été observée chez les quatre grands établissements de crédit belges, en partie au vu de la sortie de Fortis Bank Nederland du périmètre de consolidation de Fortis Banque en 2008. L'augmentation du total du bilan observée en 2011 reflète les effets temporaires de l'augmentation,

d'une part, de la valeur de marché des dérivés et, d'autre part, des créances et dépôts mobilisés dans le cadre de ces contrats. Les données sur une base sociale montrent une nouvelle réduction, dès octobre, du bilan des grands établissements de crédit. À l'inverse, le total du bilan des autres établissements a augmenté de manière constante depuis 2001, soutenant le retour du secteur bancaire belge vers des activités bancaires plus traditionnelles.

Les banques belges ont également réorienté leur structure de financement vers des sources plus traditionnelles. La réduction du total du bilan du secteur bancaire belge s'est ainsi accompagnée d'une forte diminution du recours au financement de gros. L'encours des dettes interbancaires et des autres dépôts de gros a été réduit, depuis la fin de 2008, de respectivement 124 et 54 milliards d'euros, même si ces sources de financement ont à nouveau crû au troisième trimestre de 2011, d'une part, suite à l'augmentation de la valeur de marché des produits dérivés à l'actif du bilan et, d'autre part, suite à une augmentation des opérations de cession-rétrocession visant à compenser la raréfaction d'autres sources de financement. À l'inverse, le montant des dépôts de particuliers et bons de caisse a augmenté de manière constante. En part relative, le financement obtenu par l'intermédiaire de la clientèle de détail est passé de 27,9 % à 40,9 % entre la fin de 2008 et la fin de septembre 2011. Le succès rencontré par l'émission de bons d'État en novembre et décembre 2011 a toutefois pesé sur l'encours de dépôts auprès des banques belges.

GRAPHIQUE 16 ÉVOLUTION DU TOTAL DU BILAN DU SECTEUR BANCAIRE BELGE

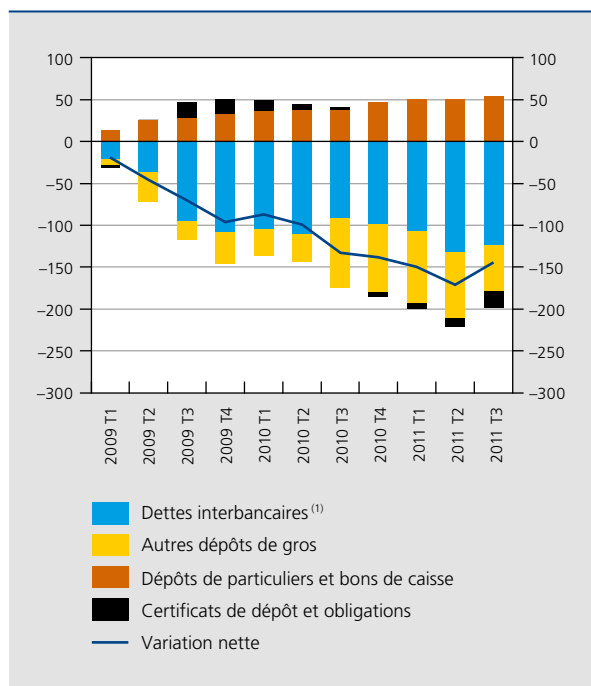
(données en fin de période, sur une base sociale, milliards d'euros)



Source : BNB.

GRAPHIQUE 17 VARIATIONS CUMULÉES DES DÉPÔTS COLLECTÉS ET TITRES ÉMIS DEPUIS LA FIN DE 2008

(données sur une base consolidée, milliards d'euros)



Source : BNB.

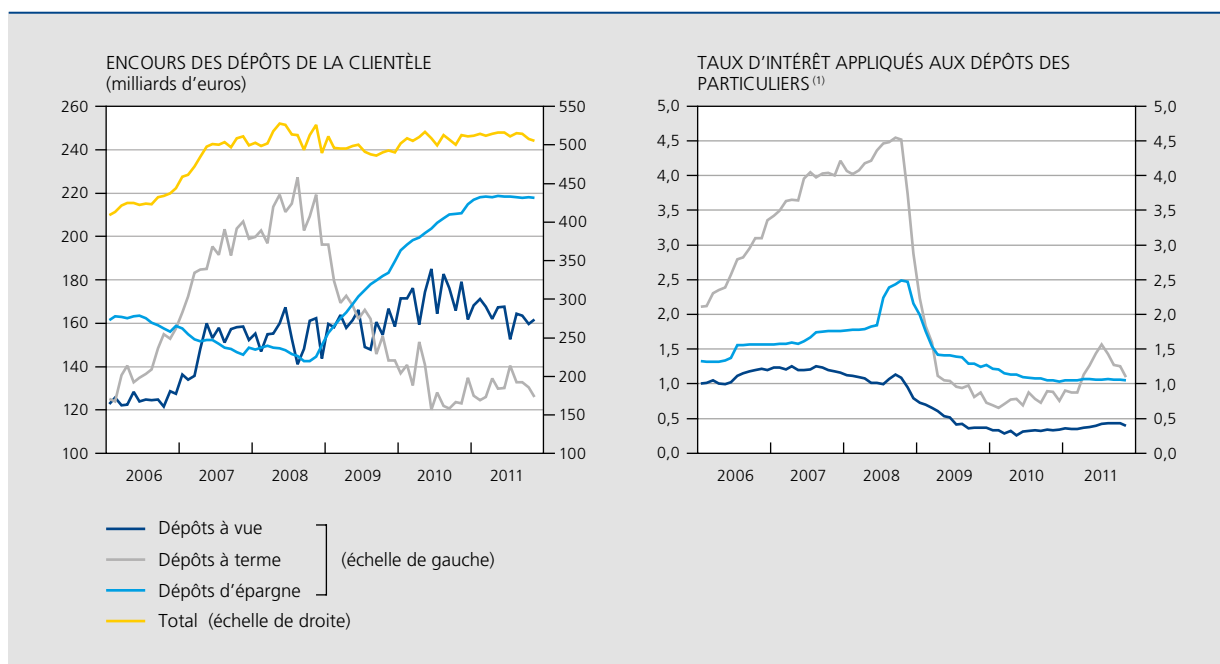
(1) À l'exclusion des montants dus aux banques centrales.

Cette croissance des dépôts de la clientèle de détail a été principalement soutenue, en 2009 et 2010, par les dépôts d'épargne, ces instruments bénéficiant d'un net avantage de taux d'intérêt par rapport aux dépôts à terme. Quoique cette situation se soit inversée dans le courant de 2011, ceci ne s'est pas traduit par un changement prononcé dans les préférences des particuliers belges, l'encours des dépôts à terme n'ayant que peu progressé tandis que celui des carnets de dépôts se stabilisait aux alentours de 220 milliards d'euros.

Les émissions de titres à moyen ou long terme, constituent, à côté des dépôts des particuliers, une autre source stable de financement. L'encours des montants obtenus par l'émission de titres de dette a toutefois à nouveau diminué durant les neuf premiers mois de 2011. Ces émissions ont en particulier été pénalisées par l'évolution des notations des banques belges qui, en 2011, à l'instar d'autres établissements de crédit européens, ont été dégradées ou placées sous surveillance par les principales agences. Ces modifications de l'appréciation de la capacité des banques européennes à honorer leurs engagements a contribué à l'assèchement du marché primaire pour les obligations non garanties. La méfiance globale envers les établissements de crédit a aussi rendu l'ensemble du financement de gros plus difficile, la réticence de contreparties américaines à prêter aux banques

GRAPHIQUE 18 DÉPÔTS DES CLIENTS: ENCOURS ET TAUX D'INTÉRÊT APPLIQUÉS

(données sur une base non consolidée)



Source : BNB.

(1) Données pour les nouveaux dépôts provenant de l'enquête mensuelle MIR. Les données pour les dépôts à terme concernent des dépôts d'une maturité allant jusqu'à un an.

européennes compliquant en particulier le (re)financement en dollars.

Dans un environnement peu propice à l'émission de titres non garantis, certaines banques belges, en particulier Dexia, ont eu recours à l'émission de *covered bonds*, c'est-à-dire des titres couverts par des créances envers le secteur public ou par des prêts hypothécaires. S'il est resté relativement dynamique durant la première moitié de l'année sous revue, l'accès au marché primaire pour les émissions de *covered bonds* s'est ensuite restreint. Plus structurellement, le recours à ce type de financement reste limité par la disponibilité des actifs de couverture éligibles, les *covered bonds* étant en outre sur-collatéralisés afin d'octroyer une marge de sécurité supplémentaire aux détenteurs des titres. Comme l'émission de ces titres doit être soumise à une législation particulière qui est en cours de préparation en Belgique, les banques belges ont émis leurs titres par l'intermédiaire de leurs filiales à l'étranger.

Malgré un recours plus important aux dépôts des particuliers, les banques belges, en particulier Dexia Banque Belgique, ont fait davantage appel au financement octroyé par les banques centrales. Les changements dans les modalités de financement des banques belges, combinés à la restructuration de leurs actifs, doivent leur permettre d'améliorer leur position de liquidité. Pour évaluer la liquidité des établissements de crédit, la Banque s'appuie sur un ratio réglementaire appliqué de manière contraignante en janvier 2011, qui anticipe la mise en œuvre, dès 2015 et 2018, de deux nouveaux ratios de liquidité dans le cadre des normes de Bâle III. Ces deux ratios sont présentés plus en détail à la section 3.2.2 du présent Rapport. Le ratio actuel de la Banque vise à évaluer si les sorties de fonds qu'un choc de liquidité exceptionnel pourrait entraîner à un horizon d'un mois restent en deçà du niveau d'actifs liquides mobilisables pendant cette période. Parmi les sources de financement à court terme, les scénarios mis en place dans le cadre du calcul du ratio prévoient notamment un retrait de l'entièreté du financement de gros de court terme non garanti, alors que les dépôts de la clientèle de détail ne font l'objet que d'un taux de retrait de 20 %. Le retour du secteur bancaire belge vers une structure de financement plus fortement tournée vers les dépôts de particuliers a permis de limiter les sorties potentielles de fonds à court terme, telles que simulées dans le cadre du calcul du ratio réglementaire.

Le matelas d'actifs liquides non mobilisés, qui s'élevait à 203 milliards d'euros à la fin de septembre, a, quant à lui, été négativement affecté en 2011 par les effets conjoints

de la diminution de la valeur de marché de certains emprunts d'État, de l'augmentation des constitutions de collatéral requises par les contreparties des contrats de couverture du risque de taux et, enfin, de l'accroissement du volume des opérations de cession-rétrocession par lesquelles les banques se sont financées en cédant temporairement des actifs.

Entre la fin de 2009 et la fin de septembre 2011, le ratio calculé pour l'ensemble du secteur, dont le niveau doit être de 100 % ou moins pour satisfaire aux exigences réglementaires, est passé de 102 % à 75 %, un niveau toutefois supérieur à celui atteint à la fin de juin 2011 (70 %).

Cette évolution plus récente reflète une détérioration de la position de liquidité à court terme des établissements de crédit belges, notamment Dexia Banque Belgique, les conditions sur les marchés de financement à court terme (y compris en dollars) étant, en outre, de plus en plus caractérisées par une réduction des montants octroyés et des maturités.

TABLEAU 4 MATELAS D'ACTIFS LIQUIDES, STRUCTURE DE FINANCEMENT ET RATIO RÉGLEMENTAIRE DE LIQUIDITÉ

(données en fin de période, sur une base consolidée, milliards d'euros, sauf mention contraire)

	2009	2010	Septembre 2011
Total des actifs	1 190	1 151	1 185
dont:			
Actifs liquides non mobilisés	223	232	203
Financement total ⁽¹⁾	913	849	843
dont:			
Dépôts de la clientèle de détail	283	300	306
Financement de gros à court terme ⁽²⁾ non garanti	267	222	182
Ratio réglementaire de liquidité (pourcentages) ⁽³⁾	102	78	75

Source : BNB.

(1) Défini comme la somme du total des dépôts et du total des émissions de titres de dette (y compris les obligations).

(2) Financement arrivant à maturité dans l'année suivant la date de reporting. Ce financement de gros comprend des fonds obtenus auprès de différentes contreparties, des banques et investisseurs institutionnels aux entités du secteur public et grandes entreprises.

(3) Ratio réglementaire à un horizon d'un mois. L'objectif de ce ratio est de s'assurer que les établissements de crédit détiennent suffisamment d'actifs liquides pour résister à l'impact de certaines circonstances exceptionnelles définies par l'autorité de contrôle. Concrètement, le ratio compare les sorties nettes de cash dans un scénario de mise sous pression de la position de liquidité – simulé, entre autres choses, en appliquant des taux stressés de retrait aux différentes sources de financement – et le matelas d'actifs liquides non mobilisés disponibles. Le niveau du ratio doit être de 100 % ou moins pour satisfaire aux exigences réglementaires.

Les effets de la crise de la dette souveraine et de la mise en œuvre des plans de restructuration des grandes banques belges se sont marqués sur le compte de résultats qui a présenté une image très contrastée en 2011. Certes, l'exercice des opérations d'intermédiation et des activités génératrices de commissions ont permis de dégager, au cours des trois premiers trimestres de 2011, un résultat brut d'exploitation, avant réductions de valeur et provisions, proche de celui enregistré en 2010, soit 4,7 milliards d'euros contre 5,1 milliards d'euros. Toutefois, les réductions de valeur et provisions et les composantes extraordinaires du compte de résultats, en particulier, les pertes liées aux restructurations en cours, ont plombé les comptes qui se sont soldés, en net, par un profit limité à 0,3 milliard d'euros au lieu de 4,4 milliards d'euros au cours des neuf premiers mois de 2010⁽¹⁾.

À l'instar des autres établissements de crédit européens, les banques belges ont dû enregistrer, au cours des deuxième et troisième trimestres de l'année sous revue, d'importantes réductions de valeur sur les emprunts de l'État grec qu'elles détiennent en portefeuille. L'augmentation marquée des réductions de valeur, qui ont atteint 3,1 milliards d'euros au cours des neuf premiers

mois de 2011 contre 1,2 milliard d'euros en 2010, s'explique également par la hausse des provisions pour pertes sur créances consécutive au ralentissement de la croissance économique observé dès le second semestre de 2011 et aux développements observés dans certains pays, tels que l'Irlande ou la Hongrie. Exprimées en pourcentage de l'encours total des prêts octroyés, ces provisions ont représenté, sur base annualisée, 29 points de base, atteignant ainsi un niveau supérieur à celui atteint à la même période en 2010. À l'avenir, de nouvelles réductions de valeur sont attendues au vu de la poursuite escomptée de la détérioration de l'environnement économique.

La relative stabilisation du résultat brut d'exploitation traduit pour partie une maîtrise des dépenses opérationnelles qui ont atteint, en 2011, un niveau similaire à celui de 2010. Ce maintien des dépenses opérationnelles est toutefois allé de pair avec une diminution des revenus opérationnels de sorte que le rapport coûts/revenus s'établissait à la fin de septembre 2011 à 69 %, un niveau supérieur à celui enregistré en 2010 (66 %).

(1) Il convient de rappeler que les résultats sectoriels présentés dans ce Rapport ne prennent pas en compte l'ensemble du groupe Dexia, dont les développements sont présentés à l'encadré 2, mais uniquement Dexia Banque Belgique.

TABLEAU 5 COMPTE DE RÉSULTATS DES ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT BELGES

(données sur une base consolidée, milliards d'euros, sauf mention contraire)

	2007	2008	2009	2010	Neuf premiers mois		Pourcentages du produit bancaire
					2010	2011	
Résultat net d'intérêts	13,30	14,48	14,89	13,77	10,11	10,49	70,7
Résultat hors intérêts	13,01	4,80	3,93	6,39	4,90	4,35	29,3
Résultat net des commissions (à l'exclusion des commissions versées aux agents)	7,35	6,76	5,66	5,15	3,94	4,08	27,5
Profits et pertes (non) réalisés sur instruments financiers ⁽¹⁾	3,76	-3,83	-2,74	-0,04	0,03	-0,54	
Autres revenus hors intérêts	1,91	1,86	1,01	1,28	0,93	0,81	
Produit bancaire	26,31	19,28	18,82	20,15	15,01	14,85	100,0
Dépenses opérationnelles	-16,08	-16,59	-14,61	-13,29	-9,87	-10,19	68,7 ⁽²⁾
Résultat brut d'exploitation	10,23	2,69	4,20	6,86	5,14	4,66	
Réductions de valeur et provisions	-3,18	-13,31	-7,36	-1,83	-1,21	-3,11	
Autres composantes du compte de résultats .	-0,39	-10,60	1,94	0,53	0,48	-1,25	
Profit ou perte net(te)	6,66	-21,21	-1,22	5,56	4,41	0,29	

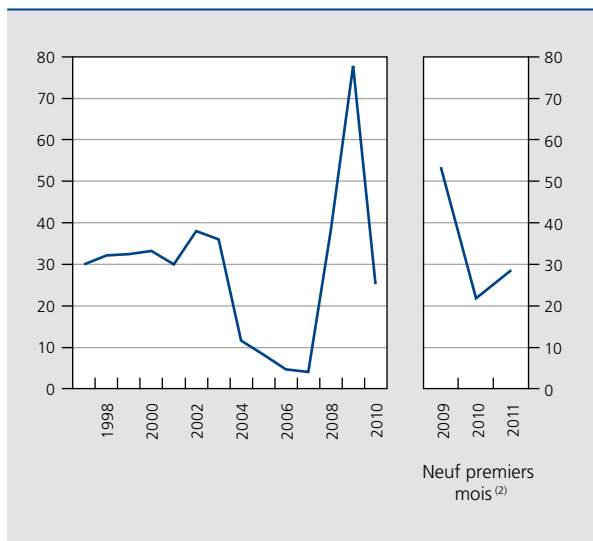
Source: BNB.

(1) Cette rubrique contient les profits (pertes) net(te)s réalisé(e)s sur les actifs et passifs financiers non évalués à leur juste valeur par le biais du compte de résultats, les profits (pertes) net(te)s sur les actifs et passifs financiers détenus à des fins de transaction et évalués à leur juste valeur par le biais du compte de résultats, et les profits (pertes) net(te)s liés à la comptabilité de couverture.

(2) Ce chiffre est le rapport coûts/revenus du secteur bancaire belge.

GRAPHIQUE 19 PROVISIONS POUR PERTES SUR CRÉANCES DES ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT BELGES⁽¹⁾

(données sur une base consolidée, points de base)



Source : BNB.

(1) Flux nets des nouvelles provisions pour pertes sur créances, exprimés en pourcentage de l'encours des créances. Les données à partir de 2006 se rapportent aux provisions pour la catégorie « prêts et créances » selon les normes comptables IAS/IFRS.

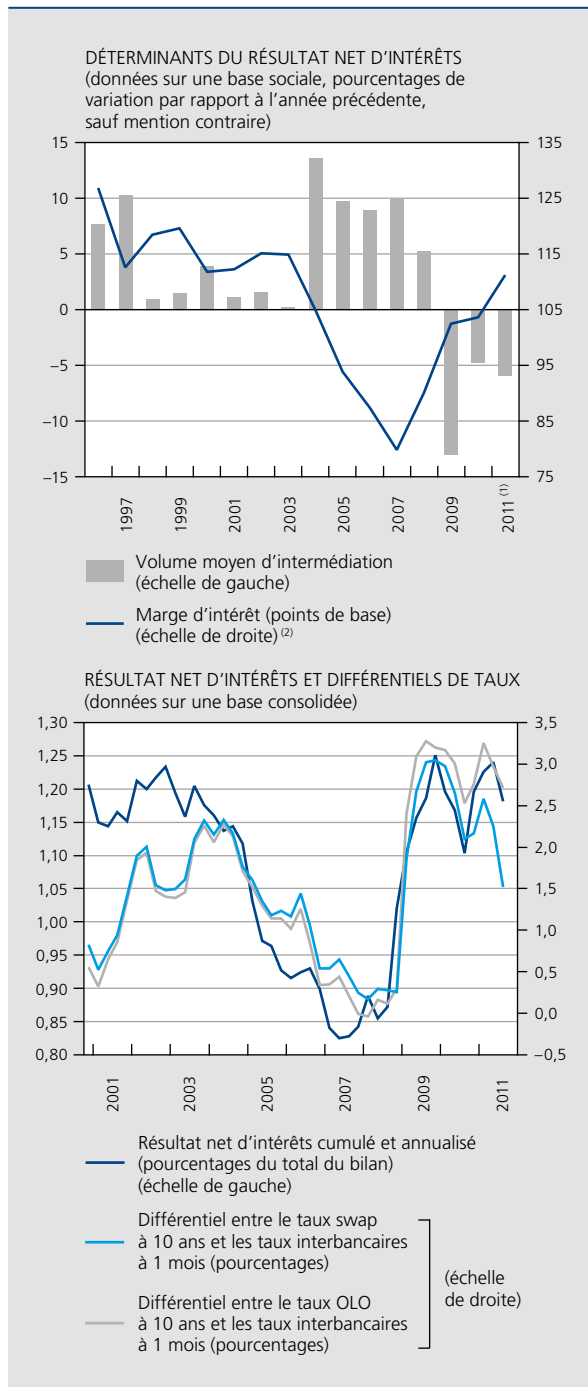
(2) Taux annualisés.

Le résultat net d'intérêts, la principale source de revenu des établissements de crédit de droit belge, a atteint 10,5 milliards d'euros au cours des neuf premiers mois de 2011 contre 10,1 milliards d'euros pendant la période correspondante de 2010. Le niveau du résultat net d'intérêts dépend essentiellement de deux facteurs, à savoir le volume des actifs et passifs porteurs d'intérêts et la marge d'intérêt, qui mesure la différence entre les taux d'intérêt moyens perçus sur les actifs et ceux versés sur les passifs. Sa stabilisation, en niveau absolu, s'explique par la combinaison d'un effet volume négatif et d'une nouvelle augmentation, en 2011, de la marge d'intermédiation des banques belges.

Le principal facteur explicatif de cette hausse est la persistance en 2011 d'une structure de taux favorable à l'activité d'intermédiation entre passifs à court terme et actifs à long terme, comme le montre l'écart de rendement entre les taux à 10 ans et le taux interbancaire à un mois. Cette structure des taux a permis aux banques belges de compenser, d'une part, la hausse du coût de financement à laquelle elles ont dû faire face en 2011 au vu de la méfiance globale envers les établissements de crédit qui a rendu le financement de gros plus onéreux et, d'autre part, les effets négatifs du faible niveau de taux d'intérêt sur les bénéficiaires que les établissements de crédit peuvent tirer des ressources à très faible coût, telles que les dépôts à vue. À l'avenir, les revenus de l'activité d'intermédiation

des banques belges seront, pour partie, tributaires de la proportion dans laquelle les prêts et opérations à long terme des banques seront référencés sur l'évolution des taux OLO ou sur celle de taux plus proches du Bund, tels

GRAPHIQUE 20 DÉTERMINANTS DU RÉSULTAT NET D'INTÉRÊTS



Source : BNB.

(1) Pourcentages annuels calculés sur la base des neuf premiers mois.

(2) La marge d'intermédiation correspond à la différence entre les taux implicites moyens perçus et ceux versés sur l'encours, respectivement, des actifs et des passifs porteurs d'intérêts.

que le taux swap, ces deux types de taux à long terme ayant évolué de manière de plus en plus divergente en 2011. La tarification des opérations à long terme des banques, en particulier les prêts hypothécaires, ne repose toutefois pas uniquement sur la seule considération du coût de financement mais répond également à des motivations commerciales, dans la mesure où ces crédits peuvent servir de produit d'appel, notamment pour attirer une base de dépôts supplémentaire.

Pour se prémunir contre les effets sur la marge d'intérêt d'une brusque modification des taux, les banques ont eu recours à des contrats en produits dérivés, principalement des swaps de taux et des options. Si des moins-values ont été comptabilisées sur ces opérations, celles-ci ont été beaucoup moins élevées qu'en 2010. Le secteur a toutefois enregistré d'autres pertes importantes sur ses actifs et passifs détenus à des fins de transactions, notamment des CDO et des actions, menant à la reconnaissance d'une perte totale sur instruments financiers à hauteur de 0,5 milliard d'euros, alors que ce poste était proche de l'équilibre en 2010. Cette perte a constitué le principal facteur explicatif de la diminution du résultat hors intérêts.

Le retour, à l'avenir, à un niveau de rentabilité plus élevé est dicté par le besoin, pour les banques belges, de garder en réserve une partie de leurs profits afin de répondre aux nouvelles exigences réglementaires, appelées normes de Bâle III, qui entreront progressivement en vigueur à partir de 2013. Pour les banques ayant fait l'objet d'injections en capital de la part des pouvoirs publics, une portion des bénéfices devra aussi être affectée aux remboursements de ces crédits, dans une logique de sortie des mesures publiques de soutien au secteur bancaire et de restauration de la solidité du secteur sur une base autonome.

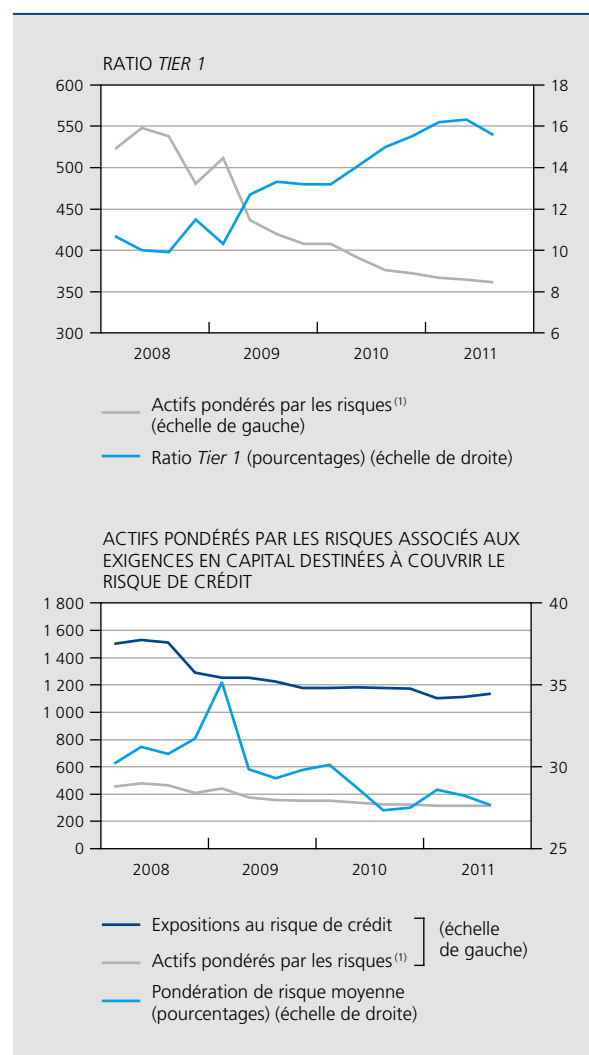
Bien que le ratio *Tier 1* du secteur bancaire, calculé actuellement selon les normes de Bâle II, atteint le niveau appréciable de 15,6 % à la fin de septembre 2011, ses principaux déterminants seront fortement affectés par l'application de Bâle III. Ces nouvelles normes, présentées plus en détail à la section 2.2.2 du présent Rapport, relèveront en effet considérablement les exigences car elles joueront simultanément sur les deux composantes du ratio de fonds propres, en durcissant la définition et les seuils du capital réglementaire et en rehaussant les coefficients de pondération de risque de diverses catégories d'actifs.

Depuis 2008, les banques belges sont parvenues à accroître légèrement leur stock de capital *Tier 1*, de 56,1 milliards d'euros à la fin de mars 2008 à 56,3 milliards d'euros à la fin de septembre 2011, suite aux

interventions des pouvoirs publics et, lorsqu'elle était possible, à la mise en réserve des bénéfices. Afin de renforcer la qualité des fonds propres, Bâle III va imposer une définition beaucoup plus stricte de ceux-ci. Ils devront être ajustés pour la prise en compte de la déduction de nouveaux éléments, notamment les actifs d'impôts différés, ainsi que de la réserve, dite *Available for sale*. Sous Bâle II, cette réserve qui correspond aux plus- ou moins-values non réalisées sur les actifs disponibles à la vente, n'est pas prise en compte dans le calcul du capital réglementaire, mais est uniquement enregistrée dans les fonds propres comptables. À la fin de septembre 2011, elle représentait un montant négatif de 4 milliards d'euros.

GRAPHIQUE 21 SOLVABILITÉ DES ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT BELGES

(données sur une base consolidée, milliards d'euros, sauf mention contraire)



Source : BNB.

(1) Le premier panneau présente l'ensemble des actifs pondérés tandis que le second ne présente que ceux associés aux exigences en capital destinées à couvrir le risque de crédit.

Les normes de Bâle III vont aussi imposer, à l'avenir, un relèvement de la pondération de risque à appliquer à certaines expositions, notamment les positions interbancaires ainsi que les risques de crédit encourus dans le cadre d'activités de dérivés. Ces mesures vont affecter l'évolution des actifs pondérés par les risques dont le repli graduel a constitué, au cours de ces dernières années, le principal facteur de croissance du coefficient de solvabilité selon Bâle II. La réduction de ces actifs pondérés par les risques, de 480 milliards d'euros à la fin de 2008 à 361 milliards d'euros à la fin de septembre 2011, s'explique pour l'essentiel par la baisse des exigences en capital destinées à couvrir le risque de crédit, obtenues en multipliant les expositions au risque de crédit par les pondérations appliquées aux diverses catégories de risque. Les banques ont comprimé leurs expositions en diminuant la taille de leurs bilans et se sont efforcées de réduire leurs pondérations de risque en se défaisant d'actifs plus risqués.

1.2.2 Entreprises d'assurance

La rentabilité du secteur belge des assurances a été notablement touchée par les évolutions observées sur les marchés financiers européens, le profit net du secteur pour les neuf premiers mois de 2011 atteignant à peine 0,03 milliard d'euros, contre un résultat net de 1,16 milliard d'euros pour la période correspondante en 2010. Cette évolution défavorable est principalement imputable à l'enregistrement au compte de résultats de réductions de valeur à hauteur de 3,3 milliards d'euros sur le portefeuille de placement, essentiellement en raison de pertes sur investissements dans des titres de dette souveraine et, dans une moindre mesure, sur des positions en actions. De plus, pour la même période, une perte brute de 1,2 milliard d'euros sur la réalisation d'actifs, y compris des obligations d'État, a été enregistrée au compte de résultats.

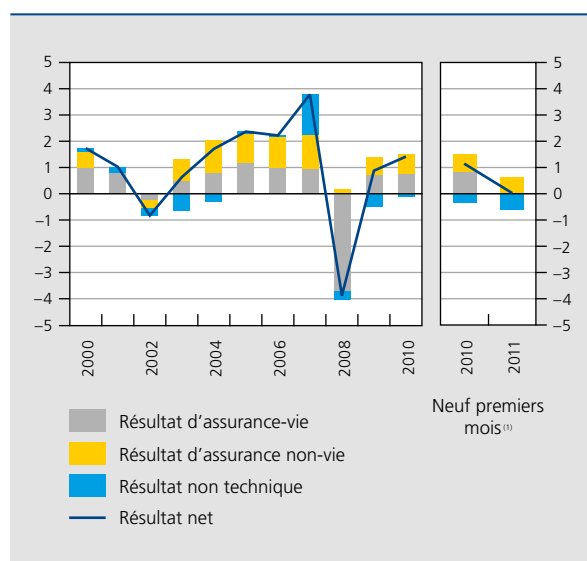
Si l'on distingue les trois principales composantes du compte de résultats du secteur des assurances – à savoir le résultat technique d'assurance-vie, le résultat technique d'assurance non-vie et le résultat non technique –, la détérioration la plus marquée a été enregistrée au niveau du résultat net des opérations d'assurance-vie, essentiellement en raison d'une forte baisse des revenus de placements nets. Ces revenus se sont à peine élevés à 2,4 milliards d'euros au cours des neuf premiers mois de 2011, alors qu'ils avaient atteint 5,9 milliards d'euros durant les neuf premiers mois de 2010. Cette forte diminution a toutefois été largement compensée par une contraction concomitante des coûts de sinistres et des frais opérationnels. À cet égard, il convient de rappeler

que le résultat technique d'assurance-vie se caractérise traditionnellement par la combinaison d'un résultat négatif pour les activités d'assurance contrebalancé par un résultat positif pour les activités de placement. Ce second élément provient de l'investissement des primes perçues en vue de générer des revenus financiers. Les variations des techniques résultant des engagements supplémentaires vis-à-vis des assurés forment, avec les primes perçues durant l'année, le résultat des activités d'assurance. Au cours des neuf premiers mois de 2011, ce résultat des activités d'assurance-vie a été moins négatif (-2,4 milliards d'euros) que durant la même période en 2010 (-5,1 milliards d'euros), et a été totalement compensé par un résultat positif des revenus de placements, fût-il moins élevé que lors de la période précédente. Cette situation contraste avec celle de 2008, laquelle avait été caractérisée par une importante perte nette sur investissements (-3,4 milliards d'euros) et un résultat technique fortement négatif de -3,7 milliards d'euros.

L'assurance non-vie a également souffert d'une diminution des revenus de placements, passant de 1 milliard d'euros en 2010 à 0,7 milliard d'euros en 2011. Ce repli ayant été compensé par une amélioration du résultat des activités d'assurance proprement dites, le résultat technique global de l'assurance non-vie est demeuré stable, à 0,6 milliard d'euros.

GRAPHIQUE 22 RÉSULTATS NETS DES ENTREPRISES D'ASSURANCE BELGES

(données sur une base sociale, milliards d'euros)



Source : BNB.

(1) Sur la base des données prudentielles trimestrielles.

TABLEAU 6 PRINCIPALES COMPOSANTES DU COMPTE DE RÉSULTATS DES ENTREPRISES D'ASSURANCE BELGES

(données sur une base sociale, milliards d'euros)

	2008	2009	2010	Neuf premiers mois ⁽¹⁾	
				2010	2011
Résultat technique d'assurance-vie	-3,7	0,7	0,8	0,8	0,0
Résultat des activités d'assurance	-0,3	-8,0	-7,1	-5,1	-2,4
Revenus de placements nets	-3,4	8,8	7,8	5,9	2,4
Résultat technique d'assurance non-vie	0,2	0,7	0,7	0,6	0,6
Résultat des activités d'assurance	0,0	-0,4	-0,4	-0,3	-0,1
Revenus de placements nets	0,2	1,0	1,2	1,0	0,7
Résultat non technique ⁽²⁾	-0,4	-0,5	-0,1	-0,3	-0,6
Revenus de placements nets	0,3	-0,7	0,2	-0,1	-0,3
Autres résultats	-0,6	0,2	-0,3	-0,2	-0,3
Résultat net de l'exercice	-3,9	0,9	1,4	1,2	0,0

Source : BNB.

(1) Chiffres sur la base des données prudentielles trimestrielles.

(2) Le résultat non technique comprend les revenus de placements non imputés aux activités d'assurance-vie et non-vie, ainsi que les résultats exceptionnels et les impôts.

Le compte non technique s'est caractérisé par une légère détérioration des revenus découlant des placements non imputables aux actifs couvrant les activités-vie et non-vie et des autres résultats liés aux postes exceptionnels et aux impôts. Les revenus de placements totaux (dans les comptes vie, non-vie et non technique) ont chuté de 6,8 milliards d'euros durant les neuf premiers mois de 2010 à 2,8 milliards d'euros pour la période correspondante en 2011.

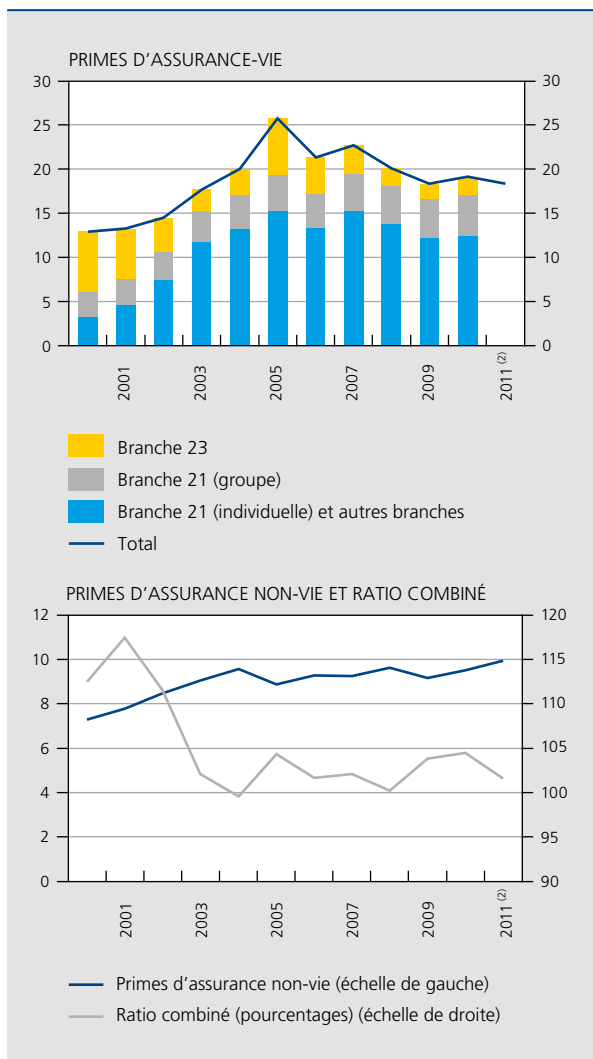
Le montant des primes d'assurance-vie perçues par le secteur durant les neuf premiers mois de 2011 s'est légèrement contracté par rapport au niveau de 2010. Ces dernières années, la préférence accrue des ménages pour des placements liquides, sur fond d'incertitude quant à la croissance économique et sur les marchés financiers, a progressivement érodé la demande de produits d'assurance-vie. Cette désaffection a pu être accentuée par la prédominance du modèle d'entreprise de la bancassurance en Belgique, qui a pu pousser les banques éprouvant d'importants besoins de liquidité à chercher à canaliser l'épargne des ménages vers des produits bancaires plutôt que des contrats d'assurance-vie. En conséquence, les primes d'assurance-vie sont tombées en dessous d'un niveau annuel de 20 milliards d'euros depuis 2009, soit leur niveau le plus faible depuis 2003. La grande majorité des primes d'assurance-vie – qu'il s'agisse d'assurances individuelles ou de groupe – sont perçues sur des contrats où les risques liés aux développements sur les marchés financiers sont supportés au moins en partie par

l'assureur. Les primes des contrats de la branche 23, pour lesquels l'assuré assume les risques financiers liés aux investissements, n'ont en effet représenté en moyenne qu'environ 15 % du total des primes d'assurance-vie pour la période 2004-2010. Dans les polices individuelles, celles de la branche 21, qui offrent un rendement garanti, restent les plus largement répandues.

S'agissant des activités non-vie, l'année 2011 a été marquée par une légère augmentation du niveau des primes nettes perçues, déduction faite des primes cédées à la réassurance. En conséquence, le ratio combiné, qui rapporte la somme des coûts de sinistres et des frais opérationnels aux primes nettes perçues, s'est amélioré, revenant de 105 % en 2010 à près de 102 % en 2011. En 2009 et en 2010, cette mesure inversée de la rentabilité sous-jacente des opérations d'assurance non-vie avait atteint son niveau le plus élevé depuis 2005. Ce ratio reste toutefois bien en deçà des pics observés durant la période 2000-2002, lorsqu'il dépassait 110 %. Après 2002, les entreprises d'assurance ont rétabli un meilleur équilibre entre les coûts d'assurance et les primes perçues, grâce à un relèvement du niveau des primes, à un meilleur contrôle des coûts et à des conditions de souscription plus strictes pour certains produits et branches d'assurance déficitaires. En réaction à la hausse du ratio combiné à nouveau constatée en 2009 et 2010, des primes ont été revues à la hausse dans plusieurs branches d'assurance non-vie, ce qui a contribué à la croissance de 5 % de la valeur des primes d'assurance non-vie perçues en 2011 par rapport à 2010.

GRAPHIQUE 23 EVOLUTION DES REVENUS DE PRIMES ET DU RATIO COMBINÉ⁽¹⁾

(données sur une base sociale, milliards d'euros, sauf mention contraire)



Source : BNB.

- (1) Le ratio combiné rapporte la somme des coûts de sinistres et des frais opérationnels aux primes nettes perçues.
- (2) Projections sur la base des données pour les neuf premiers mois. En assurance-vie, la répartition des primes par catégorie d'activité n'est pas disponible sur base trimestrielle.

À l'inverse de la plupart des primes d'assurance non-vie, qui sont perçues dans le cadre d'une couverture renouvelée annuellement, les primes d'assurance-vie le sont généralement dans le cadre de contrats à long terme, pour lesquels les remboursements d'engagements potentiels vis-à-vis des assurés se situent dans un futur lointain. L'investissement des primes perçues au cours de cette période explique pourquoi la taille des portefeuilles de placement, constitués en vue de respecter ces engagements futurs, est proportionnellement beaucoup plus importante en assurance-vie qu'en assurance non-vie. Ces éléments expliquent également pourquoi l'activité

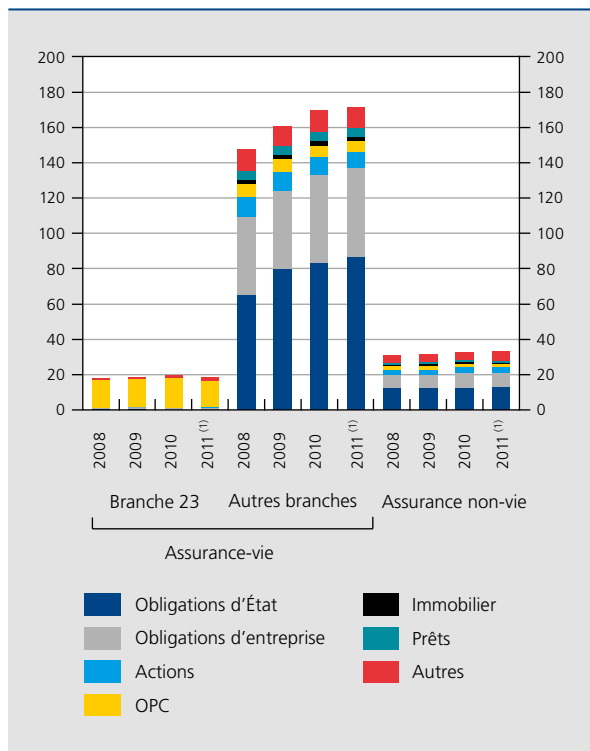
d'assurance-vie est beaucoup plus sensible que celle d'assurance non-vie aux développements sur les marchés financiers, comme l'ont de nouveau confirmé les événements récents.

Les actifs financiers couvrant les polices d'assurance de la branche 23 sont largement inférieurs aux actifs financiers détenus pour le compte des assurés des autres branches et ne représentent, en termes d'encours, qu'environ 10 % du total des actifs couvrant les engagements d'assurance-vie.

Dans le cadre de leur gestion actif-passif, les assureurs veillent généralement à une répartition des actifs à la fois adaptée à la structure et aux caractéristiques des engagements qui y sont liés et établissent un équilibre entre les risques liés au portefeuille de placement et les rendements attendus. Dans le cas des polices d'assurance-vie où l'entreprise d'assurance supporte le risque d'investissement, les actifs de couverture se composent principalement d'obligations d'État et d'entreprise, qui représentaient, respectivement, 50 % et 30 % du portefeuille de placement à la fin de septembre 2011. Les actifs de

GRAPHIQUE 24 COMPOSITION DES ACTIFS DE COUVERTURE PAR ACTIVITÉ D'ASSURANCE

(données en fin de période, sur une base sociale, milliards d'euros)



Source : BNB.

(1) Situation à la fin de septembre 2011.

couverture relatifs aux activités d'assurance non-vie sont un peu moins dominés par les obligations d'État (40 %) et d'entreprise (24 %), en faveur d'une part légèrement supérieure d'actions et d'autres types d'actifs, notamment des instruments à court terme et des dépôts bancaires. La part du portefeuille de placement des différentes activités d'assurance qui se compose d'actions, en ce compris les participations dans des sociétés liées ou non, est revenue de 10 % du total des actifs de couverture à la fin de 2007 à 5 % à la fin de septembre 2011. L'exposition du secteur de l'assurance au risque de marché s'est ainsi largement concentrée sur les instruments à revenu fixe, le rendant particulièrement vulnérable aux fluctuations des taux d'intérêt et aux variations brutales des écarts de taux et des primes de risque de liquidité. Dans ce cadre, la valeur de marché des portefeuilles de placement des assureurs belges a souffert de la nette progression des primes de risque sur plusieurs marchés d'emprunts d'États de la zone euro, ce qui a affecté les entreprises d'assurance directement mais aussi indirectement en raison de leur détention de titres émis par des banques également exposées aux risques souverains.

Il convient de noter que, sous l'angle des *Belgian GAAP*, tous les placements figurant au bilan sont valorisés à leur valeur comptable, à savoir la valeur d'acquisition, déduction faite des amortissements et réductions de valeur y afférents. Par ailleurs, une partie des plus-values brutes

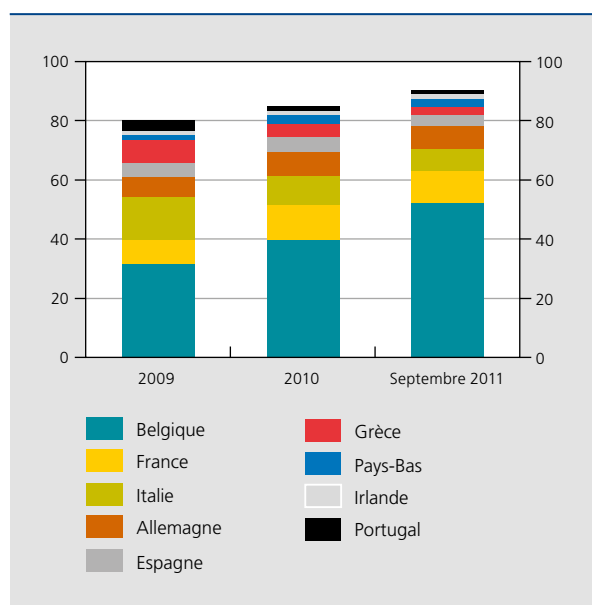
non réalisées sur les actifs peut être incluse dans la position de solvabilité réglementaire moyennant approbation par la Banque. Cependant, dans le cadre de l'analyse prudentielle, la valorisation de ces actifs se fait aux prix du marché. Ainsi, les actifs couvrant les provisions techniques sont valorisés aux prix du marché, à l'exception des obligations d'État, qui restent à leur valeur d'acquisition en vertu de l'hypothèse sous-jacente d'une détention jusqu'à leur échéance. De même, pour le calcul de la position de solvabilité réglementaire corrigée, les données comptables sont corrigées des plus-values et des moins-values latentes.

Une ventilation des principales expositions du secteur belge de l'assurance aux obligations souveraines émises par certains pays de la zone euro, de la fin de 2009 à la fin de septembre 2011 montre que, avec un montant de plus de 52 milliards d'euros, les investissements en emprunts d'État belges constituaient plus de la moitié de ces expositions à la fin de septembre 2011. Les placements en obligations souveraines françaises (11 milliards) et allemandes (8 milliards) constituent également une part significative de l'ensemble du portefeuille d'emprunts d'État. Les expositions à une série d'États périphériques de la zone euro (Grèce, Irlande, Portugal, Espagne et Italie) atteignent globalement un total de 17 milliards d'euros avec respectivement 8 milliards pour l'Italie, 4 milliards pour l'Espagne et 2 milliards pour la Grèce. Dans le contexte actuel de tensions sur les marchés d'emprunts souverains, l'exposition globale à ces États périphériques a été réduite de plus de 5 milliards d'euros en 2010 puis d'encore 2,2 milliards d'euros au cours des neuf premiers mois de 2011. Tous ces chiffres portent sur les expositions brutes à leurs valeurs comptables et sans ajustement pour les éventuelles positions de couverture qui y seraient liées.

À la suite de l'élargissement marqué, en 2011, des écarts de rendement des emprunts d'État de certains pays de la zone euro par rapport au Bund allemand, qui a aussi concerné les instruments de la dette souveraine belge, le montant des plus-values non réalisées sur les portefeuilles obligataires des entreprises d'assurance est revenu de 0,3 milliard d'euros à la fin de décembre 2010 à une perte non réalisée de 1,8 milliard d'euros à la fin de juin 2011. Au cours du troisième trimestre, les entreprises d'assurance ont toutefois réalisé un montant élevé de pertes sur leurs placements en obligations, soit en actant des réductions de valeur, soit en vendant des titres, ce qui a réduit de manière importante le montant des pertes non réalisées. Sur les neuf premiers mois de 2011, le portefeuille de placement a ainsi subi une réduction de valeur comptable de 3,3 milliards d'euros en plus d'une perte brute de 1,2 milliard d'euros sur la réalisation d'actifs, en grande partie des dettes souveraines périphériques.

GRAPHIQUE 25 VENTILATION DES PRINCIPALES EXPOSITIONS AUX OBLIGATIONS D'ÉTAT DE LA ZONE EURO

(données en fin de période, sur une base sociale, aux valeurs comptables, milliards d'euros)



Source : BNB.

La réalisation de pertes d'une telle ampleur explique pourquoi, à la fin de septembre 2011, le portefeuille obligataire restant, après dépréciations et pertes suite à des ventes, enregistrait une plus-value nette non réalisée de 2,4 milliards d'euros.

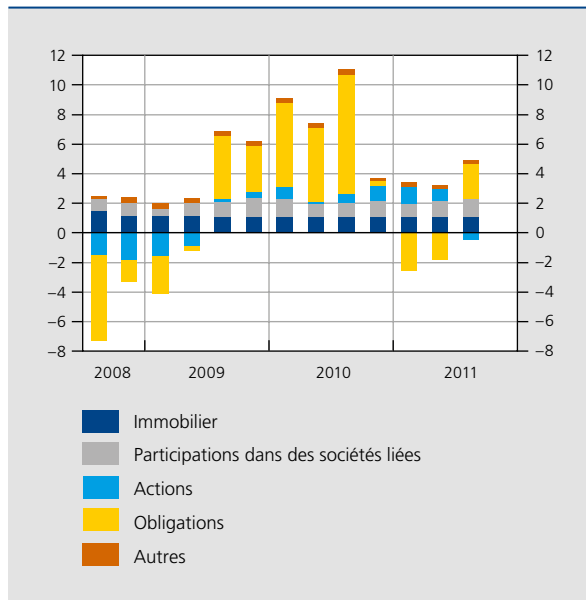
Les positions en actions ont également été touchées au cours des neuf premiers mois de 2011, entraînant une baisse des plus-values nettes non réalisées, qui s'élevaient à 1 milliard d'euros à la fin de 2010, pour faire place à une perte non réalisée de 500 millions d'euros à la fin de septembre 2011.

Globalement, sur l'ensemble du portefeuille de placement, le montant des plus-values non réalisées est passé de 3,7 milliards d'euros à la fin de 2010 à 4,4 milliards d'euros à la fin de septembre 2011. Ce niveau reste cependant inférieur au niveau élevé observé durant le second semestre de 2009 et les trois premiers trimestres de 2010. On rappellera qu'au cours du troisième trimestre de 2008, les entreprises d'assurance avaient annoncé des pertes non réalisées de 5,8 milliards d'euros sur l'ensemble de leurs détentions d'obligations et de 4,8 milliards d'euros sur l'ensemble de leur portefeuille de placement. Ces fortes fluctuations témoignent de la vulnérabilité du portefeuille de placement des entreprises d'assurance aux fluctuations des valeurs de marché. À cet égard, la prudence s'impose dans les modalités de partage des bénéfices avec les assurés au vu des incertitudes actuelles sur l'évolution de la conjoncture et des conditions des marchés financiers. Des niveaux excessifs de redistribution des bénéfices doivent être évités afin de préserver la marge de solvabilité. De même, la prudence est de mise en ce qui concerne l'inclusion des plus-values non réalisées dans cette marge, eu égard au fait que ces plus-values peuvent facilement disparaître, voire se transformer en pertes non réalisées d'un trimestre à l'autre, engendrant une forte volatilité de la position de solvabilité.

La marge de solvabilité des entreprises d'assurance se compose actuellement d'une marge explicite, incluant les fonds propres, les dettes subordonnées et certains autres postes du bilan, et d'une marge implicite, laquelle comprend essentiellement, moyennant approbation de la Banque, une partie des gains bruts non réalisés sur les portefeuilles de placement. La marge explicite a été renforcée en 2008 et au premier semestre de 2009 par les augmentations de capital effectuées par un certain nombre d'assureurs pour compenser les pertes sur investissements subies en 2008. Ces augmentations, combinées à la mise en réserve des bénéfices engrangés en 2009 et 2010, ont permis au secteur de maintenir une marge de solvabilité explicite au moins égale à 165 % du minimum réglementaire durant chaque trimestre depuis

GRAPHIQUE 26 DIFFÉRENCE ENTRE LA VALEUR DE MARCHÉ ET LA VALEUR COMPTABLE DU PORTEFEUILLE DE PLACEMENT DES ENTREPRISES D'ASSURANCE BELGES

(données en fin de trimestre, sur une base sociale, milliards d'euros)

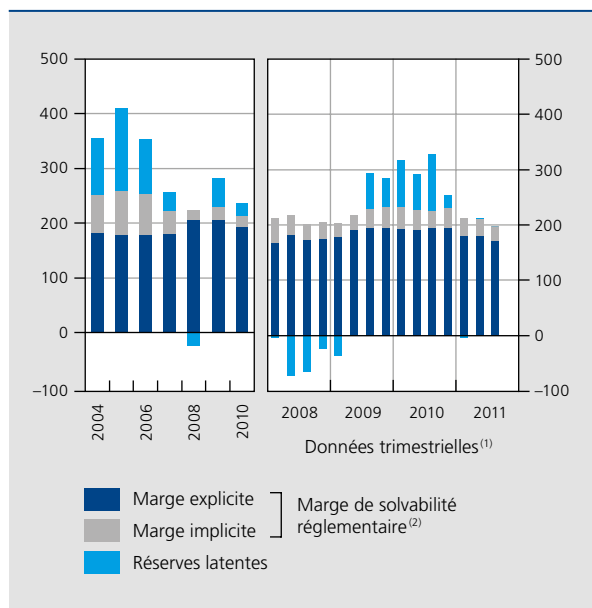


Source : BNB.

2009, un niveau de plus de 190 % ayant été atteint au second semestre de 2009 et en 2010, avant de retomber à 170 % en 2011. En ligne avec l'évolution globale des gains non réalisés, l'importance relative de la marge implicite dans la marge de solvabilité réglementaire a diminué en 2008, avant de retrouver un niveau plus élevé en 2009 et en 2010. Elle est ensuite retombée à un niveau plus modeste pour chaque trimestre de 2011. La marge de solvabilité totale, regroupant les composantes explicites et implicites, est restée supérieure à 195 % du minimum durant chaque trimestre depuis la fin de 2007, un niveau de 196 % ayant été atteint à la fin de septembre 2011. Si l'on tient compte de l'ensemble des plus-values ou moins-values non réalisées, y compris celles qui ne font pas partie de la marge implicite, auquel cas elles forment une réserve ou un déficit latent, la solvabilité ajustée a été assez volatile ces dernières années. Une telle volatilité de la solvabilité ajustée montre que les entreprises d'assurance ne peuvent pas toujours compter sur leurs réserves latentes pour compenser les lourdes pertes en valeur de marché sur leurs portefeuilles de placement. Dans le futur cadre prudentiel Solvabilité II, une telle volatilité des fonds propres deviendra la règle, les actifs comme les passifs étant appelés à être évalués à des valeurs conformes aux prix de marché.

GRAPHIQUE 27 MARGE DE SOLVABILITÉ DES ENTREPRISES D'ASSURANCE BELGES

(données sur une base sociale, pourcentages de la marge minimale réglementaire)



Source : BNB.

- (1) Les chiffres communiqués sur une base trimestrielle ne sont pas entièrement comparables aux chiffres définitifs communiqués sur une base annuelle. Ils ne prennent notamment pas en compte les éventuelles redistributions de bénéfices aux actionnaires et aux assurés.
- (2) Cette marge se compose d'une marge explicite – incluant les fonds propres, les dettes subordonnées et certains autres postes du bilan – et d'une marge implicite reprenant, moyennant l'accord de la Banque, certains autres éléments spécifiques, dont le plus important est constitué d'une partie des plus-values non réalisées sur les portefeuilles de placement.

Conformément au cadre prudentiel Solvabilité I, la valorisation du bilan ne tient pas compte de l'effet de la baisse des taux d'intérêt sur la valeur actualisée des engagements des entreprises d'assurance vis-à-vis des assurés. S'agissant des contrats d'assurance de longue durée, comme l'assurance-vie ou l'assurance-invalidité, les variations des taux d'intérêt peuvent avoir un impact significatif sur la valeur économique du bilan, les engagements potentiels à long terme n'ayant pas la même échéance que les investissements financiers qui y sont associés. Certes, les règles de Solvabilité I compensent cette absence d'évaluation des engagements aux prix de marché par des règles d'évaluation prudentes et des limites restrictives à la concentration dans certains types d'actifs, mais il n'en demeure pas moins que les réglementations en matière de solvabilité – qui prennent partiellement en considération les gains de capital non réalisés sur les investissements financiers, mais pas l'évaluation aux prix de marché des engagements – ne reflètent pas correctement les défis que l'environnement de faibles taux d'intérêt pose aux entreprises d'assurance. En adoptant une approche plus complète et centrée sur la valeur économique pour évaluer l'adéquation des fonds propres des entreprises d'assurance, le cadre Solvabilité II reflétera mieux les défis liés à la valorisation des avoirs et engagements et les effets potentiels sur la volatilité des fonds propres. L'encadré 3 fournit un éclairage complémentaire quant aux effets potentiels de Solvabilité II pour les entreprises belges, sur la base des résultats à la dernière étude quantitative d'impact menée par les autorités européennes.

Encadré 3 – Résultats belges à la dernière étude quantitative d'impact (QIS5) réalisée dans le cadre de Solvabilité II

En vue d'introduire un cadre réglementaire permettant de procéder à une évaluation de l'adéquation des fonds propres des entreprises d'assurance et de réassurance qui tienne, dans une plus grande mesure, compte des risques, le cadre Solvabilité II opère une approche détaillée des différents types de risques (tant quantifiables que non quantifiables) auxquels font face les entreprises d'assurance et de réassurance. Il constitue un changement de régime fondamental par rapport à l'approche simplifiée de Solvabilité I et le principe général de prudence qui y sert de référence pour la détermination des provisions techniques. En conséquence, l'instauration de Solvabilité II va non seulement modifier le mode de détermination des exigences de solvabilité des entreprises d'assurance, mais aura en outre une incidence considérable dans des domaines tels que les méthodes d'évaluation réglementaires des actifs et passifs, les modalités de calcul des provisions techniques ainsi que les critères utilisés pour déterminer et classer les éléments de fonds propres. Le cadre Solvabilité II instaure une « échelle d'intervention », sous la forme de deux niveaux de capital à atteindre : le minimum de capital requis (*minimum capital requirement* – MCR) et le capital de solvabilité requis (*solvency capital requirement* – SCR). Le SCR est supérieur au MCR, afin de déclencher des réactions prudentielles d'intensité progressive lorsqu'une société passe sous le seuil du SCR tout en continuant à respecter le MCR. En revanche, lorsque le MCR n'est plus respecté, l'agrément des entreprises d'assurance et de

réassurance devrait leur être retiré lorsqu'elles se révèlent incapables de ramener rapidement le montant des fonds propres au niveau du minimum de capital requis.

Dans le contexte du projet Solvabilité II, l'Autorité européenne des assurances et des pensions professionnelles (*European Insurance and Occupational Pensions Authority – EIOPA*) et la CE ont réalisé une cinquième étude quantitative d'impact (*quantitative impact study – QIS5*) du futur calcul de la marge de solvabilité. L'objectif du QIS5 est de permettre de mieux appréhender l'incidence de la méthodologie proposée, sur la base de la situation financière des entreprises d'assurance à la fin de 2009, et de tester les formules standard de calcul des exigences en capital. L'exercice vise également à identifier d'éventuelles difficultés méthodologiques et pratiques subsistant dans l'application de la formule standard, en vue de proposer d'éventuelles modifications ou simplifications. Dès lors, les résultats du QIS5 n'illustrent que partiellement ce que sera l'incidence finale de Solvabilité II.

Pour le marché belge, 58 entreprises d'assurance ont participé au QIS5 sur une base sociale, et quatre y ont participé sur une base consolidée. Un relevé détaillé des principaux résultats relatifs au marché belge est disponible sur le site Web de la Banque. L'échantillon des sociétés correspond à une large couverture du marché intérieur pour les activités d'assurance tant vie (92 % des primes du marché) que non-vie (64 % des primes du marché).

Les résultats globaux du QIS5 concernant l'échantillon des entreprises d'assurance belges ayant participé à l'exercice révèlent que les fonds propres disponibles devraient augmenter, de 19 milliards à 25 milliards d'euros, par rapport au bilan non consolidé actuel. Cette progression des fonds propres disponibles pour absorber les pertes reflète essentiellement le passage à une évaluation conforme aux prix de marché des actifs et passifs, qui a pour effet d'accroître la différence entre ces deux composantes du bilan. Les 6 milliards d'euros de fonds propres supplémentaires, générés par le passage à l'évaluation aux prix de marché des actifs et passifs, proviennent essentiellement de plus-values non réalisées sur les investissements et de la réduction du niveau des provisions techniques en raison de la prise en compte de la valeur de marché des passifs.

Ces 6 milliards d'euros de fonds propres supplémentaires dans le régime Solvabilité II sont toutefois compensés par une progression similaire des exigences en fonds propres selon le SCR. Les exigences en fonds propres d'après la formule standard auraient en effet été de 14 milliards d'euros à la fin de 2009, contre 8 milliards d'euros dans Solvabilité I. Cette augmentation notable par rapport à Solvabilité I est essentiellement imputable à une quantification plus exhaustive des risques sous-jacents, ainsi qu'à un niveau de tolérance au risque fixé à un seuil de *value-at-risk* de 99,5 % à l'horizon d'un an.

RÉSULTATS SYNTHÉTIQUES DU QIS5 POUR L'ÉCHANTILLON DES ENTREPRISES D'ASSURANCE BELGES

(milliards d'euros, sauf mention contraire)

	Fonds propres disponibles ⁽¹⁾	Exigence en fonds propres	Excédent de fonds propres	Ratio de solvabilité de l'échantillon belge (pourcentages)	Ratio de solvabilité de l'échantillon européen (pourcentages)
SCR	25	14	11	179	165
MCR	24	9	15	271	466
Solvabilité I	19	8	11	230	310

Sources: EIOPA, BNB.

(1) Les fonds propres disponibles pour le calcul du MCR ne comportent que des éléments de capital *Tier 1*, à l'exclusion des éléments de capital *Tier 2* et *Tier 3* qui font partie des fonds propres disponibles selon le SCR.



La détermination du SCR s'effectue en plusieurs phases. La première est le calcul et la sommation des SCR pour les modules de risque (30 milliards d'euros). Des facteurs de correction importants sont ensuite appliqués pour tenir compte des bénéfices de diversification entre différents types de risques (11 milliards d'euros), des mécanismes d'absorption des pertes découlant de systèmes de redistribution des bénéfices avec les détenteurs de polices d'assurance et des impôts différés (8 milliards d'euros) et, en sens inverse, d'éléments tels que la couverture des risques opérationnels (3 milliards d'euros). Si on examine les composantes du SCR par modules de risque individuels, les résultats du QIS5 pour les entreprises d'assurance belges montrent que 59 % des exigences en fonds propres sont imputables à la couverture des risques de marché, soit un pourcentage proche de celui de la moyenne de l'échantillon européen (57 %). Les SCR pour le risque d'assurance dans les activités non-vie hors assurance-santé (17 %) et vie (13 %) représentent ensemble 30 % des exigences totales de SCR, avant intégration de la diversification des risques et des effets d'absorption de pertes. Ici aussi, les pourcentages sont proches des résultats observés pour l'échantillon européen (respectivement 16 et 13 %). C'est aussi globalement le cas pour les SCR des entreprises belges relatifs aux risques de contrepartie (4 %) et au risque d'assurance en assurance-santé (8 %). Il convient d'observer que le calibrage des paramètres dans la formule standard prend en considération la situation sur les marchés financiers en 2008 et 2009 et que la méthode utilisée pour quantifier les risques individuels demeure complexe pour une formule standard.

Globalement, les résultats du QIS5 montrent que le SCR serait couvert à hauteur de 179 % par les fonds propres éligibles, le ratio de solvabilité actuel pour l'échantillon des sociétés étant de 230 %. Le minimum de capital requis serait couvert à hauteur de 271 % par des fonds propres éligibles. Une comparaison du niveau de SCR dans le régime de Solvabilité II avec la situation sous Solvabilité I, montre que l'excédent de fonds propres est comparable à celui constaté avec Solvabilité I (11 milliards d'euros). Des différences importantes sont aussi, sans surprise, observées entre les résultats du QIS5 des différentes entreprises participantes, en fonction du profil de risque des investissements, des types d'activités d'assurance, de la taille de l'entreprise, du recours à des approximations et simplifications dans la formule standard, ainsi que des divergences d'interprétations de certaines spécifications techniques du QIS5.

Afin de tester la résistance du secteur européen de l'assurance en situation de crise dans un environnement Solvabilité II, l'EIOPA a effectué, durant le deuxième trimestre de 2011, son deuxième test de résistance à l'échelle européenne. Un groupe et deux entreprises belges d'importance systémique ont participé, ce qui représente une couverture de marché supérieure à 50 % des primes si l'on prend en compte les filiales belges de groupes étrangers qui participent au test de résistance sur une base consolidée. Même si la représentativité du secteur lors de ce test était significative, elle était néanmoins inférieure à celle enregistrée lors du QIS5, rendant difficile la comparaison des résultats de ces deux exercices. Ce test de résistance mesure l'impact de divers scénarios sur les bilans à la fin 2010 établis conformément aux normes de Solvabilité II et en recourant aux formules standard de calcul du SCR et du MCR utilisées dans les spécifications techniques de l'exercice QIS5 (cf. encadré 3). Trois grands scénarios (de base, défavorable et inflationniste) reproduisent divers environnements macroéconomiques. Le scénario de base correspond à une situation modérément stressée et se fonde sur une projection réaliste de variables

macroéconomiques pour 2011. Le scénario défavorable introduit une forte tension sur les variables du scénario de base, tandis que le scénario inflationniste provoque un mouvement inversé des taux d'intérêt par rapport au scénario défavorable, à savoir une forte hausse, tous les autres risques de marché et de crédit étant inchangés. Chaque scénario est traduit en une série d'hypothèses relatives aux facteurs de risque indépendants (taux d'intérêt, cours des actions, prix de l'immobilier, spreads, catastrophes naturelles, multiplication des sinistres, choc de mortalité et de longévité). Un scénario souverain indépendant a été testé séparément, sur la base d'hypothèses d'élargissements, propres à chaque pays, des spreads souverains. À l'issue du test, les résultats des différents facteurs de risque ont été agrégés en recourant à des corrélations comparables à celles du QIS5, mais avec une limitation des effets de diversification aux grandes catégories de risques. Les résultats de chaque scénario comparent la diminution des fonds propres à la situation avant prise en compte des chocs définis dans le test, ainsi que les ratios de couverture du MCR et du SCR avant et après prise en compte de ces chocs.

TABLEAU 7 RÉSULTATS SYNTHÉTIQUES DU TEST DE RÉSISTANCE DE L'EIOPA POUR L'ÉCHANTILLON DES ENTREPRISES D'ASSURANCE BELGES

(milliards d'euros, sauf mention contraire)

	Fonds propres disponibles	Excédent de fonds propres	Pourcentages du ratio SCR ⁽¹⁾	Pourcentages du ratio MCR ⁽¹⁾
Avant le test de résistance	10,7	4,4	170	379
Après le scénario de base	9,1	2,8	145	322
Après le scénario défavorable	7,7	1,4	122	272
Après le scénario inflationniste	9,9	3,6	157	349
Après le scénario souverain	9,2	2,9	146	325
Après le scénario 1 de faibles rendements	8,6	2,3	136	303
Après le scénario 2 de faibles rendements	9,5	3,2	150	334

Source : BNB.

(1) Fonds propres disponibles en pourcentage des exigences en capital.

Sur l'ensemble de l'échantillon des entreprises belges, les fonds propres, qui s'élevaient à 10,7 milliards d'euros à la fin de 2010, se contracteraient de quelque 3 milliards d'euros dans le scénario le plus défavorable, ce qui entraînerait une baisse du ratio de solvabilité moyen (ratio de couverture du SCR) de 170 à 122 % dans le cadre de Solvabilité II. Le ratio de couverture du MCR reviendrait de 379 à 272 % en moyenne dans le scénario défavorable. Les résultats varient toutefois sensiblement d'une entreprise à l'autre, allant de ratios de solvabilité supérieurs à la moyenne de l'échantillon à des ratios qui y sont largement inférieurs.

Les principaux facteurs de risque contribuant à la réduction généralisée des fonds propres dans les scénarios du test sont une baisse des taux d'intérêt, une réduction des cours des actions et des prix de l'immobilier commercial, et une hausse des spreads des emprunts d'État dans le cadre d'un scénario souverain distinct. En termes relatifs, mesurés par la variation des fonds propres par rapport aux fonds propres de départ, le risque de taux d'intérêt et le risque sur actions constituent les principaux facteurs de risque du scénario défavorable, tandis que les risques spécifiques à l'assurance (catastrophes naturelles, pandémies) sont les facteurs prédominants dans les scénarios de base et inflationniste. Tous scénarios confondus, ce sont les tensions sur les spreads des dettes souveraines qui constituent, de loin, le facteur de risque le plus significatif avec une réduction moyenne de 14 % des fonds propres.

Dans le cadre d'un scénario distinct, l'EIOPA a également effectué, au cours du second semestre de 2011, un test de la capacité de résistance des entreprises d'assurance à un environnement de faibles taux d'intérêt. Un tel scénario de taux pendant une période prolongée est

jugé plus pertinent pour le secteur de l'assurance que le mouvement parallèle des taux d'intérêt utilisé dans le cadre du test de résistance principal. Un tel scénario de baisse de la courbe de rendement est particulièrement exigeant pour les portefeuilles d'assurance assortis d'un taux de rendement garanti pour les assurés, difficiles à concilier avec un portefeuille de placement générant des rendements moins élevés. Deux courbes de rendement ont été utilisées pour la réévaluation des actifs et l'actualisation des flux de trésorerie du passif. La courbe de rendement du scénario 1 s'oriente nettement à la baisse et présente une forme en U, s'aplatissant au delà de l'échéance à dix ans; la courbe du scénario 2 est abaissée aux niveaux les plus bas observés pour la courbe des rendements de l'euro jusqu'à la fin d'août 2010. Les résultats indiquent qu'en moyenne pour l'échantillon, la hausse des provisions techniques d'assurance-vie fait plus que compenser les réévaluations d'actifs, en particulier dans le scénario 1, plus défavorable. Dans l'ensemble, les fonds propres chuteraient de 20 % dans le scénario 1 et de 12 % dans le scénario 2, ramenant le ratio SCR à 136 % dans le scénario 1 et à 150 % dans le scénario 2, contre 170 % avant application des hypothèses du test de résistance.

L'encours des polices d'assurance-vie à rendement garanti et le niveau des taux offerts constituent des paramètres de risque particulièrement importants pour les entreprises d'assurance lorsque les taux de marché pour les placements sans risque chutent à des niveaux très bas, comme cela a de nouveau été le cas au cours de l'année sous revue. Dans les années 1990, les assureurs avaient tendance à offrir à leurs clients un rendement garanti de 4,75 %, plafond légal pour ce type de contrat demeuré

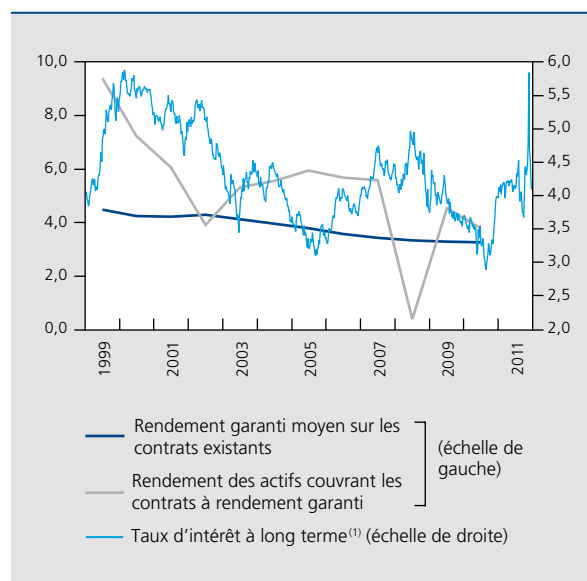
en vigueur jusqu'à la fin de juin 1999. En juin 1999, le législateur a abaissé ce plafond à 3,75 %. En cas de sortie d'un plan de pension complémentaire, la législation actuelle sur les pensions complémentaires impose à ces plans de garantir un rendement minimum de 3,25 % sur les cotisations patronales et de 3,75 % sur les cotisations personnelles. Eu égard à la pression concurrentielle, les entreprises d'assurance ont eu tendance à offrir les mêmes conditions de rendement minimum dans le cadre des contrats d'assurance-groupe.

La rentabilité des contrats d'assurance assortis de tels rendements garantis a été érodée lorsque les taux d'intérêt à long terme ont commencé à descendre sous ces niveaux. Le secteur a progressivement modifié cette structure défavorable en commercialisant des contrats qui prévoient des rendements garantis mieux adaptés aux niveaux des taux d'intérêt sans risque. Ces rendements ne sont pas garantis pour les primes futures, pour lesquelles le taux garanti correspondra au taux sans risque du marché au moment du versement de ces primes. De plus, certains contrats prévoient que la garantie octroyée est limitée dans le temps et qu'au terme de cette période, la réserve du contrat (en d'autres termes, l'épargne constituée) est considérée techniquement comme une nouvelle prime, avec un nouveau taux d'intérêt garanti en ligne avec les conditions du marché à ce moment. Ces mesures ont contribué à réduire le rendement garanti moyen sur les contrats de la branche 21. Celui-ci est revenu de 4,5 % à la fin de 1999 à 3,2 % à la fin de 2010. Il convient également de noter que les rendements effectifs sur les investissements couvrant les contrats de la branche 21 ne se sont que partiellement redressés depuis l'effondrement enregistré en 2008 suite aux baisses de cours qui ont suivi la défaillance de Lehman Brothers. Ces rendements nets s'établissaient à peine à 4,5 % en 2009 et 3,8 % en 2010.

Un repli du rendement garanti moyen sur les contrats d'assurance-vie individuels a été observé dans tout le secteur puisque le pourcentage des provisions techniques de la branche 21 détenues par des entreprises garantissant, en moyenne, un rendement de 4 % ou plus a chuté, de 75 % à la fin de 2000 à moins de 1,4 % en 2010. À la fin de 2010, quelque 85 % des réserves techniques du secteur étaient détenues par des entreprises assurant un rendement garanti moyen de 3,5 % ou moins.

Les contrats historiques offrant des rendements garantis élevés représentent toutefois encore un montant important d'engagements. Les provisions techniques d'assurance-vie associées à des rendements garantis de 4,75 %, 4,5 % et 3,75 % s'élevaient à 28 milliards d'euros à la fin de 2010. Ces rendements sont le plus souvent associés à des contrats

GRAPHIQUE 28 RENDEMENT GARANTI DE LA BRANCHE 21

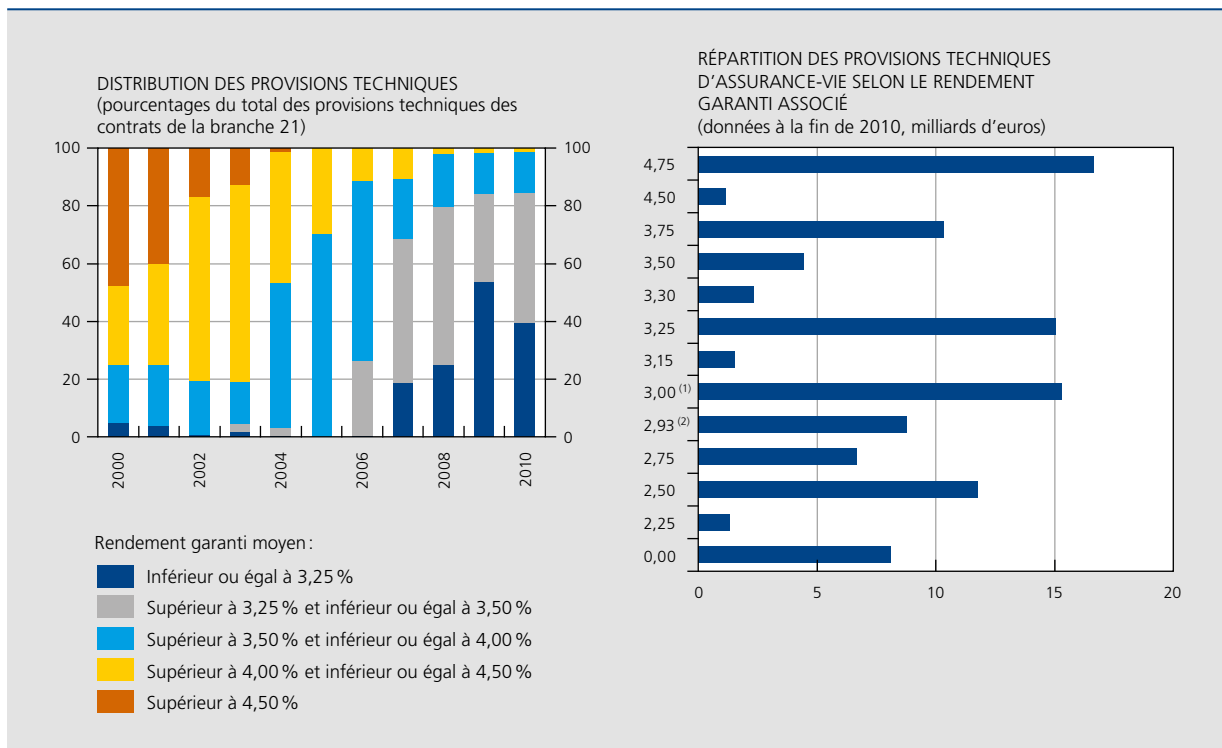


Sources: Thomson Reuters Datastream, BNB.

(1) Taux de rendement sur le marché secondaire des emprunts de l'État belge à dix ans (OLO) (données hebdomadaires).

conclus il y a longtemps, le cas échéant avec garantie de ces rendements sur les primes futures. L'essentiel des augmentations actuelles des provisions techniques d'assurance-vie concerne des polices dont le rendement garanti est plus faible, parmi lesquelles un grand nombre de polices n'offrant qu'une garantie de capital mais qui sont assortis d'un plus large éventail de redistribution des bénéfices et de mécanismes d'attribution. L'essentiel de la réduction du risque de taux d'intérêt pour les entreprises d'assurance a toutefois été induite par l'introduction d'une plus grande flexibilité dans la fixation du rendement garanti. Alors que dans les années 1990, le rendement garanti en vigueur au moment de la conclusion du contrat s'appliquait généralement aussi à toutes les primes futures, la plupart des contrats conclus durant la dernière décennie n'appliquent que les rendements garantis en vigueur au moment de la perception de la prime périodique, ce qui permet d'adapter le rendement garanti en fonction de l'évolution des conditions de marché. Cependant, pour certains de ces contrats, une plus grande souplesse est également offerte aux assurés, qui leur permet de mettre un terme à leurs polices ou de les réduire en encourant des pénalités moins lourdes. Par conséquent, certaines entreprises d'assurance sont exposées à un risque accru de résiliation, en particulier en cas de forte hausse des taux d'intérêt. Dans une telle hypothèse, les entreprises devraient choisir entre un relèvement du rendement de leurs contrats et une réduction de leur volume d'activités, ce qui nuirait, dans un cas comme dans l'autre, à la rentabilité de la branche 21.

GRAPHIQUE 29 VENTILATION DES ENGAGEMENTS DE LA BRANCHE 21



Source : BNB.

(1) Encours des réserves d'assurance-vie garantissant un rendement de 3 %.

(2) Encours des réserves d'assurance-vie garantissant un rendement différent de ceux présentés dans le graphique, mais offrant un rendement garanti moyen de 2,93 %.

Afin de se prémunir contre les effets de faibles taux d'intérêt sur la rentabilité des contrats à rendement garanti, les entreprises d'assurance sont contraintes de constituer une provision supplémentaire pour les contrats garantissant un rendement supérieur à un seuil donné (défini comme étant supérieur de 10 points de base à 80 % du

rendement moyen des emprunts publics à dix ans sur le marché secondaire au cours des cinq dernières années). Les entreprises d'assurance peuvent étaler les montants à affecter à cette provision sur une période de dix ans maximum. Le seuil pour la détermination de cette provision supplémentaire s'élevait à 3,26 % en 2011.

2. Réglementation prudentielle

2.1 Architecture du contrôle

2.1.1 Cadre institutionnel européen

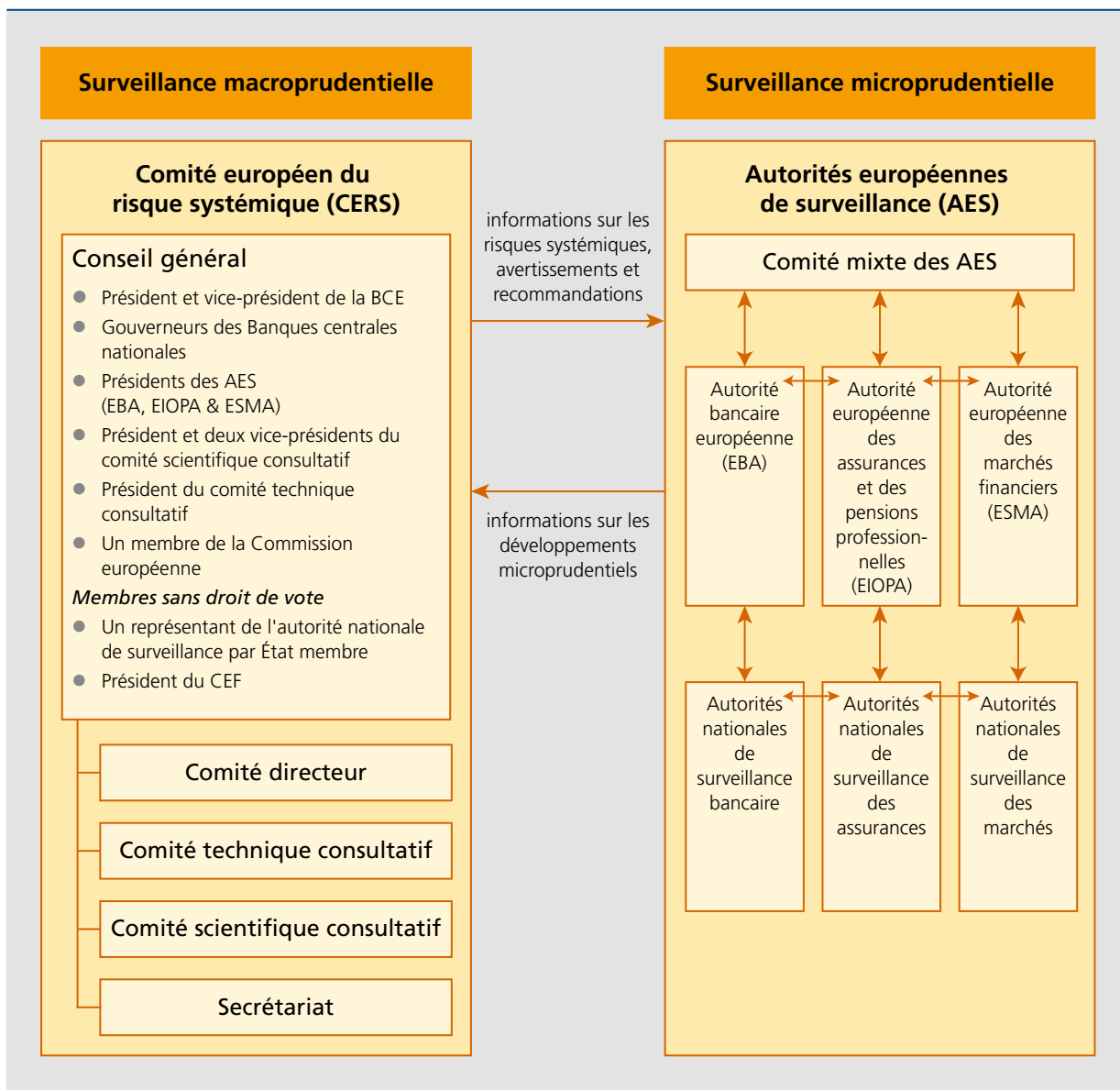
En raison de la crise financière débutée en 2007, le besoin s'est fait sentir d'évoluer vers une surveillance prudentielle plus intégrée au niveau européen qui soit à la mesure de l'intégration croissante des marchés financiers et qui permette d'assurer une application plus uniforme de la réglementation prudentielle à travers l'Union européenne (UE). À la suite des recommandations émises en février 2009 par le Comité des Sages présidé par J. de Larosière, la Commission européenne (CE) a présenté en septembre 2009 un ensemble de propositions législatives visant à renforcer le cadre de surveillance prudentielle et à réduire à l'avenir le risque de survenance et la gravité des crises financières, par la mise en place au niveau européen, du Système européen de surveillance financière (SESF). Ces mesures législatives ont été adoptées par le Parlement européen et le Conseil de l'Union européenne en novembre 2010 et le SESF a été établi le 1^{er} janvier 2011.

Le SESF est composé du Comité européen du risque systémique (CERS), organe européen de supervision macroprudentielle, ainsi que des Autorités européennes de surveillance (AES), chargées de renforcer la supervision microprudentielle en Europe, en particulier pour les aspects transfrontaliers, dans les trois secteurs des banques, des assurances et des marchés des valeurs mobilières. Le SESF a pour objectif d'assurer non seulement une meilleure prévention des risques systémiques, mais aussi la nécessaire harmonisation des règles et des pratiques prudentielles à l'échelle européenne, tout en renforçant la coopération entre autorités nationales.

Le CERS⁽¹⁾ est responsable de la surveillance macroprudentielle du système financier dans l'UE. À ce titre, le CERS a pour but de contribuer à la prévention des risques systémiques pour la stabilité financière de l'UE, qui peuvent survenir en raison des évolutions du système financier et des évolutions macroéconomiques, de façon à éviter des périodes de crises financières généralisées.

Dans l'exercice de cette tâche, le CERS est amené à rassembler et analyser toutes les informations utiles et nécessaires en vue de détecter l'émergence de risques systémiques. Une fois les risques systémiques identifiés, et si ceux-ci sont jugés importants, le CERS peut adresser aux institutions européennes, aux États membres et aux autorités européennes et nationales de supervision des alertes et formuler des recommandations concernant les mesures correctives à prendre pour faire face à ces risques identifiés. S'il y a lieu, et afin de leur donner plus de poids, le CERS peut rendre ces alertes et recommandations publiques. En outre, lorsque le CERS établit qu'une situation d'urgence pourrait se produire, il peut émettre une alerte confidentielle à l'adresse du Conseil de l'UE et fournir au Conseil une analyse de la situation afin de lui permettre d'évaluer la nécessité d'adopter, à l'adresse des AES, une décision constatant l'existence d'une situation d'urgence. Le CERS est également chargé de veiller au suivi des alertes et des recommandations qu'il émet. Enfin, le CERS coopère étroitement avec les AES et leur fournit les informations sur les risques systémiques qui sont nécessaires à l'exécution de leurs tâches. Ainsi, le CERS et les AES sont chargés d'élaborer, à partir d'un ensemble commun d'indicateurs quantitatifs et qualitatifs, un tableau de bord commun pour mesurer le risque systémique.

(1) Règlement (UE) No 1092/2010 du Parlement européen et du Conseil du 24 novembre 2010 relatif à la surveillance macroprudentielle du système financier dans l'Union européenne et instituant un Comité européen du risque systémique, J.O.U.E., L 331, 15/12/2010, p.1.



Le CERS est composé de plusieurs organes: le conseil général, le comité directeur, le secrétariat, le comité scientifique consultatif et le comité technique consultatif.

Le conseil général prend les décisions nécessaires pour assurer l'exécution des tâches confiées au CERS. Le comité directeur contribue, quant à lui, au processus décisionnel du CERS en préparant les réunions du conseil général et en contrôlant l'évolution des travaux en cours. Le secrétariat est chargé du fonctionnement quotidien du CERS. Le comité scientifique consultatif et le comité technique consultatif fournissent conseil et assistance au conseil général sur les questions relatives aux travaux du CERS. À ce titre, ils jouent un rôle clé dans la préparation des décisions du CERS.

En octobre 2011, le CERS a adopté ses premières recommandations relatives aux crédits octroyés en monnaie étrangère, et les a adressées aux États membres, aux autorités nationales de surveillance et à l'Autorité bancaire européenne (*European Banking Authority – EBA*). Ces recommandations visent à prévenir les risques que font peser sur la stabilité financière, dans un certain nombre d'États membres de l'UE, les crédits en monnaie étrangère accordés aux entreprises non financières et aux particuliers. Concrètement, les recommandations ainsi adoptées visent notamment à renforcer la résistance du système financier par la mise en œuvre de mesures visant non seulement à accroître la solvabilité des emprunteurs et une meilleure information de ceux-ci quant aux risques qu'ils encourent en contractant des crédits libellés en monnaie étrangère, mais aussi à améliorer la gestion des risques et un financement soutenable des institutions

financières elles-mêmes. Enfin, de manière à remédier à une croissance excessive des crédits en monnaie étrangère, les autorités sont invitées à prendre, le cas échéant, des mesures plus strictes pour limiter l'octroi de ce type de crédits.

La Banque est membre du CERS, en tant que banque centrale nationale et en tant qu'autorité nationale chargée de la surveillance prudentielle des institutions de crédit et des entreprises d'assurance. La Banque est également représentée au sein du comité consultatif technique et participe activement aux activités de plusieurs groupes de travail mis en place par celui-ci. En outre, l'Autorité belge des services et marchés financiers (*Financial Services and Markets Authority* – FSMA) est également membre du CERS en tant qu'autorité chargée de la surveillance des marchés financiers.

Les AES⁽¹⁾ sont au nombre de trois: l'EBA, l'Autorité européenne des assurances et des pensions professionnelles (*European Insurance and Occupational Pensions Authority* – EIOPA) et l'Autorité européenne des marchés financiers (*European Securities and Markets Authority* – ESMA).

Les responsabilités qui leur ont été confiées par le législateur européen sont étendues.

Les AES ont pour mission de contribuer à améliorer l'efficacité de la réglementation et de la surveillance des institutions financières. À cette fin, elles ont notamment pour tâche de fournir des avis aux institutions de l'UE et d'élaborer des orientations, des recommandations et des projets de normes techniques fondés sur la législation européenne applicable dans leur domaine de compétence respectif, ce qui constitue sans doute la principale nouveauté compte tenu du caractère contraignant que prendront ces normes techniques une fois adoptées par la CE. Les AES peuvent également mener des examens par les pairs (*peer review*) des autorités compétentes en vue de formuler des orientations et des recommandations ainsi que recenser les meilleures pratiques, afin de renforcer la cohérence des pratiques de surveillance.

Elles ont aussi pour responsabilité d'assurer la bonne application de la législation européenne par les autorités nationales compétentes, en veillant à ce que la prise de risques soit correctement réglementée et surveillée, à éviter les arbitrages réglementaires et à favoriser des conditions de concurrence égales. Elles assurent aussi la médiation et le règlement des différends entre autorités compétentes, en vue de la surveillance effective des établissements financiers. Elles sont en outre habilitées à prendre des mesures dans les situations d'urgence.

Les AES ont également pour rôle de renforcer la coordination et la coopération entre les autorités nationales de surveillance, que ce soit en stimulant et facilitant la délégation des tâches et des responsabilités entre autorités compétentes ou en veillant au fonctionnement cohérent des collèges d'autorités de surveillance, ainsi qu'en participant à l'élaboration et à la coordination de plans de sauvetage et de résolution des défaillances, et de méthodes de résolution des défaillances des établissements financiers.

Elles ont en outre pour tâche de surveiller et analyser l'évolution du marché dans leur domaine de compétence respectif et de contribuer au suivi, à l'évaluation et à la mesure du risque systémique. À cette fin, elles peuvent procéder à la collecte d'informations auprès des autorités nationales de surveillance et, sous certaines conditions, auprès des institutions financières. Les AES coopèrent étroitement avec le CERS, notamment en lui communiquant les informations nécessaires à l'accomplissement de ses tâches et en assurant un suivi approprié de ses alertes et recommandations.

Enfin, les AES veillent à assurer l'intégrité, la transparence et le bon fonctionnement des marchés financiers, ainsi que la protection des consommateurs.

Les AES sont composées d'un conseil des autorités nationales de surveillance, d'un conseil d'administration, d'un président, d'un directeur exécutif et d'une commission de recours.

Le conseil des autorités nationales de surveillance prend les décisions et définit les orientations nécessaires pour l'exécution des tâches et activités de l'Autorité. Le conseil d'administration veille à ce que l'Autorité accomplisse sa mission conformément aux règles qui définissent son fonctionnement. Le président représente l'Autorité et est chargé de préparer les travaux du conseil des autorités de surveillance, tandis que le directeur exécutif est responsable de la gestion quotidienne de l'Autorité et de la préparation des travaux du conseil d'administration. La commission de recours est un organe commun aux AES dont le rôle est de statuer sur les recours formés contre les décisions prises par les AES.

(1) Règlement (UE) No 1093/2010 du Parlement européen et du Conseil du 24 novembre 2010 instituant une Autorité européenne de surveillance (Autorité bancaire européenne), modifiant la décision no 716/2009/CE et abrogeant la décision 2009/78/CE de la Commission, J.O.U.E., L 331, 15/12/2010, p. 12.

Règlement (UE) No 1094/2010 du Parlement européen et du Conseil du 24 novembre 2010 instituant une Autorité européenne de surveillance (Autorité européenne des assurances et des pensions professionnelles), modifiant la décision no 716/2009/CE et abrogeant la décision 2009/79/CE de la Commission, J.O.U.E., L 331, 15/12/2010, p. 48.

Règlement (UE) No 1095/2010 du Parlement européen et du Conseil du 24 novembre 2010 instituant une Autorité européenne de surveillance (Autorité européenne des marchés financiers), modifiant la décision no 716/2009/CE et abrogeant la décision 2009/77/CE de la Commission, J.O.U.E., L 331, 15/12/2010, p. 84.

En outre, un comité mixte des AES a été institué. Le comité mixte constitue une enceinte au sein de laquelle les AES coopèrent régulièrement et étroitement sur des sujets d'intérêt commun et assurent de la sorte la cohérence transsectorielle de leurs activités.

Au cours de l'année écoulée, l'EBA et l'EIOPA ont notamment mené et coordonné des tests de résistance européens dans le secteur des banques et des assurances. Les tests de résistance menés par ces deux AES sont détaillés plus avant au chapitre 1.1 et à la section 1.2.2 de ce Rapport.

En tant qu'autorité chargée de la surveillance des établissements de crédit, conglomerats financiers, entreprises d'investissement, établissements de paiement et établissements de monnaie électronique, entreprises d'assurance et de réassurance, la Banque est membre de l'EBA et de l'EIOPA. En outre, la FSMA est membre de l'ESMA en tant qu'autorité de surveillance des marchés financiers ainsi que de l'EIOPA en tant qu'autorité responsable de la surveillance des institutions de retraite professionnelle.

2.1.2 La nouvelle architecture de contrôle du secteur financier belge – Introduction du modèle « twin peaks »

À la suite de la réflexion sur la surveillance du secteur financier en Europe, un processus identique a également été engagé en Belgique au sujet de l'évolution de l'architecture du contrôle prudentiel.

S'appuyant sur les recommandations de la commission spéciale⁽¹⁾ et du Comité Lamfalussy⁽²⁾ et s'inspirant des évolutions observées dans d'autres pays de l'UE, les autorités belges ont décidé de faire évoluer le contrôle du secteur financier, et plus spécifiquement l'interaction entre la Banque et l'ex-Commission bancaire, financière et des assurances (CBFA), vers un modèle bipolaire, dit modèle « twin peaks ». Les fondements de la nouvelle architecture ont été établis par la loi du 2 juillet 2010⁽³⁾, dite loi « twin peaks ».

Compte tenu des profondes répercussions de cette réorganisation (en particulier, la nécessité de modifier plus de 25 lois en vigueur), il a été décidé de procéder à cette restructuration en deux phases.

Une première phase, transitoire, a vu la création d'un Comité des risques et établissements financiers systémiques (CREFS). Présidé par le gouverneur de la Banque, il était composé des membres des comités de direction de la Banque et de la CBFA. Le CREFS a été opérationnel du 21 octobre 2010 au 31 mars 2011. Le CREFS avait pour

objectif d'assurer la surveillance des risques systémiques et le contrôle prudentiel des établissements financiers dits d'importance systémique (EFIS).

La mise en place proprement dite du nouveau modèle de contrôle a été concrétisée par la promulgation de l'arrêté royal du 31 mars 2011⁽⁴⁾. Ce vaste arrêté de pouvoirs spéciaux est entré en vigueur le 1^{er} avril 2011.

Le contrôle financier repose, depuis cette date, sur deux piliers. D'une part, la Banque, qui exercera désormais les différentes fonctions de contrôle macroprudentiel et microprudentiel et, d'autre part, la « nouvelle CBFA », renommée FSMA, chargée du contrôle des marchés financiers, des instruments de placement, de la commercialisation de produits financiers et des règles de conduite applicables aux acteurs du secteur financier, et de la protection des consommateurs de services financiers.

La répartition des compétences entre la Banque et la FSMA se caractérise par une distinction stricte entre le contrôle des dispositions d'ordre prudentiel et celui des règles de conduite. Le contrôle prudentiel a pour objectif d'examiner si les établissements financiers sont à même de respecter leurs engagements et, partant, de garantir l'adéquation de leur organisation et leur solidité. Ce contrôle porte sur les règles en matière d'organisation, de solvabilité, de rentabilité et de liquidité. Là où ce contrôle, dit microprudentiel, passe en revue les établissements financiers individuels, le contrôle macroprudentiel porte sur le système financier pris dans son ensemble, y compris les interconnexions entre institutions financières. Il vise à prévenir l'émergence de tensions dans le système pris globalement, notamment en veillant à la stabilité financière et en contrôlant les EFIS. Les règles de conduite visent quant à elles à assurer le traitement honnête, équitable et professionnel des investisseurs, clients et autres parties concernées. Le contrôle des règles de conduite a pour objectif de protéger ces personnes en veillant au respect des exigences relatives au soin apporté au traitement qui leur est réservé, ainsi qu'à l'intégrité et à l'expertise de l'établissement financier.

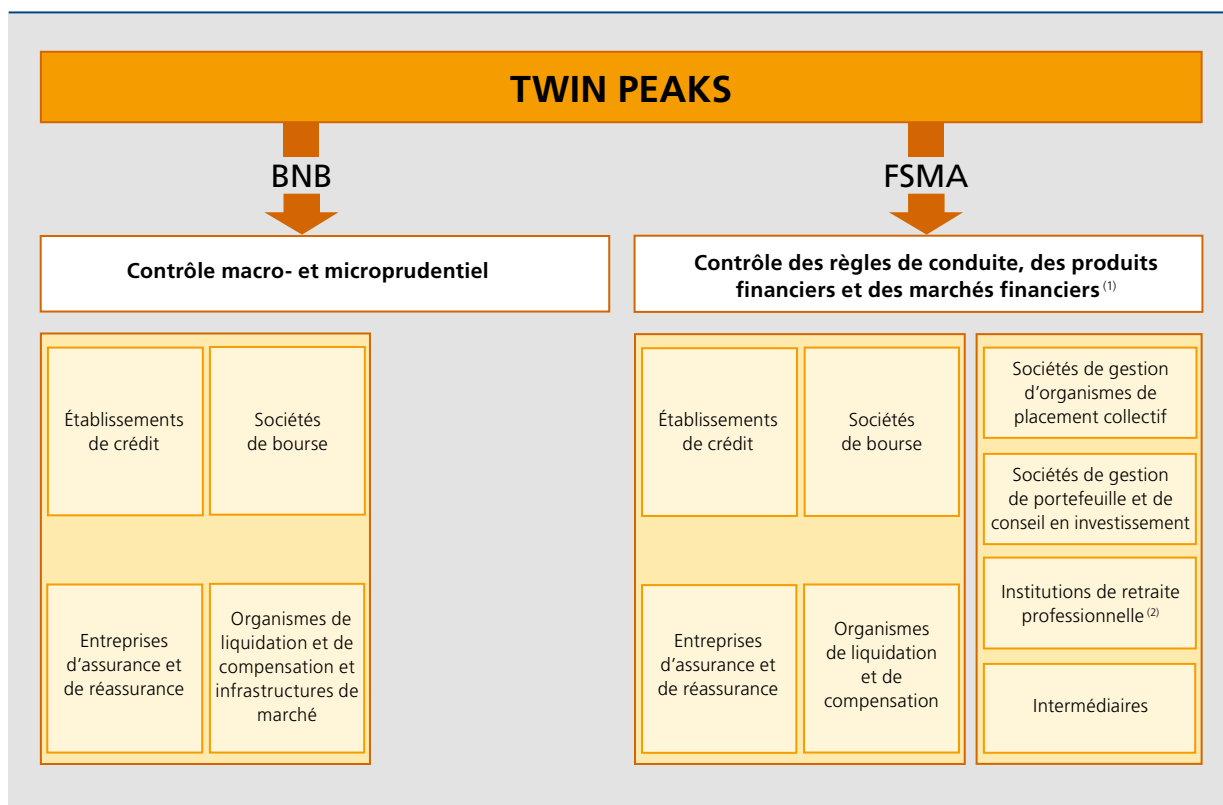
À la suite de la nouvelle répartition de compétences en matière de contrôle financier, la Banque est chargée depuis le 1^{er} avril 2011, outre ses missions existantes,

(1) Rapport final du Comité supérieur pour une nouvelle architecture financière, 16 juin 2009.

(2) Rapport fait au nom de la commission spéciale chargée d'examiner la crise financière et bancaire, Doc. parl., Chambre, 2008-09, doc. 52, n° 1643/002.

(3) Loi du 2 juillet 2010 modifiant la loi du 2 août 2002 relative à la surveillance du secteur financier et aux services financiers, ainsi que la loi du 22 février 1998 fixant le statut organique de la Banque nationale de Belgique, et portant des dispositions diverses (Moniteur belge du 28 septembre 2010). Cf. en particulier l'article 26, § 1^{er}, de ladite loi.

(4) Arrêté royal du 31 mars 2011 mettant en œuvre l'évolution des structures de contrôle du secteur financier (Moniteur belge du 9 mars 2011).



(1) La FSMA est également en charge du contrôle prudentiel (i) des sociétés de gestion d'OPC, (ii) des sociétés de gestion de portefeuille et de conseil en investissement et (iii) des institutions de retraite professionnelle.

(2) La Banque et la FSMA doivent rédiger un rapport au plus tard le 31 décembre 2013 sur la base duquel sera prise la décision de transférer à la Banque le contrôle prudentiel de ces institutions.

du contrôle prudentiel individuel des acteurs suivants du système financier⁽¹⁾ :

- les établissements de crédit;
- les entreprises d'investissement ayant la qualité de société de bourse;
- les entreprises d'assurance;
- les entreprises de réassurance;
- les organismes de compensation;
- les organismes de liquidation et assimilés;
- les établissements de paiement;
- les établissements de monnaie électronique;
- les sociétés de cautionnement mutuel.

En ce qui concerne les établissements susmentionnés, la Banque a repris les compétences en matière de contrôle prudentiel à l'ex-CBFA et au CREFS, lequel a cessé d'exister le 1^{er} avril 2011.

La Banque est chargée d'agréeer ces établissements. Elle veille par ailleurs au respect des conditions d'agrément et d'exercice de l'activité. Le cas échéant, elle peut imposer des mesures de redressement, révoquer les agréments ou mettre en œuvre des procédures de liquidation et d'assainissement. La Banque agit également en qualité d'autorité de contrôle au sens de la réglementation antiblanchiment⁽²⁾.

Il est à noter que la catégorie instituée par la loi « twin peaks » des EFIS (qui relevait de la compétence du CREFS) demeure pertinente dans l'architecture définitive. Les compétences spécifiques du CREFS à l'égard de ces établissements ont en effet été transférées à la Banque⁽³⁾. Ainsi, les EFIS doivent communiquer leurs projets de décisions stratégiques à la Banque. Celle-ci peut s'opposer à un projet si elle considère qu'il va à l'encontre d'une politique saine et prudente de la part de l'établissement ou s'il risque d'ébranler la stabilité du système financier. En outre, la Banque peut imposer des mesures spécifiques si elle estime qu'un établissement présente un profil de risque inadéquat ou si la politique qu'il mène est susceptible d'avoir un impact négatif sur la stabilité du système financier. Ces mesures peuvent notamment prendre la forme d'exigences particulières en matière de solvabilité, de liquidité, de concentration des risques et de positions à risque.

(1) Article 36/2 de la loi du 22 février 1998 fixant le statut organique de la Banque nationale de Belgique.

(2) Loi du 11 janvier 1993 relative à la prévention de l'utilisation du système financier aux fins du blanchiment de capitaux et du financement du terrorisme.

(3) Article 36/3 de la loi du 22 février 1998 fixant le statut organique de la Banque nationale de Belgique.

Pour permettre à la Banque d'exercer ces compétences, les EFIS sont tenus de rendre compte à la Banque des développements concernant leurs activités, leur profil de risque et leur situation financière dans le cadre d'un reporting spécifique imposé à ces établissements.

Dans les domaines de contrôle relevant de ses compétences, la Banque peut prendre des règlements complétant les dispositions légales ou réglementaires sur des points d'ordre technique⁽¹⁾. Ces règlements ne sortissent leurs effets qu'après leur approbation par arrêté royal et leur publication au Moniteur belge. Indépendamment de cette compétence réglementaire, la Banque peut également, par voie de circulaire, préciser à l'intention des établissements contrôlés l'une ou l'autre règle ou pratique applicable.

Ainsi qu'il a déjà été précisé ci-dessus, la CBFA est devenue la FSMA le 1^{er} avril 2011. Cette dénomination correspond mieux à ses nouvelles missions, à savoir : le contrôle des marchés financiers ; le contrôle des produits financiers et le contrôle de certains acteurs financiers, dont une partie est également soumise à un contrôle prudentiel (les institutions de retraite professionnelle, les sociétés de gestion d'organismes de placement collectif, les sociétés de gestion de portefeuille et de conseil en investissement) ; le contrôle des règles de conduite ; et la contribution à l'éducation financière des épargnants et des investisseurs.

Il va de soi que la Banque et la FSMA sont amenées à continuer à collaborer étroitement et à échanger des informations en vue d'assurer la surveillance et le contrôle prudentiel du système financier.

2.2 Développements internationaux et nationaux

2.2.1 Développements internationaux

La crise financière sans précédent qui a éclaté en 2007 n'a pas uniquement eu pour conséquence une réforme de l'architecture de la surveillance du secteur financier en Europe et en Belgique, mais cette crise a également mis en lumière les faiblesses de la réglementation et de la supervision du secteur financier et, de manière générale, les déficiences du système financier et monétaire international. Au vu de l'interdépendance des marchés financiers et de l'économie mondiale, il était essentiel que les réformes du secteur financier soient initiées au niveau

international. Cette coordination au niveau international est, de surcroît, indispensable pour réduire les possibilités d'arbitrages réglementaires et assurer des conditions de concurrence égales.

Dans ce contexte, les chefs d'État et de gouvernement du G20 se sont réunis à de multiples reprises depuis le premier sommet à Washington en novembre 2008 dans le but de redessiner les lignes stratégiques de la nouvelle architecture financière mondiale et d'assurer une croissance mondiale durable, plus équilibrée et créatrice d'emplois. Le Comité de stabilité financière (*Financial Stability Board* – FSB) a été chargé de développer et de promouvoir la mise en œuvre d'une réglementation et d'une supervision financières efficaces. Il s'est, en outre, vu confier la tâche de coordonner au niveau international les travaux des autorités nationales et des différentes instances internationales en matière de réglementation et supervision financières, telles que le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire. Les responsabilités du Fonds monétaire international (FMI) ont, quant à elles, été étendues notamment à la surveillance multilatérale des déséquilibres externes.

L'année 2010 avait été marquée par d'importants avancements dans le domaine de la régulation financière, avec l'accord important intervenu le 20 novembre 2010 entre les chefs d'État et de gouvernement du G20, relatif au renforcement des normes prudentielles de solvabilité et de liquidité, sur la base des travaux du Comité de Bâle. L'objectif de ces nouvelles règles, dites de Bâle III, est d'améliorer la capacité du secteur bancaire à absorber des chocs en cas de situation de crise et à ainsi permettre au secteur de continuer à jouer son rôle d'intermédiaire financier, tout en réduisant les interventions publiques. Les nouvelles mesures en termes de solvabilité visent à améliorer la qualité et la quantité des fonds propres requis, à accroître l'harmonisation au niveau international ainsi qu'à assurer une meilleure couverture des risques. En matière de liquidité, le Comité de Bâle a introduit deux normes minimales. La première vise à évaluer si un établissement de crédit peut survivre à une période de stress durant un mois sans devoir faire appel à des mesures d'aide exceptionnelle. La seconde a pour objectif d'assurer que les actifs des établissements de crédit sont financés par des ressources stables. Les règles de Bâle III sont présentées plus en détail aux sections 2.2.2 et 3.2.2 du présent Rapport. Les chefs d'État et de gouvernement du G20 se sont engagés à mettre en œuvre ces mesures selon le calendrier fixé par le Comité de Bâle.

En 2011, les avancées concrètes en matière de réformes ont été quelque peu occultées par la crise souveraine en Europe et il n'a pas été possible d'aboutir à des décisions

(1) Article 12bis, § 2, de la loi du 22 février 1998 fixant le statut organique de la Banque nationale de Belgique.

concrètes et précises dans tous les domaines prioritaires fixés initialement par le G20. Les principaux éléments décidés lors de l'année sous revue, en ce compris les décisions des chefs d'État et de gouvernement lors du sommet de Cannes les 3 et 4 novembre derniers, sont au nombre de quatre.

Premièrement, l'expérience récente a montré que de nombreuses institutions financières et notamment les EFIS, ne détenaient pas suffisamment de fonds propres pour faire face à des périodes de crise. Ces grandes institutions dites *too big to fail* nécessitent toutefois, en cas de difficultés financières, une intervention par les autorités publiques sous peine de mettre en péril la stabilité financière. Afin de réduire le risque de crise financière et le risque d'aléa moral pour ces entités, le G20 s'est accordé sur un ensemble de mesures visant à renforcer la supervision et la régulation des établissements financiers d'importance systémique mondiale (*global systemically important financial institutions – G-SIFIs*), conformément aux recommandations du FSB⁽¹⁾. Ce nouveau dispositif global prévoit notamment des exigences en capital supérieures à partir de 2016, dont le montant varie entre 1 % et 2,5 % (en pourcentage des actifs pondérés par les risques) en fonction du caractère systémique de l'établissement considéré. Cette exigence sera introduite progressivement à partir du 1^{er} janvier 2016 pour devenir entièrement effective à partir du 1^{er} janvier 2019. Un montant de 1 % complémentaire pourra par ailleurs être imposé aux établissements qui augmenteraient leur importance systémique. Ces normes supplémentaires devront permettre l'absorption des pertes et ainsi de réduire le coût des interventions publiques. Ce nouveau cadre prévoit, en outre, une supervision renforcée et plus efficace, ainsi que des exigences en matière de coopération transnationale et d'élaboration de plans de redressement et de résolution. Le FSB a publié en novembre 2011 la liste de 29 G-SIFIs, qui devront respecter les nouvelles règles. Cette liste sera mise à jour chaque année en novembre. Notons que pour la Belgique, Dexia est la seule institution qui figure sur cette liste. Cette liste a toutefois été établie sur la base de données de 2009 avant le démantèlement du groupe franco-belge et Dexia sera donc radiée de la liste. Une première évaluation globale de la mise en œuvre de ces mesures au niveau national est prévue pour la fin de 2012. La Banque a également, conformément à l'article 36/3, § 2, de la loi organique de la Banque, mis sur pied une méthodologie cohérente avec celle développée au niveau international afin d'identifier les établissements systémiques nationaux (cf. section 3.1.3).

Deuxièmement, les marchés de dérivés négociés de gré à gré peuvent constituer des risques importants pour la stabilité du système financier mondial au vu de leur taille

et du manque de transparence de ce type de marchés. Ces déficiences ont été notamment mises en avant dans le cadre de la défaillance de Lehman Brothers. Dans ce contexte, le G20 s'était engagé, dès 2009, à réguler ces marchés. Au sommet de Cannes, les chefs d'État et de gouvernement du G20 ont rappelé leur ferme volonté de voir les contrats de produits dérivés négociés de gré à gré échangés sur des plates-formes d'échange ou via des plates-formes de négociation électroniques et compensés par des contreparties centrales d'ici la fin de 2012. Ces contrats devront, en outre, être enregistrés dans des bases de données centrales, facilitant ainsi la transparence et la supervision (cf. section 2.2.5). Afin d'encourager les institutions bancaires à recourir à des contreparties centrales, les contrats ne faisant pas l'objet d'une compensation centralisée seront soumis à des exigences en fonds propres plus élevées. Compte tenu des constats établis jusqu'ici par le FSB en matière d'avancées⁽²⁾, d'importantes mesures, notamment en termes législatifs, devront être prises rapidement en vue d'atteindre les objectifs fixés par le G20. Le groupe de travail du FSB « OTC Derivatives » sera chargé de suivre activement la cohérence de la mise en œuvre de ces réformes.

Troisièmement, les réformes de la réglementation des institutions de crédit seraient vaines si le système bancaire parallèle (*shadow banking*) était laissé non régulé. En effet, la non-régulation de ces entités risquerait d'entraîner des arbitrages réglementaires importants et pourrait inciter les institutions financières régulées à contourner les règles qui leur sont applicables en développant leurs activités via le système bancaire parallèle. Or, ces entités représentent, selon les données collectées par le FSB, environ 60 000 milliards de dollars des États-Unis, soit environ 50 % des actifs bancaires. Compte tenu de leur importance et leur lien étroit avec le système bancaire régulé, ces institutions peuvent être une source importante de risques systémiques. Afin d'éviter ces effets pervers, les chefs d'État et de gouvernement du G20 ont décidé de renforcer la régulation et la supervision du système bancaire parallèle, conformément aux recommandations du FSB⁽³⁾. Cinq domaines ont été identifiés par le FSB : (i) les banques qui ont une interaction avec les institutions du système bancaire parallèle, (ii) les organismes de placement collectif monétaires (*money market funds*), (iii) les autres entités du système bancaire parallèle, (iv) la titrisation et (v) les activités liées aux prêts de titres. Les détails techniques doivent toutefois encore être établis et le FSB devra poursuivre les travaux

(1) Voir notamment le document du FSB *Policy Measures to Address Systemically Important Financial Institutions*, 4 novembre 2011.

(2) *Second progress report on OTC derivatives market reforms implementation*, 11 octobre 2011.

(3) *Shadow Banking: Strengthening Oversight and Regulation, Recommendations of the Financial Stability Board*, 27 octobre 2011.

en la matière. Ces chantiers pourraient, toutefois, évoluer à l'avenir en fonction de l'innovation financière.

Quatrièmement, les pratiques en matière de rémunération ont contribué à la prise de risques parfois démesurés par les institutions financières et de la sorte, elles ont aggravé la crise. Dans ce contexte, le FSB⁽¹⁾ a, dès 2009, édicté des normes visant à renforcer la gouvernance et la transparence des rémunérations et à aligner davantage la rémunération et la gestion des risques. L'ex-CBFA a, dès la fin 2009, repris ces principes dans une circulaire⁽²⁾. En Europe, la politique de rémunération est soumise depuis le 1^{er} janvier 2011 à des règles plus strictes⁽³⁾.

Bien que le FSB ait relevé, dans le cadre du suivi de l'examen par les pairs (*peer review*⁽⁴⁾), des avancées dans l'implémentation des principes et des normes relatives aux pratiques de rémunération, plus de 40 % des juridictions membres du FSB ne respectent toujours pas ces nouvelles règles. Dès lors, le G20 a réitéré sa volonté que les normes établies par le FSB soient mises en œuvre le plus rapidement possible. Par ailleurs, le G20 s'est accordé sur la nécessité d'envisager des lignes directrices supplémentaires sur la définition des « preneurs de risques significatifs » et sur le champ d'application (cf. section 2.2.7).

Des progrès importants ont également été réalisés dans le domaine de la lutte contre le blanchiment et le financement du terrorisme, avec une adhésion croissante des États membres aux principes édictés par le FSB (cf. section 2.2.6). Les chefs d'État et de gouvernement du G20 ont, par ailleurs, rappelé l'importance des travaux relatifs, premièrement, à la réduction de la dépendance des autorités et des établissements financiers à l'égard des notations de crédit externes, et ensuite, aux normes comptables internationales (cf. section 2.2.9) et, enfin, à la mise en œuvre coordonnée de cadres d'actions et d'outils macro-prudentiels afin de limiter l'accumulation de risques dans le secteur financier.

Suite aux décisions des chefs d'État et de gouvernement du G20, la surveillance et le suivi de la mise en œuvre des réformes de la réglementation financière sera intensifiée. Le FSB, en collaboration avec d'autres instances internationales, est chargé de coordonner et d'assurer le suivi de la mise en œuvre des différentes réformes. Le suivi se fera sous la forme d'un tableau de bord. Ce dernier sera présenté annuellement aux chefs d'État et de gouvernement du G20 et reprendra les progrès et les déficiences observés.

Par ailleurs, la gouvernance du FSB sera également revue. Le FSB sera doté d'une assise institutionnelle appropriée, avec une personnalité morale. La composition du comité

directeur sera revue afin d'inclure des représentants de la présidence du G20 et des membres des principaux systèmes financiers, ainsi que les régions et les centres financiers non représentés actuellement. Des groupes régionaux seront ainsi créés, permettant une plus grande représentativité. La Belgique fait désormais partie du Groupe régional européen.

2.2.2 Exigences en fonds propres et cadre de Bâle III

En juillet 2009, et comme première réponse à la crise financière, le Comité de Bâle a formulé des propositions, dites Bâle 2.5, visant à renforcer les exigences en fonds propres relatives aux titrisations et aux risques de marché du portefeuille de négoce. Ces propositions ont été reprises dans la directive européenne 2010/76/UE (*capital requirements directive III* – CRD III) qui devait être transposée par les États membres de l'UE pour la fin de l'année 2011. En ce qui concerne le régime de la titrisation, la CRD III introduit des pondérations de risque spécifiques pour les opérations de retitrisation. Celles-ci sont plus importantes que celles applicables aux opérations de titrisation traditionnelles, afin de tenir compte du risque accru de telles expositions. Par ailleurs, dans le cadre de programmes *asset-backed commercial paper* (ABCP), la directive n'autorise plus les établissements à utiliser les notations externes attribuées au papier commercial lorsque ceux-ci fournissent également un soutien au programme ABCP, par exemple au moyen d'une ligne de liquidité.

Dans le cas du portefeuille de négoce, les modifications introduites par la CRD III affectent principalement le traitement du risque spécifique de position ainsi que les exigences qualitatives et quantitatives applicables aux modèles internes. Dans ce contexte, la directive introduit une charge supplémentaire pour le risque de défaut et de migration. Le risque spécifique pour les positions sur actions est quant à lui relevé de 4 % à 8 %. Dans le cadre de l'utilisation de modèles internes tant pour risque spécifique que pour risque général, la directive requiert par ailleurs des établissements qu'ils calculent une exigence en fonds propres supplémentaire fondée sur la valeur en risque (*value-at-risk*) en période de tension sur les marchés financiers (*stressed VaR*).

(1) *Principles of Sound Compensation Practices*, 2 avril 2009.

(2) Circulaire 2009_34 du 26 novembre 2009.

(3) Directive 2010/76/EU du Parlement Européen et du Conseil du 24 novembre 2010 modifiant les directives 2006/48/CE et 2006/49/CE en ce qui concerne les exigences de fonds propres pour le portefeuille de négociation et pour les retitrisations, et la surveillance prudentielle des politiques de rémunération, JO L 329 du 14 décembre 2010.

(4) *Follow up peer review on compensation practices*, 11 octobre 2011.

La directive prévoit également que le traitement des opérations de titrisation et de retitrisation du portefeuille de négoce soit aligné avec celui du portefeuille bancaire. La directive reconnaît toutefois dans ce cadre une période transitoire, jusqu'au 31 décembre 2013, pendant laquelle les établissements calculeront leurs exigences en fonds propres sur la base du maximum des exigences obtenues sur les positions longues nettes ou sur les positions courtes nettes. En outre, la directive introduit également un traitement spécifique pour les activités de négoce basées sur la corrélation de défauts (*correlation trading*).

Finalement, la CRD III a prolongé, jusqu'à la fin de 2011, la disposition de la directive 2006/48/CE qui prévoit que les exigences en fonds propres qui sont calculées au moyen d'un modèle interne approuvé par l'autorité de contrôle ne puissent être inférieures à 80 % des exigences calculées selon les méthodes standardisées prévues dans la directive. Cette directive a également étendu aux actifs évalués à la juste valeur en dehors du portefeuille de négoce, l'obligation de procéder à des ajustements de valeur complémentaires afin de tenir compte des incertitudes liées à la valorisation comme cela était déjà prévu pour les positions du portefeuille de négoce.

Ces dispositions ont été transposées dans le règlement de la Banque du 15 novembre 2011 relatif aux fonds propres des établissements et des entreprises d'investissement qui, à la fin de la période sous revue, n'avait pas encore été entériné par arrêté royal.

À la fin de l'année 2010, le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire a formulé des propositions complémentaires visant à renforcer les standards internationaux prudentiels en matière de solvabilité et à introduire des exigences uniformes en matière de liquidité.

Ces propositions, approuvées par le Groupe des gouverneurs de banque centrale et des responsables du contrôle bancaire, ainsi que par le G20, le 20 novembre 2010, ont fait l'objet d'une publication du Comité de Bâle dans deux documents intitulés « Basel III: a global regulatory framework for more resilient banks and banking systems » qui traite essentiellement des normes de solvabilité et « Basel III: International framework for liquidity risk measurement, standards and monitoring » qui traite des normes de liquidité.

Ces nouvelles normes en matière de solvabilité et de liquidité constituent un maillon important visant à renforcer la solidité du secteur bancaire après la crise financière. L'objectif est d'améliorer la capacité du secteur à absorber des pertes en cas de situation de crise, qu'elle soit d'ordre économique ou financière, et à pouvoir continuer à

octroyer des crédits aux agents économiques. Ces propositions complètent celles formulées par le Comité de Bâle en matière de gouvernance, de gestion des risques, de transparence des marchés et de mécanismes de résolution des groupes bancaires internationaux.

Suite à la publication des propositions du Comité de Bâle, la CE a également publié, le 20 juillet 2011, sa proposition de texte de directive et de règlement européens visant à transposer les normes dites de Bâle III au sein de l'UE. Les négociations entre la CE et le Conseil portant sur ce texte ont débuté au quatrième trimestre de 2011.

La proposition de texte soumise par la CE rencontre deux objectifs principaux.

Le premier consiste en une harmonisation maximale des règles applicables par les établissements de crédit en matière de solvabilité et de liquidité dans l'optique de créer un marché intérieur unique en matière de services financiers. À cette fin, la CE propose de supprimer un maximum de discrétions nationales actuellement présentes dans la directive bancaire, mais aussi de remplacer une partie de la directive par un règlement européen directement applicable aux établissements de crédit en vue d'une harmonisation maximale. Les dispositions qui doivent être appliquées par les États membres, notamment celles définissant les pouvoirs des autorités compétentes tels que les pouvoirs de sanction ou d'imposer dans certaines circonstances des exigences complémentaires en matière de fonds propres ou de liquidité, seront reprises dans une directive d'harmonisation minimale. Le règlement européen reprendra les dispositions directement applicables aux établissements de crédit, notamment les normes minimales en matière de fonds propres et de liquidité, ainsi que les modalités de calcul de ces normes. En pratique, cela signifie que les États membres disposeront d'une liberté plus limitée d'imposer des normes plus sévères pour l'ensemble du secteur en ce qui concerne les exigences minimales en matière de fonds propres et de liquidité. Ils pourront toutefois imposer des exigences complémentaires, tant en termes de fonds propres que de liquidité, soit dans le cadre de l'approche dite pilier 2, c'est-à-dire pour des établissements sur une base individuelle afin de tenir compte de leur profil spécifique de risque, soit en imposant un matelas supplémentaire de fonds propres. Cette proposition visant à une harmonisation maximale fait encore l'objet d'un débat entre la CE et les États membres de l'UE. Bien que l'approche visant à reprendre dans un règlement les dispositions applicables par les établissements de crédit a l'avantage de créer un cadre harmonisé au niveau européen, elle limite la capacité d'intervention des États membres en les empêchant d'augmenter les exigences en matière de fonds propres ou de liquidité à titre général pour l'ensemble du secteur

si cela s'avère nécessaire pour prévenir la survenance de risques systémiques, et notamment, si cela était recommandé par des autorités européennes tels l'EBA ou le CERS. Un certain nombre d'États membres estime que la responsabilité première en matière de prévention de risques systémiques est du ressort des autorités nationales dans la mesure où le coût d'une crise financière est supporté essentiellement par l'État membre concerné et qu'en conséquence, ceux-ci doivent disposer de tous les outils macroprudentiels nécessaires.

La transposition dans le droit européen des normes dites de Bâle III constitue le second objectif rencontré par la proposition de la CE. Le contenu du texte qui est explicité ci-dessous couvre essentiellement la nouvelle définition du capital réglementaire, la nouvelle calibration des exigences minimales, l'introduction de matelas en fonds propres complémentaires, l'introduction d'un ratio de couverture de liquidité (*liquidity coverage ratio* – LCR) à titre indicatif jusqu'au 1^{er} janvier 2015 et obligatoire par après, l'introduction d'un ratio d'endettement (*leverage ratio*) au titre du pilier 2 avec l'intention de l'imposer de manière obligatoire après 2018, et les mesures transitoires proposées par le Comité de Bâle. Les propositions du Comité de Bâle relatives aux établissements présentant un risque systémique pour la stabilité financière globale ne sont pas reprises dans la proposition de texte de la CE, mais devraient être introduites ultérieurement. Par ailleurs, la CE continue de travailler à sa proposition de directive relative à un cadre de gestion et de résolution de crise en Europe (cf. section 2.2.3). Cette proposition de directive devrait prendre en considération certaines propositions du Comité de Bâle, notamment celles relatives à la possibilité de convertir en capital *Tier 1* de base (*common equity Tier 1 capital* – CET1), comprenant les actions ordinaires et les réserves, des instruments de dettes subordonnés (ou *Tier 2*) et, le cas échéant, des dettes seniors (*bail in*).

Les propositions de la CE en matière de solvabilité visent essentiellement à renforcer la qualité et la quantité des fonds propres requis, à assurer une meilleure couverture des risques par des exigences adaptées et à introduire dans les normes de solvabilité des éléments de type macroprudentiel afin de limiter les risques systémiques résultant de la procyclicalité et de l'interconnexion entre les établissements financiers.

La crise a rappelé que les risques devaient être couverts par des fonds propres de bonne qualité, les pertes étant absorbées en premier lieu par du capital et des réserves. Il a été également constaté que les définitions de fonds propres entre les différents pays étaient inconsistantes et qu'il y avait un manque de transparence sur la qualité réelle des fonds propres des établissements financiers.

La CE propose une révision de la définition des fonds propres en mettant l'accent sur la notion de CET1 qui reprend exclusivement le capital représenté par des actions rencontrant certains critères d'éligibilité et les réserves. La proposition de la CE est quelque peu différente de celle du Comité de Bâle dans la mesure où ce dernier propose explicitement d'accepter uniquement les actions ordinaires dans le CET1. Cela résulte de l'absence de définition uniforme d'«action ordinaire» au niveau européen, compte tenu des différences existant en droit des sociétés entre les États membres. La CE propose également une harmonisation des déductions et ajustements à opérer sur les fonds propres, par exemple, la déduction des *goodwills* ou des participations dans d'autres établissements financiers en les appliquant généralement au niveau du CET1. Le projet européen prévoit par contre la possibilité de consolider les entreprises d'assurance au lieu de déduire les participations dans celles-ci, conformément à ce qui avait été proposé par le Comité de Bâle, cela afin de tenir compte de la structure des groupes financiers européens qui développent conjointement des activités de banque et d'assurance.

Pour constituer les fonds propres *sensu stricto* ou *Tier 1*, les établissements pourront toujours tenir compte, outre les éléments de CET1, des instruments de dettes hybrides pour autant qu'ils soient perpétuels, offrent une flexibilité totale en matière de paiement de rémunération, et permettent de couvrir les pertes si nécessaire, ceux-ci constituant alors le capital *Tier 1* additionnel. Cette nouvelle définition des fonds propres *Tier 1* et du CET1 est beaucoup plus sévère que l'actuelle définition en ce sens que les éléments à déduire des fonds propres ont été étendus, notamment aux actifs d'impôts différés, que des ajustements prudentiels qui ont eu tendance à augmenter les fonds propres ont été supprimés et que les critères d'éligibilité des instruments en fonds propres ont été revus pour assurer qu'ils supportent des pertes en cas de continuité des activités et en cas de liquidation. Les instruments subordonnés avec une maturité minimale de 5 ans peuvent continuer à être pris en considération pour calculer les fonds propres totaux au titre de capital *Tier 2*.

Dans sa proposition, la CE tient compte des propositions du Comité de Bâle visant à renforcer les exigences en matière de fonds propres pour les risques de crédit sur les activités en dérivés en imposant une charge en capital pour les pertes potentielles de valeur de marché résultant de la dégradation de la qualité de crédit de la contrepartie.

Afin de tenir compte du risque systémique résultant de l'interconnexion entre les établissements de crédit de grande taille, notamment due au marché des dérivés, les exigences en fonds propres relatives aux expositions interbancaires ont également été augmentées. En parallèle,

des incitants sont donnés pour utiliser les organismes de compensation (*clearing*) centralisés pour ce qui concerne l'activité en dérivés en vue de réduire le risque de crédit.

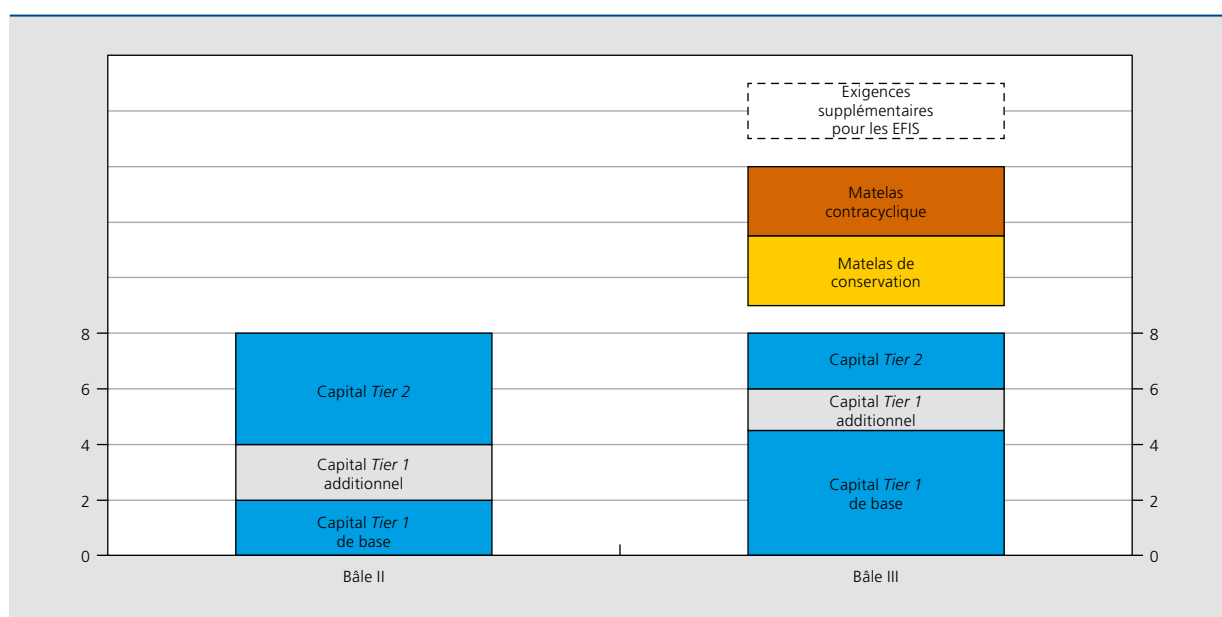
Afin de réduire l'effet procyclique des normes de solvabilité, la proposition de la CE est d'imposer aux établissements la constitution de matelas de capital au-delà du minimum requis. En l'occurrence, les établissements devraient avoir un matelas fixe minimum de CET1 appelé matelas de conservation (*capital conservation buffer*), au-delà du minimum requis. Les superviseurs pourraient décider d'augmenter ce matelas lorsqu'il est constaté une croissance excessive des crédits dans l'économie par un second matelas appelé contracyclique (*countercyclical capital buffer*). Si l'établissement ne dispose pas de suffisamment de fonds propres pour couvrir l'exigence minimale et les matelas requis, le superviseur lui imposera des restrictions quant à la distribution de dividendes aux actionnaires. En cas de crise, le superviseur pourra aussi décider de diminuer le niveau des matelas requis afin de permettre au secteur bancaire de pouvoir continuer à accorder des crédits aux agents économiques.

Un des constats de la crise financière est qu'un certain nombre d'établissements ont augmenté excessivement leur taux d'endettement durant la période de croissance précédant la crise. Ils ont toutefois dû diminuer rapidement ce taux d'endettement lorsque la crise s'est manifestée. Afin de limiter ce risque de réduction rapide du taux

d'endettement (*deleveraging*), la CE, en ligne avec les propositions du Comité de Bâle, propose d'imposer à terme un ratio complémentaire d'endettement, qui limitera le volume total des activités par rapport aux fonds propres, cela notamment afin de limiter une croissance excessive du volume des crédits durant les périodes de croissance. Dans un premier temps, ce ratio ne sera pas contraignant afin d'affiner la calibration de celui-ci. Ce ratio sera complémentaire au ratio de solvabilité de l'établissement et comparera le volume total des activités calculé de manière simplifiée, en se basant sur les données comptables brutes, aux fonds propres. Le ratio d'endettement permettra de limiter le risque d'erreur lié à la modélisation du volume des risques, au moyen de pondérations ou de paramètres de risque (notamment la probabilité de défaut et la perte en cas de défaut), dans le calcul du ratio de solvabilité. Le niveau minimal du ratio d'endettement n'est pas défini dans la proposition de la CE alors que le Comité de Bâle avait proposé un niveau de 3%. Cela est justifié par le fait que ce ratio devrait être appliqué à titre indicatif, dans l'attente de la finalisation de sa calibration, jusqu'au 1^{er} janvier 2018, date à laquelle il devrait devenir un ratio minimum obligatoire.

Les exigences actuelles prévoient que les fonds propres totaux doivent couvrir 8% des actifs pondérés par les risques. Les fonds propres totaux doivent par ailleurs être composés pour moitié de fonds propres dits *Tier 1* qui eux-mêmes peuvent être composés pour moitié de capital

GRAPHIQUE 30 EXIGENCES MINIMALES EN MATIÈRE DE CAPITAL RÉGLEMENTAIRE DE BÂLE II ET BÂLE III
(pourcentage des actifs pondérés par les risques)



Source : Comité de Bâle.

Tier 1 additionnel. En pratique, cela signifie que le ratio *Tier 1* de base minimum est de 2 % et le ratio *Tier 1* est de 4 % sur la base des directives européennes.

Sur la base de l'analyse des crises bancaires, le Comité de Bâle a constaté que ce niveau d'exigence était insuffisant pour assurer que les établissements puissent résister suffisamment à ces crises. Le Comité de Bâle a dès lors proposé une nouvelle calibration des exigences minimales qui est de fixer le niveau minimum de CET1 requis à 4,5 % des actifs pondérés par les risques, alors que le niveau minimum de capital *Tier 1* sera de 6 % et le niveau minimum du total des fonds propres sera de 8 %. À ce niveau minimum requis, s'ajoute un matelas de conservation de 2,5 % à couvrir par du CET1, ce qui porte en pratique le montant de CET1 à constituer à tout moment à 7 %. En cas de croissance excessive des crédits, un matelas contracyclique de maximum 2,5 % de CET1 devra être constitué. En pratique, ces nouveaux minima sont au moins trois fois supérieurs aux exigences actuelles. Conformément à ce qui est précisé à la section 2.2.1, les

établissements financiers d'importance systémique (EFIS) devraient supporter une exigence complémentaire allant de 1 % à 2,5 % de CET1. La CE doit encore compléter sa proposition à cet égard. Le Comité de Bâle a procédé en 2010 à une étude de l'impact de ces nouvelles normes (cf. encadré 4).

La proposition de texte de la CE reflète fidèlement la proposition du Comité de Bâle en matière de calibration des exigences en fonds propres. La proposition de la CE autorise par ailleurs les États membres à imposer un matelas contracyclique d'un niveau supérieur à 2,5 %. L'excédent par rapport au seuil de 2,5 % ne s'appliquera toutefois qu'aux établissements de droit local dans l'État membre concerné, avec possibilité pour les autres États membres d'imposer de manière volontaire la même exigence à leurs propres établissements financiers. Pour limiter l'impact de ces nouvelles exigences sur la croissance économique, la CE propose de les introduire de manière progressive à partir du 1^{er} janvier 2013 afin d'avoir une application complète au 1^{er} janvier 2019.

Encadré 4 – Résultats des études quantitatives d'impact réalisées dans le cadre de Bâle III

Dans le cadre de l'implémentation de Bâle III, le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire a publié en décembre 2010 une étude quantitative visant à évaluer l'impact (*quantitative impact study* – QIS) pour le système bancaire global de ces nouvelles règles en matière de qualité et de niveau de capital, d'amélioration de l'évaluation des risques, de limitation d'effet de levier excessif et de liquidité. Cet exercice, réalisé par 263 banques de 23 pays, dont 94 ayant un capital *Tier 1* supérieur à 3 milliards d'euros, actives internationalement et ayant des activités diversifiées (banques du Groupe 1), se basait sur les chiffres à fin décembre 2009. Un exercice similaire a été réalisé au niveau européen.

L'exercice ne prenait pas en compte les mesures transitoires, comme l'introduction progressive des déductions et des nouveaux ratios de capital. Il faisait l'hypothèse d'une application complète et immédiate à fin 2009 des nouvelles règles de Bâle III, excluant toute action possible des banques, notamment en termes de levée de capital, de modification de portefeuille ou de mise en réserve des profits générés.

Sous ces hypothèses très strictes, le ratio moyen de CET1 était de 5,7 % pour les banques du Groupe 1 et de 7,8 % pour les banques du Groupe 2 (constitué des banques n'appartenant pas au Groupe 1).

Par rapport au minimum de 7 % de CET1 par établissement, qui inclut l'exigence minimale de 4,5 % et le matelas de conservation de 2,5 %, l'insuffisance globale de capital était de 577 milliards d'euros pour les banques du Groupe 1 à la fin de 2009 et de 25 milliards d'euros pour les banques du Groupe 2.

Le ratio *Tier 1* de base, sous le régime de Bâle III, est, comparé au ratio *Tier 1* actuel, influencé par les modifications apportées à la définition du capital éligible et, dans une moindre mesure, au calcul des actifs pondérés par les risques. L'augmentation des actifs pondérés par les risques affecte davantage les établissements du Groupe 1 (23 % en moyenne) que les banques du Groupe 2 (4 % en moyenne).



Le ratio d'endettement était, en moyenne, de 2,8 % pour les banques du Groupe 1 et de 3,8 % pour les banques du Groupe 2. Ces ratios sont à comparer au minimum de 3 % fixé actuellement à titre indicatif.

Depuis la réalisation de cet exercice, les banques ont continué à accroître le niveau de leur capital au travers d'émissions d'actions et de la mise en réserve de bénéfices. Elles ont également modifié la composition de leurs portefeuilles. Néanmoins, la conjoncture actuelle ne facilite pas la rencontre rapide des nouvelles exigences de Bâle III. Il est donc important que les banques prennent les mesures nécessaires afin de répondre dès que possible aux nouvelles exigences en matière de solvabilité et d'endettement.

Les études quantitatives d'impact que le Comité de Bâle a organisées visaient également les positions des banques participantes en ce qui concerne les deux normes de liquidité harmonisées développées par le Comité de Bâle. Il s'agit du ratio de couverture de liquidité (LCR) et du ratio net de financement stable (*net stable funding ratio* – NSFR), qui visent à ce que les positions de liquidité tant à court terme que plus structurelle des établissements de crédit soient suffisamment solides (cf. aussi section 3.2.2).

Il ressort des résultats portant sur le LCR que l'échantillon des banques participantes détenait, à la fin décembre 2009, un matelas d'actifs liquides leur permettant de satisfaire, en moyenne, 83 % (Groupe 1) et 98 % (Groupe 2) de leurs besoins de financement dans l'hypothèse de la matérialisation du scénario simulé. Près de la moitié des banques participantes (46 %) disposaient déjà de matelas d'actifs liquides suffisants pour satisfaire au LCR. Ces matelas sont en grande partie constitués d'espèces (5 %), de réserves auprès de la banque centrale (19 %) et d'emprunts d'État dont la pondération est nulle selon l'approche standardisée de Bâle II pour le risque de crédit. Pour les banques belges participantes, ce ratio semble généralement plus strict que la norme réglementaire belge en matière de stress tests. Même si les deux normes se fondent sur la même méthodologie et visent à doter la banque d'un matelas de liquidités suffisant pour résister à un scénario d'un mois de crise, plusieurs paramètres définissant le volume du matelas de liquidités et le scénario de crise diffèrent entre les deux ratios. C'est principalement le fait que le ratio Bâle III n'accepte pas que tous les actifs utilisés par les établissements de crédit comme garantie dans les transactions avec les banques centrales soient inclus dans le matelas de liquidités qui fait que certains établissements de crédit devront encore consentir des efforts pour respecter le LCR lors de son entrée en vigueur prévue au début de 2015. Pour y parvenir, les banques peuvent notamment adapter la composition de leur matelas de liquidités, réduire le financement à court terme qu'elles recueillent sur le marché ou les besoins de liquidités potentiels liés aux activités hors bilan. L'un dans l'autre, l'introduction de la norme réglementaire belge semble avoir déjà donné lieu à des efforts visant à améliorer la position de liquidité d'établissements de crédit belges, efforts qui faciliteront également le passage au LCR. La crise souveraine empêche toutefois de prendre des mesures supplémentaires pour améliorer la position de liquidité à court terme.

Les résultats de l'étude d'impact indiquent par ailleurs que les banques participantes, belges et étrangères, qui recourent largement aux dépôts de la clientèle de détail satisfont déjà au second ratio de Bâle III, le NSFR. Ce ratio s'élevait, en moyenne, à la fin de l'année 2009, respectivement à 93 % et 103 % pour l'échantillon international de banques participantes des Groupes 1 et 2. Ce ratio ne devrait entrer en vigueur qu'au début de 2018, ce qui donnera aux établissements qui ne satisfont pas encore le temps de prendre des mesures pour renforcer leur position de liquidité structurelle.

2.2.3 Évolution du cadre de gestion de crise

La Belgique a adapté en 2010, à travers la loi du 2 juin visant à compléter les mesures de redressement applicables aux établissements de crédit, entreprises d'assurance et organismes de liquidation, son cadre de gestion de crise bancaire. La mesure dans laquelle celui-ci devra être

revu au cours des prochains mois dépendra en partie des évolutions européennes en la matière.

Un élément-clé de ces discussions devrait être la proposition de directive de la CE, non encore publiée, relative à la gestion de crise, qui concerne en grande partie le secteur bancaire. Cette proposition de directive devrait

harmoniser les approches des autorités nationales sur une série de dimensions. Elle s'attacherait à l'ensemble de la séquence de gestion de crise, de la préparation à l'intervention précoce jusqu'à la résolution et au financement de celle-ci. Ainsi, elle aborderait un élément essentiel de la préparation que sont les plans de redressement et de résolution. Ceux-ci devraient permettre à la fois aux institutions de crédit et à leurs autorités de mieux se préparer à un cas de crise, en explorant préalablement les différentes options potentiellement disponibles pour gérer ce dernier. Cette préparation permet, en temps normal, d'identifier les obstacles à une résolution de crise ordonnée et d'en diminuer l'importance. Ensuite, la proposition de directive vise à harmoniser les pouvoirs des autorités de supervision et de résolution, à la fois dans un contexte de pré-crise, où des mesures préventives peuvent s'avérer nécessaires, et dans un cas de crise, au cours duquel des mesures curatives et de résolution devront être mises en œuvre. La proposition de la CE pourrait augmenter considérablement les pouvoirs de la plupart des autorités de résolution nationales, dans la mesure où elle pourrait prévoir, en dernier ressort, la possibilité de faire participer les créanciers en cas de crise (*bail in*) plutôt que les autorités nationales (*bail out*). De plus, elle devrait prévoir des mécanismes de coordination entre autorités nationales en cas de mise en œuvre de mesures transfrontalières et un rôle de médiation de l'EBA en cas de désaccord entre autorités nationales. De même, ces propositions devraient inclure un volet lié au financement des crises, via la mise en place de fonds de résolution destinés à permettre une gestion méthodique des défaillances sans déstabiliser le système financier et agissant en complément aux fonds de garantie des dépôts.

Par ailleurs, il convient aussi de noter les initiatives européennes visant à harmoniser de manière plus importante le fonctionnement de fonds de garantie des dépôts et à augmenter leur capacité d'intervention. La proposition de directive présentée par la CE vise également à ce que les déposants jouissent d'une protection identique à travers toute l'Europe. Elle prévoit en outre l'instauration de mécanismes de coopération transfrontalière entre les fonds de protection nationaux.

2.2.4 Assurances

Développements dans l'UE: Solvabilité II

Ces dernières années, le secteur européen de l'assurance a connu une série de changements fondamentaux. Les circonstances difficiles dans lesquelles le secteur a évolué au début de la décennie passée, et les lacunes du cadre réglementaire et de contrôle actuel (Solvabilité I), ont

incité les autorités de contrôle à modifier la manière dont la position de solvabilité des entreprises d'assurance est réglementée. Contrairement aux règles qui prescrivent les exigences en fonds propres des banques, lesquelles reposent sur le cadre de Bâle mis au point par le Comité de Bâle, le cadre de solvabilité des entreprises d'assurance et de réassurance est une question purement européenne.

Le Parlement européen et le Conseil européen ont approuvé la directive-cadre Solvabilité II le 25 novembre 2009 et, par conséquent, ont pu prendre en compte l'impact de la crise financière. Ce texte, qui a été présenté officiellement par la CE le 10 juillet 2007, renferme les principes de base d'un nouveau régime de solvabilité entièrement axé sur le profil de risque des entreprises d'assurance et de réassurance et qui remplace les exigences du cadre Solvabilité I actuel. Dans le même temps, cette directive comporte une refonte des directives existantes les plus importantes pour le secteur de l'assurance. Solvabilité II s'appliquera à toutes les entreprises d'assurance et de réassurance de l'UE (environ 5 000 entreprises et associations d'assurances mutuelles).

Pour la CE, les objectifs du régime Solvabilité II sont d'améliorer la réglementation, d'approfondir l'intégration du marché de l'assurance de l'UE, d'accroître encore l'efficacité de la protection des consommateurs et de renforcer la compétitivité du secteur. En effet, la réglementation actuelle est jugée dépassée dans la mesure où elle n'est pas prospective, ne couvre pas tous les risques et n'incite pas véritablement les entreprises à améliorer leur gestion des risques. Par ailleurs, la réglementation existante n'a pas permis d'uniformiser les modalités de calcul des provisions techniques tandis que les exigences en fonds propres ne sont pas sensibles aux risques et sont de plus antinomiques, en ce sens qu'une plus grande prudence dans l'évaluation des provisions techniques pousse à la hausse les exigences en fonds propres. Enfin, les exigences en matière de bonne gestion et de bonne organisation de l'entreprise ne sont pas suffisamment précises.

La directive Solvabilité II se fonde sur plusieurs lignes de force:

- cohérence par rapport à la réalité économique, ce qui signifie évaluation cohérente de l'actif et du passif par rapport aux prix de marché;
- sensibilité aux risques, ce qui implique que les exigences en matière de fonds propres se durcissent à mesure qu'augmentent les risques auxquels est exposée l'entreprise;
- une architecture à trois piliers assortie d'exigences d'ordres quantitatif et qualitatif, ainsi qu'en matière d'information qui incitent à mieux gérer les risques; et

- la compatibilité avec d'autres dispositions internationales, comme les développements de l'IASB (*International Accounting Standards Board*), la réglementation bancaire et les normes internationales en matière de contrôle des assurances.

La directive Solvabilité II est une directive-cadre et se borne donc à énoncer les grands principes qui seront développés dans les mesures d'exécution et dans les recommandations de l'EIOPA. En juin 2011, la CE a terminé sa consultation informelle des États membres concernant les mesures d'exécution de la directive Solvabilité II. À l'automne 2011, un projet de texte de ces mesures d'exécution a été soumis pour information aux États membres. Les mesures d'exécution proposées dans la directive Solvabilité II restent toutefois sujettes à modification, puisqu'elles ont été élaborées sur la base d'un texte non finalisé de la directive. La directive Omnibus II amendera en effet la directive Solvabilité II et en modifiera le contenu, notamment en introduisant plusieurs dispositions transitoires. Les discussions entre la CE, le Conseil et le Parlement européen (le «*trialogue*») en vue de l'adoption de la directive Omnibus II devraient débuter en avril 2012. La directive Omnibus II devrait en principe entrer en vigueur à la fin de 2012. Elle prévoit les principes suivants :

- la directive Solvabilité II doit être transposée, soit avant le 1^{er} janvier 2013, soit avant le 31 mars 2013 ;
- le nouveau régime prudentiel sera progressivement introduit dans le courant de 2013 ;
- le processus d'approbation de plusieurs points nécessitant l'aval de l'autorité de contrôle, tels que l'utilisation d'un modèle interne et de paramètres propres à l'entreprise, débutera en juin 2013 ;
- le régime entrera entièrement en vigueur le 1^{er} janvier 2014.

Dans le courant de 2011, l'EIOPA a continué de travailler aux avis et normes techniques pour la mise en œuvre de certaines mesures d'exécution. Les principaux avis et normes techniques devraient être finalisés pour la fin de 2012. À cet effet, il est prévu de transmettre les normes techniques à la CE en septembre 2012, après une période de consultation qui se tiendra aux alentours de mai 2012. Cela signifie que les normes techniques à l'appui des mesures d'exécution de la directive Solvabilité II ne seront pas publiées avant février 2013.

La structure de Solvabilité II est calquée sur celle de Bâle II et est grosso modo parallèle en ce qui concerne les 2^e et 3^e piliers. Bien évidemment, les exigences quantitatives du premier pilier sont quant à elles propres aux assurances.

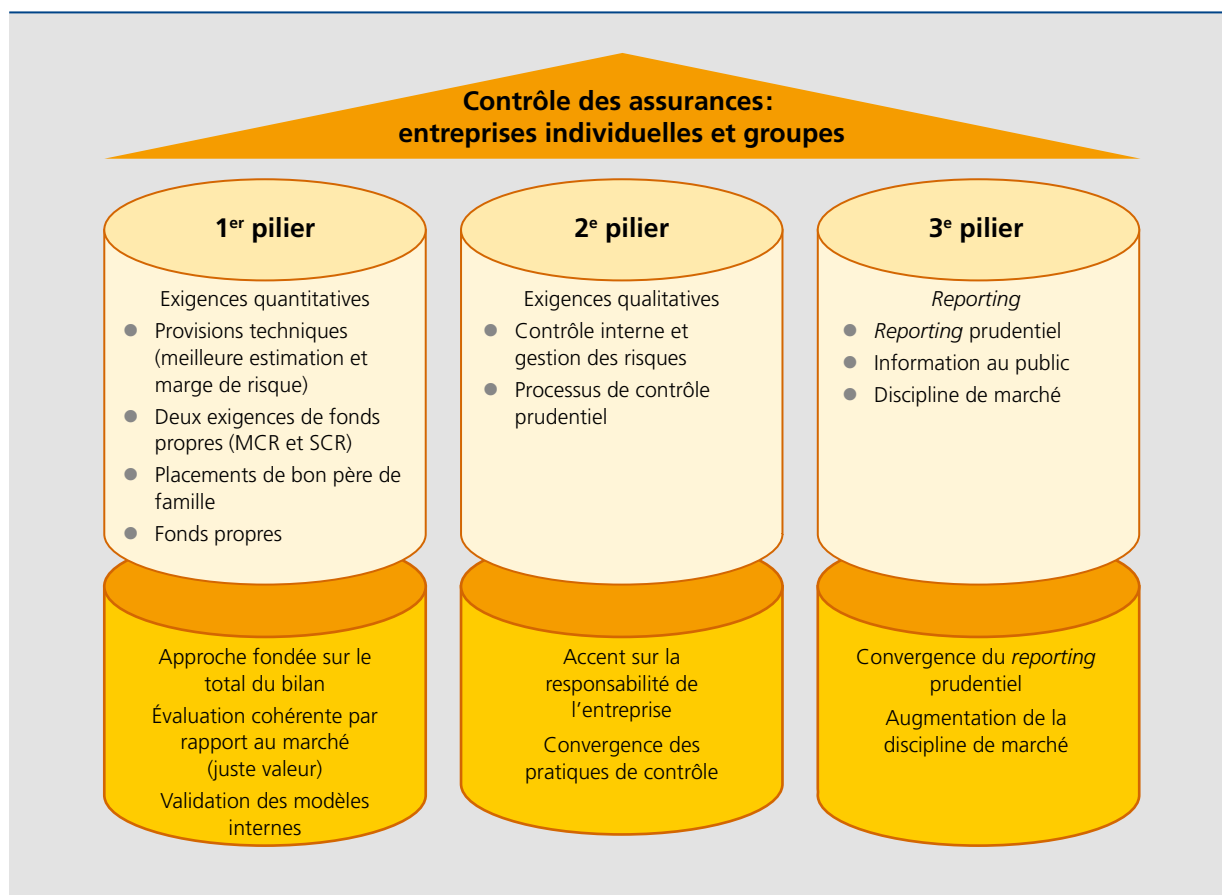
La directive dispose, dans le cadre du premier pilier, que les provisions techniques sont fixées d'une manière cohérente par rapport aux prix de marché et qu'elles sont évaluées à la valeur à laquelle elles pourraient être transférées à une autre entreprise. S'agissant de certains engagements d'assurance, on peut trouver sur les marchés financiers des instruments qui en reproduisent les flux de trésorerie (portefeuille de réplique). L'évaluation de tels engagements d'assurance est égale à la valeur de marché des instruments financiers visés. Ce type d'évaluation sera toutefois impossible pour la majeure partie des engagements d'assurance, faute d'instruments financiers de réplique. L'évaluation de ces engagements de manière cohérente par rapport au marché est la somme de la meilleure estimation et d'une marge de risque.

La meilleure estimation correspond à la valeur moyenne pondérée actuelle des flux de trésorerie futurs. Cela signifie que les éventuels flux de trésorerie futurs doivent être pondérés par la probabilité du flux de trésorerie et que les flux de trésorerie doivent également être actualisés. Étant donné que la valeur des engagements correspond désormais à la valeur à laquelle les engagements peuvent être transférés et que la meilleure estimation est une moyenne, il est peu probable qu'un autre assureur reprenne les engagements lorsque seule la meilleure estimation est transférée. C'est la raison pour laquelle, pour fixer les provisions techniques, la meilleure estimation doit être majorée d'une marge, appelée marge de risque.

Cette marge est égale à la charge en capital de l'entreprise pour maintenir les engagements d'assurance au bilan (coût du capital). Son calcul n'est pas un exercice facile, dans la mesure où les exigences futures en fonds propres doivent être calculées selon des hypothèses bien définies, pour toute la durée des engagements.

L'actualisation des flux de trésorerie futurs se fait au moyen d'une courbe de taux sans risque. Dans le calcul des provisions et en particulier pour la modélisation des flux de trésorerie, il convient de tenir compte de tous les éléments prévisibles susceptibles d'influer sur les flux de trésorerie. Pour ce faire, les engagements doivent être ventilés en groupes de risques homogènes. Il faut ensuite examiner les facteurs susceptibles d'influencer les flux de trésorerie du groupe de risques. Ainsi, par exemple, la modélisation des flux de trésorerie doit prendre en compte l'évolution attendue de la mortalité, de l'invalidité, des options dans les contrats et des interventions du management.

La directive contient deux exigences en matière de fonds propres : le capital de solvabilité requis (*solvency capital requirement* – SCR) et le minimum de capital requis (*minimum*



capital requirement – MCR). Le SCR est défini comme le capital requis pour compenser, avec une certitude de 99,5 %, les pertes qui pourraient être subies au cours de l'année à venir. L'exigence peut être établie selon une formule standard, un modèle interne ou un modèle interne partiel.

La formule standard pour le calcul de cette exigence est construite de manière modulaire. Pour chacun des risques auxquels l'entreprise est exposée, le capital requis pour atteindre la certitude requise de 99,5 % est quantifié. Une exigence en matière de fonds propres est ainsi fixée pour chacun des sous-modules et ces exigences sont ensuite agrégées au moyen de matrices de corrélation afin d'obtenir l'exigence en fonds propres totale.

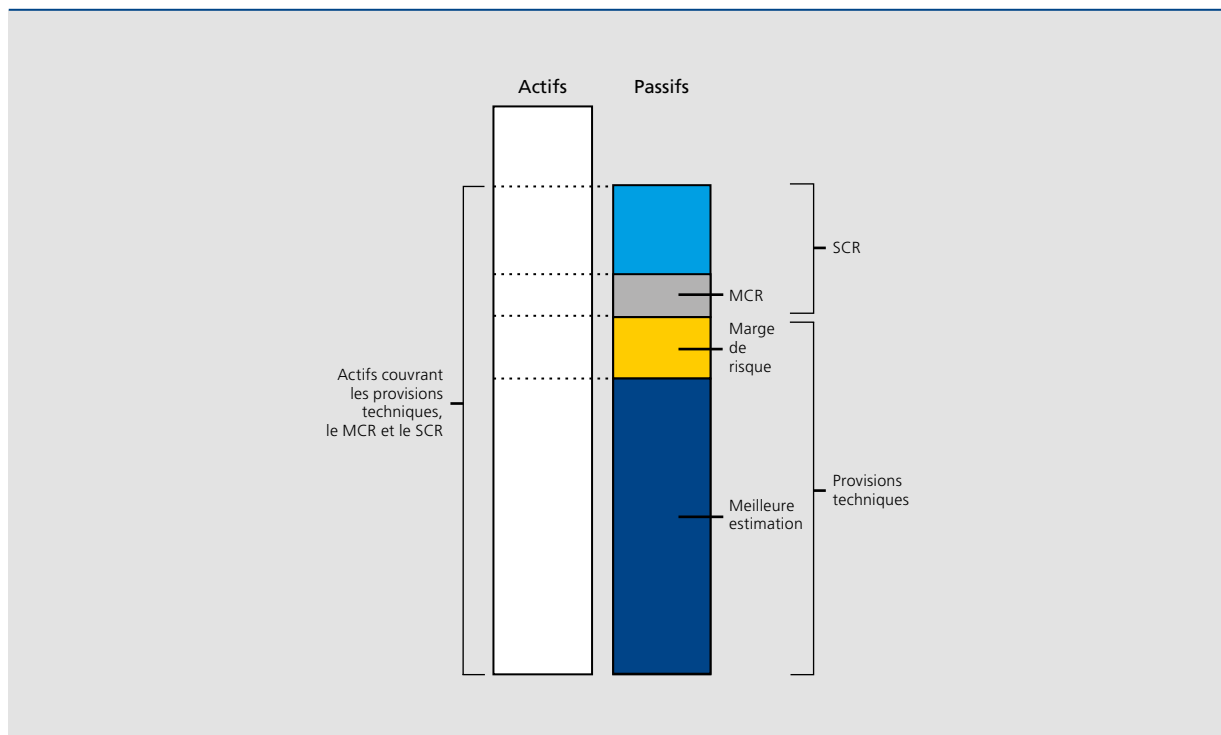
La probabilité que les évolutions négatives se produisent simultanément pour tous les types de risques est très faible. L'exigence globale est donc largement inférieure à la somme des exigences des différents modules. En additionnant les exigences en fonds propres au moyen de matrices de corrélation, on veille à ce que l'exigence en fonds propres globale satisfasse également la certitude de 99,5 % demandée.

S'agissant des modèles internes, la directive fixe les critères que les modèles doivent remplir.

Le MCR est le montant des fonds propres en dessous duquel le risque de l'entreprise devient inacceptable. Il est calculé à l'aide d'une formule et est fonction des primes et des provisions techniques, avec un plancher et un plafond exprimés en pourcentage du SCR. Le MCR est à comparer avec une exigence minimale en capital qui, si elle n'est pas respectée, donne lieu à une intervention immédiate de l'autorité de contrôle afin de restaurer la situation à bref délai.

Dans le régime Solvabilité II, le SCR doit être respecté. Dans le cas contraire, l'autorité de contrôle intervient et réclame un plan financier à l'entreprise afin de remédier à la situation. Si l'entreprise ne respecte plus le MCR, l'autorité de contrôle réagit plus vigoureusement et exige un refinancement à court terme de l'entreprise. Si ce plan ne permet pas de restaurer la situation, l'autorité de contrôle sera amenée à retirer l'agrément indispensable à l'entreprise pour exercer des activités d'assurance.

La directive précise que les fonds propres se composent de deux parties : d'une part, les fonds propres de base, définis comme la différence entre les actifs évalués aux prix de marché et les engagements, et, d'autre part, les fonds propres auxiliaires, qui sont des éléments du patrimoine hors bilan qui, sous réserve de l'acceptation par l'autorité de contrôle, font partie des fonds propres, comme par



Source : BNB.

exemple le capital souscrit non libéré. Les éléments du patrimoine sont classés par niveaux en fonction de leur capacité à absorber des pertes.

Le deuxième pilier impose des exigences quant au mode d'organisation de l'entreprise et précise différents aspects du système de gouvernance: contrôle interne, audit, fonction actuarielle, gestion des risques, exigences d'honorabilité et de compétence, sous-traitance. Actuellement, ces règles sont déjà largement connues. Par le biais d'une évaluation interne du risque et de la solvabilité (*own risk and solvency assessment*), il est également attendu de l'entreprise qu'elle estime elle-même l'ensemble des risques auxquels elle doit faire face et qu'elle évalue si elle a suffisamment de fonds propres par rapport à ces risques.

La directive comprend un certain nombre d'autres dispositions portant sur la manière dont l'autorité de contrôle exercera ses compétences (processus de contrôle prudentiel).

Enfin, le troisième pilier indique ce qui doit être communiqué au public et à l'autorité de contrôle et de quelle manière. Dans son reporting à l'autorité de contrôle, l'entreprise devra établir un rapport sur sa solvabilité et sa situation financière, dont la réglementation fixe le contenu.

Développements dans le cadre de l'AICA

Outre les travaux relatifs à Solvabilité II, la Banque suit ceux menés au niveau international par l'Association internationale des contrôleurs d'assurance (AICA). Une attention particulière est accordée au développement d'un cadre commun pour améliorer le contrôle des groupes d'assurance internationaux (*common framework for the supervision of internationally active insurance groups – ComFrame*).

Le 1^{er} juillet 2010, l'AICA a entamé le développement de ComFrame qui doit permettre aux autorités de contrôle d'améliorer l'efficacité du contrôle des groupes transfrontaliers et de le mettre en conformité avec les évolutions actuelles au sein des groupes d'assurance et de réassurance internationaux. ComFrame doit constituer le fondement d'une meilleure collaboration entre les autorités de contrôle de différentes juridictions, l'objectif étant de tendre vers une approche intégrée, internationale et convergente du contrôle de ces groupes. Au cours de trois phases d'une durée d'un an chacune, le groupe de travail ComFrame prépare, en collaboration avec des parties prenantes pertinentes, des documents techniques relatifs aux éléments du cadre. La première phase s'est clôturée le 1^{er} juillet 2011, et un document conceptuel

sur les objectifs et les composantes de ComFrame a été proposé pour consultation. Sur la base des réactions des membres et des observateurs, une réflexion stratégique a été lancée en novembre 2011 quant à la poursuite du développement de ce cadre.

Le 12 décembre 2011, la Banque a adhéré, dans le cadre de l'AICA, au *memorandum of understanding* multilatéral qui a pour but d'établir une base formelle pour la collaboration et l'échange d'information entre autorités de surveillance confrontées aux aspects transfrontaliers dans le cadre du contrôle d'entreprises d'assurance. À la fin de 2011, 21 autorités de contrôle du secteur des assurances avaient signé cet accord de collaboration multilatéral.

2.2.5 Compensation et liquidation : évolutions internationales et européennes

Au début de 2010, le Comité sur les systèmes de paiement et règlement (*Committee on Payment and Settlement Systems* – CPSS) et l'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV) ont entrepris de revoir les normes qu'ils avaient promulguées pour les infrastructures post-marché. Il est de la plus haute importance que ces infrastructures de marché soient robustes et qu'elles puissent résister aux chocs financiers, dans la mesure où c'est là que convergent les créances ou paiements des intervenants des marchés financiers. Les infrastructures ont tenu bon lors des récents tumultes, mais la crise a incité à formuler des propositions visant à les rendre encore plus robustes et résistantes aux chocs.

En mars 2011, le CPSS et l'OICV ont publié un document de consultation présentant une proposition de normes révisées. Cette nouvelle version des normes intègre les séries de normes, auparavant distinctes, applicables aux différents types d'infrastructures, à savoir les systèmes de paiement, les contreparties centrales et les systèmes de liquidation de titres. En annexe au document de consultation figurent les prévisions des autorités de surveillance (*High level expectations*) en ce qui concerne les *critical service providers*, telle la Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication (SWIFT) (cf. section 3.4.1). Par rapport aux normes actuelles, de nouveaux domaines sont couverts tel le risque commercial général, et les exigences sont durcies quant aux techniques destinées à éviter et à gérer les cas où un participant à l'infrastructure de marché est en situation de défaut, et en ce qui concerne le suivi des risques opérationnel, de crédit et de liquidité et la gestion des risques générés par la prévention des interdépendances entre les différentes infrastructures de marchés financiers. La période de consultation

s'est terminée à la fin de juillet 2011. Une version finale des normes est attendue au début de l'année 2012.

En 2009, le G20 a pris la décision de rendre les marchés de produits dérivés négociés de gré à gré plus sûrs et plus transparents partout dans le monde. Cela passe principalement par la compensation centrale obligatoire, auprès de contreparties centrales (CPC), des contrats de produits dérivés négociés de gré à gré, et par la déclaration des opérations et des positions par l'intermédiaire de référentiels centraux (RC). La date butoir pour la mise en œuvre complète a été fixée à la fin de 2012. En juillet 2010, les États-Unis ont adopté la loi Dodd-Frank, qui comporte également un volet consacré à la compensation centrale et à la déclaration des transactions sur produits dérivés. Sa mise en œuvre est encore en cours. EMIR (*European Market Infrastructure Regulation*) est l'initiative européenne, sous la forme d'un projet de règlement de la CE⁽¹⁾. Le Conseil et le Parlement européens doivent prendre une décision conjointe en la matière et négocient encore un texte définitif. Le projet de règlement EMIR règle notamment le recours obligatoire à des CPC pour les transactions sur produits dérivés négociés de gré à gré. La compensation centrale obligatoire vaudra pour des catégories encore à définir de contrats de produits dérivés standardisés comme les swaps de taux d'intérêt ou les contrats dérivés de défaut. Une CPC agit à titre de contrepartie entre les parties à un contrat; elle est l'acheteur pour le vendeur et le vendeur pour l'acheteur. Cela permet de standardiser le risque de contrepartie des parties initialement en présence et de le gérer de manière centralisée. Le projet de règlement EMIR établit par ailleurs des règles de conduite ainsi que d'ordre prudentiel à respecter par la CPC et le RC, et règle l'établissement de normes et le contrôle de la CPC et du RC. S'agissant de la réglementation secondaire, les normes actuellement établies par le CPSS et l'OICV serviront de base.

Le projet de règlement EMIR influencera largement le fonctionnement du traitement post-marché des transactions sur produits dérivés. L'une des préoccupations dans le cadre du projet de règlement EMIR est la mise en place de conditions de concurrence égales à l'échelle mondiale. La réglementation et sa mise en œuvre ont également une incidence sur le plan macrofinancier, par exemple dans la mesure où elles peuvent influencer sur le niveau global des exigences en matière de garanties.

La CE a annoncé son intention d'intervenir de manière réglementaire également dans le domaine de la liquidation de titres. La CE a organisé une consultation

(1) Proposition de règlement du Parlement européen et du Conseil sur les produits dérivés négociés de gré à gré, les contreparties centrales et les référentiels centraux du 15 septembre 2010.

du marché à ce sujet au début de 2011 et a tenu des réunions de groupes de travail avec les États membres. L'objectif est de mettre en place la poursuite de l'intégration du traitement post-marché au sein de l'UE. Dans ce cadre, la CE pourrait émettre une proposition de législation européenne relative aux dépositaires centraux de titres (DCT). Cette proposition viserait à aborder la diversité des modalités de liquidation au sein de l'UE pour aboutir à un marché européen plus intégré. La CE envisage à cet effet de mettre en place pour le DCT un cadre réglementaire harmonisé définissant les services du DCT, fixant des règles en matière d'agrément et de contrôle du DCT, de même que des règles d'accès au DCT par les participants, émetteurs de titres et autres DCT. La consultation visait également à sonder les opinions quant à la possibilité d'imposer des sanctions pour renforcer la discipline de liquidation, afin de faire en sorte que la liquidation ait effectivement lieu au moment prévu. Cela peut être profitable au fonctionnement du système de liquidation et endiguer les ventes à découvert qui s'opèrent par usage impropre du processus de liquidation. La CE a également examiné l'opportunité d'harmoniser la période de liquidation, c'est-à-dire le délai entre la clôture d'une transaction et sa liquidation.

2.2.6 Réglementation relative au blanchiment

Depuis le mois d'octobre 2008, le Groupe d'Action Financière (GAFI), organisme intergouvernemental qui a pour objectif de concevoir et de promouvoir des politiques de lutte contre le blanchiment de capitaux et le financement du terrorisme aussi bien à l'échelon national qu'international, procède à un réexamen des 49 recommandations émises par le passé afin d'en corriger les éventuelles lacunes apparues à la suite des évolutions récentes. Ceci devrait mener à un nouvel ensemble de recommandations et notes interprétatives qui devraient être approuvées lors de la réunion plénière de février 2012 et qui devront ensuite être transposées dans les législations européenne et nationale y afférentes.

De nombreuses recommandations du GAFI ayant d'importantes implications pour les institutions financières et leurs autorités de régulation et de contrôle, l'autorité prudentielle belge s'est dès lors activement impliquée dans ces travaux.

Les nouveautés les plus importantes pour les institutions financières et leurs autorités de régulation et de contrôle se rapportent à l'évaluation des risques. Une nouvelle note interprétative exige des autorités publiques comme des institutions financières qu'elles se fondent sur une évaluation objective et actualisée des risques. Les

autorités devront évaluer les risques qui sont présents à l'échelon national et en informer les institutions financières afin qu'elles puissent intégrer cette information dans leur propre évaluation des risques inhérents à leurs activités, en vue de définir et d'appliquer des procédures appropriées de gestion et d'atténuation des risques. Ces institutions financières pourront, sur cette base, alléger leur vigilance lorsque les risques sont faibles, mais seront obligés de la renforcer lorsque les risques sont plus élevés. Cette explicitation de l'application d'une approche par les risques se retrouve dans d'autres notes interprétatives, telle que celle consacrée à la recommandation relative aux devoirs de vigilance qui stipule que les institutions financières fondent leur analyse des risques sur des critères pertinents relatifs aux caractéristiques du client, du produit ou service offert, du canal de distribution utilisé et du pays ou de la zone géographique dont relève le client.

Une nouvelle note interprétative est consacrée à la recommandation relative à l'exercice du contrôle par les autorités, afin d'énoncer les attentes du GAFI, d'une part, vis-à-vis du recours à l'approche par les risques dans l'organisation et l'exercice du contrôle et, d'autre part, en matière de contrôle de l'approche par les risques appliquée par les institutions financières. Sous l'angle de l'exercice du contrôle fondé sur les risques, le GAFI requiert des autorités compétentes qu'elles l'appuient sur une compréhension claire et actualisée des risques présents dans le pays, d'une part, et des risques particuliers auxquels chaque institution financière est exposée, d'autre part. Quant au contrôle des institutions financières ayant recours à l'approche par les risques, la note interprétative imposera qu'il comprenne la révision de l'évaluation des risques de l'institution financière contrôlée ainsi que l'adéquation des politiques, des procédures et du contrôle interne fondés sur cette analyse des risques.

Le GAFI recommandera également que tous les transferts électroniques comprennent également des informations relatives aux destinataires de ces transferts. Les responsabilités des différentes institutions financières pouvant intervenir dans ces transferts seront également explicitées.

Au vu de l'évolution des traités internationaux relatifs à la lutte contre la corruption, de nouvelles obligations de vigilance accrue seront énoncées en ce qui concerne les relations d'affaires avec des clients qui sont des « personnes politiquement exposées » à l'échelon national. Feront également l'objet de clarifications ou de compléments, les obligations d'identification des clients et des bénéficiaires effectifs, la faculté de recourir à un tiers introducteur ; l'obligation des groupes financiers d'appliquer une

politique de groupe, l'obligation d'analyser les risques associés aux innovations, la portée des contre-mesures qui peuvent être requises à l'encontre des pays n'appliquant pas correctement les recommandations du GAFI et les obligations de coopération internationale entre autorités compétentes.

2.2.7 Évolutions récentes en matière de gouvernance et de politique de rémunération

Gouvernance

À la suite de la crise financière de 2007-2008, un certain nombre de faiblesses ont été identifiées dans la gouvernance interne des établissements financiers. Différentes instances internationales, comme l'Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE) et le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire⁽¹⁾, ont dès lors jugé nécessaire de renforcer les principes établis en matière de bonne gouvernance interne (*internal governance* ou *corporate governance*). Au cours de l'année sous revue, ces initiatives internationales ont été intégrées dans deux instruments de droit européen: les lignes directrices de l'EBA sur la gouvernance interne⁽²⁾ et le volet gouvernance de la proposition de directive CRD IV.

Les lignes directrices de l'EBA sur la gouvernance interne ont été publiées le 27 septembre 2011. L'objectif premier de ce document était de consolider et d'actualiser toutes les lignes directrices existantes du Comité des superviseurs bancaires européens (*Committee of European Banking Supervisors* – CEBS), le prédécesseur de l'EBA, sur la gouvernance interne, en fonction notamment du document susmentionné du Comité de Bâle, mais aussi d'ajouter plusieurs nouveaux volets et, enfin, de traduire une série d'enseignements de la crise en nouvelles exigences concrètes en matière de gouvernance.

Les principales innovations des lignes directrices sur la gouvernance interne sont les suivantes:

- le rôle et le fonctionnement du conseil d'administration sont très largement développés. Le conseil d'administration doit à nouveau pouvoir assumer sa responsabilité dans la détermination et le contrôle de la stratégie globale de l'entreprise, notamment en ce qui concerne l'appétit pour le risque. Des lignes directrices ont également été ajoutées concernant les nominations, les questions de succession et les qualifications requises des membres. Les lignes directrices examinent aussi

plus en détail l'utilisation des comités et la gestion des conflits d'intérêts;

- la gestion des risques constitue un élément central du système de contrôle interne et le *chief risk officer* y occupe une fonction clé; les *high level principles for risk management* de février 2010 ont été également intégrés;
- le document poursuit le développement de principes importants tels que *know your structure* et *understand your structure* afin que les structures d'entreprise très complexes restent gérables à l'avenir;
- la dimension de groupe de la gouvernance est traitée de manière plus détaillée, un équilibre étant recherché entre les intérêts du groupe et ceux des parties prenantes locales des filiales, telles que les déposants ou les investisseurs;
- en matière de rémunération, le document renvoie aux lignes directrices sur les politiques et pratiques de rémunération publiées le 10 décembre 2010 par le CEBS⁽³⁾;
- les exigences en matière de transparence au sujet de la mise en œuvre des principes de gouvernance sont renforcées;
- un volet sur la continuité de l'activité a été ajouté.

L'EBA élabore par ailleurs des lignes directrices spécifiques sur les exigences d'intégrité et de compétence professionnelle (*fit and proper*) à l'égard des personnes qui assurent la direction effective d'un établissement. Le mandat en la matière a été explicitement ajouté par la CRD III à l'article 11 de la CRD.

Les lignes directrices de l'EBA sur la gouvernance interne conduiront, au sein de la Banque, à une révision de la circulaire du 30 mars 2007 sur les attentes prudentielles de la CBFA en matière de bonne gouvernance des établissements financiers. Cette révision débutera dans le courant du premier trimestre de 2012. Un des points de départ de cette circulaire, à savoir le maintien d'une cohérence transsectorielle entre le secteur bancaire et celui des assurances, sera conservé, s'appuyant sur la conviction que la bonne gouvernance doit satisfaire aux mêmes normes strictes dans les deux secteurs. Le maintien de ce point de départ est d'autant plus important pour une autorité de contrôle intégrée comme la Banque qui, selon cette optique, doit assurer des conditions de concurrence égales entre les différents établissements soumis à son contrôle.

Le volet gouvernance de la proposition de directive CRD IV, qui date du 20 juillet 2011, découle du « Livre vert sur le gouvernement d'entreprise dans les établissements financiers » que la CE a publié en juin 2010. Les lignes directrices susmentionnées de l'EBA sur la gouvernance interne prennent déjà en compte les attentes concernant les propositions de la CRD IV en matière de gouvernance.

(1) *Enhancing Corporate Governance for Banking Organisations*, octobre 2010.

(2) *Guidelines on Internal Governance*.

(3) *CEBS Guidelines on Remuneration Policies and Practices*.

La responsabilisation du conseil d'administration et la mise en place d'une fonction de gestion des risques constituent également des éléments-clés de la proposition de directive CRD IV. Cette proposition se distingue néanmoins des lignes directrices de l'EBA sur certains points. Premièrement, la proposition de directive CRD IV accorde une attention particulière à l'établissement d'un comité de risque et d'un comité de nomination, en ce qui concerne tant la composition que les qualifications requises des membres ou le temps qu'ils consacrent aux activités du comité. Deuxièmement, elle précise l'élaboration des exigences de transparence en matière de gouvernance en général et de gestion des risques en particulier. Ainsi, les établissements devraient publier une déclaration sur la gestion des risques, approuvée par le conseil d'administration, qui décrirait les rapports entre le profil de risque réel, l'appétit pour le risque défini par le conseil d'administration et la stratégie d'entreprise de l'établissement. Celui-ci devrait également publier une description du mode de transmission des informations en matière de gestion des risques entre le comité de direction et le conseil d'administration. Enfin, la proposition de directive émet des exigences détaillées concernant la diversité de la composition du conseil d'administration.

Dès lors, au niveau belge, la gouvernance sera à l'avenir réglementée de manière plus détaillée et contraignante, bien que l'exigence légale typiquement belge concernant le rapport de la direction effective constitue déjà un pas important dans cette direction. L'organisation interne de l'établissement est en effet déjà abordée dans ce rapport. Si la déclaration mentionnée ci-avant concernant la gestion des risques est reprise telle quelle dans la directive CRD IV, une réflexion devra être engagée au niveau belge pour savoir comment coordonner le rapport de la direction effective avec la directive. Quoi qu'il en soit, l'objectif devrait être de responsabiliser explicitement tant la direction effective et, le cas échéant, le comité de direction, que le conseil d'administration, chacun pour son propre rôle, en matière de gouvernance en général et de gestion des risques en particulier.

Politique de rémunération

Au cours de l'année 2011, l'EBA a élaboré des lignes directrices sur la collecte de données en matière de rémunération par les autorités de contrôle nationales et par l'EBA elle-même. En effet, la directive CRD III a non seulement introduit des exigences matérielles concernant le caractère approprié de la politique de rémunération proprement dite, mais a aussi prévu deux formes de collecte de données sur la rémunération. L'une porte sur des données quantitatives relatives à la rémunération des

collaborateurs ayant un impact significatif sur le profil de risque de l'établissement, l'autre a trait à des données quantitatives concernant les gros salaires, c'est à dire, des collaborateurs gagnant plus d'un million d'euros. La collecte des données doit avoir lieu pour la première fois d'ici la fin de juin 2012 et portera à ce moment sur les prestations tant de 2010 que de 2011. Les lignes directrices de l'EBA prennent la forme de canevas qui seront utilisés de façon harmonisée par toutes les autorités de contrôle européennes, y compris en Belgique.

À la fin de 2011, l'EBA a également rédigé une étude de mise en œuvre (*implementation study*) sur le respect des dispositions en matière de rémunération prévues par la directive CRD III et sur les lignes directrices du CEBS sur les politiques et pratiques de rémunération. Lors de l'entrée en vigueur de la directive CRD III, la question des conditions de concurrence égales, non seulement entre l'UE et les pays tiers⁽¹⁾, mais également entre les États membres, a suscité de vives inquiétudes. L'étude de mise en œuvre, dont la publication est attendue au printemps 2012, présentera un état des lieux détaillé, notamment pour cette dernière question. Elle abordera non seulement la transposition effective des dispositions pertinentes de la directive CRD III, mais aussi les modalités et l'intensité concrètes du contrôle dans les différents États membres, ainsi que les éventuelles lacunes du cadre réglementaire actuel.

Le respect, par les établissements, des dispositions de la CRD III est contrôlé par la Banque à l'aide de *screenings* horizontaux. Au cours de la période sous revue, le cadre réglementaire a par ailleurs été complété par la transposition des dispositions pertinentes de la CRD III par voie de législation, de règlement et de circulaire.

À un moment où des efforts importants sont demandés aux citoyens, principalement en Europe où la solidité des institutions financières reste fragile et pourrait nécessiter de nouvelles interventions publiques, il est essentiel qu'il y ait un changement de mentalité et de culture en matière de pratiques de rémunération. Des politiques correctes en la matière sont particulièrement importantes dans la mesure où de nombreuses institutions ne rencontrent pas les nouvelles exigences en fonds propres définies par l'accord de Bâle III. Le nouveau gouvernement fédéral a, en outre, indiqué dans son accord de gouvernement que, à côté de l'exigence d'un lien entre la politique de rémunération dans le secteur financier et les résultats de long terme, des limitations supplémentaires seront imposées

(1) La question des conditions de concurrence égales entre l'UE et les pays tiers est examinée en détail dans la deuxième CSF Thematic Review on Compensation, Peer Review Report, octobre 2011.

en terme d'attribution de bonus pour les institutions financières qui, d'une manière ou d'une autre, ont fait l'objet d'un soutien public.

Au début de 2011, il a été procédé à un premier *screening* horizontal étendu du respect, par les grandes banques, des règles de la CRD III en matière de politique de rémunération. En comparant les établissements entre eux selon une seule et même méthode, la Banque entend promouvoir au sein du secteur belge des conditions de concurrence égales. Dans le cadre de ce *screening*, des entretiens ont eu lieu avec les présidents des comités de rémunération et des inspections sur place ont été effectuées. Il peut être établi, à l'issue de cette campagne de contrôle, que les grandes banques ont déjà réalisé des progrès considérables sur le plan de la politique de rémunération, mais qu'il y a lieu par ailleurs de continuer à s'atteler à une série de problèmes restants, dont la question de savoir quels collaborateurs doivent être soumis à la politique de rémunération, l'application de la politique de rémunération au niveau du groupe et la liaison entre la rémunération et la prise de risques, en particulier en ce qui concerne les proportions entre la composante fixe et la composante variable de la rémunération. La politique qui a été élaborée sur la base de cette campagne de contrôle est actuellement mise en œuvre, de manière proportionnelle, à l'égard des autres établissements. Dès la fin de 2011, une deuxième campagne a démarré, avec pour objectif d'amener de manière plus proactive encore les établissements à modifier leurs politiques, afin que les rémunérations liées aux prestations de 2011 soient conformes aux exigences de la CRD III.

La loi du 28 juillet 2011 a été utilisée pour transposer les dispositions en matière de rémunération prévues par la directive CRD III qui nécessitaient une base légale⁽¹⁾. Ces dispositions sont peu nombreuses et ont été transposées très fidèlement. Les principaux ajouts et adaptations dans la loi bancaire⁽²⁾ sont les suivants :

- les établissements de crédit doivent, dans le cadre de leur organisation interne, disposer de politiques et pratiques de rémunération permettant et favorisant une gestion saine et efficace des risques ;
- des dispositions relatives à la création, à la composition et aux fonctions du comité de rémunération ont été ajoutées. Le législateur a choisi d'établir des parallèles entre le comité d'audit et le comité de rémunération. Ainsi, à l'instar du comité d'audit, seuls les établissements importants dépassant certains seuils numériques sont tenus d'établir un comité de rémunération ;
- la base légale des exigences de publication en matière de politique de rémunération à été prévue ;
- des mesures et des sanctions sont prévues dans le cas d'une politique de rémunération inadaptée.

Les autres dispositions ayant trait à la rémunération ont été transposées par un règlement combiné à une circulaire. Le règlement de la CBFA du 8 février 2011, approuvé par l'arrêté royal du 22 février 2011, reprend fidèlement les dispositions techniques de la directive CRD III. Pour être correctement interprété, le règlement doit être lu conjointement avec la circulaire de la CBFA en matière de rémunération du 14 février 2011 (CBFA_2011_05). Cette dernière renvoie aux lignes directrices du CEBS sur les politiques et pratiques de rémunération, lesquelles font partie intégrante du cadre prudentiel belge en matière de politique de rémunération. Outre cette référence, la circulaire contient encore un nombre limité de précisions pour la Belgique. Les parties principales du règlement sont la délimitation des catégories de collaborateurs concernés par la politique de rémunération, la définition d'une série de principes de gouvernance dans le cadre de la politique de rémunération, la définition d'une série de principes relatifs à l'alignement des risques dans le cadre de la politique de rémunération et, enfin, l'énumération des éléments de la politique de rémunération qui doivent être rendus publics.

La politique de rémunération est en principe uniquement applicable aux collaborateurs dont les activités professionnelles ont une incidence significative sur le profil de risque de l'établissement, appelés *identified staff*, collaborateurs que l'établissement doit lui-même désigner. Sont notamment visées les personnes qui exercent des fonctions supérieures de direction, de prise de risques et de contrôle, ainsi que tout membre du personnel qui, au vu de sa rémunération globale, se trouve au même niveau de rémunération que les personnes exerçant des fonctions supérieures de direction ou de prise de risques. Les lignes directrices susmentionnées du CEBS indiquent cependant qu'il est conseillé d'appliquer certains principes de rémunération à un ensemble plus large de membres du personnel que les seuls *identified staff* et que d'autres principes s'appliquent, de par leur nature, à l'établissement dans son ensemble et, partant, à tous ses collaborateurs. À la suite du *screening* horizontal effectué au début de 2011, la Banque a insisté auprès des grandes banques pour qu'elles revoient les méthodes qu'elles appliquent pour déterminer les *identified staff*, le cercle de personnes ainsi désignées s'avérant trop restreint. La Banque a souligné qu'il y avait lieu d'élargir ce cercle principalement à la direction des salles de marché et aux fonctions dirigeantes subordonnées directement au comité de direction.

(1) Les autres dispositions que celles ayant trait au volet rémunération sont transposées en droit belge par une adaptation du règlement fonds propres de la Banque. Ces dispositions entrent en vigueur le 31 décembre 2011.

(2) Des adaptations et ajouts parfaitement parallèles ont été apportés dans la loi du 6 avril 1995.

Le volet gouvernance de la politique de rémunération de la proposition de directive CRD IV précise, entre autres choses, le rôle du conseil d'administration et des fonctions de contrôle indépendantes en matière de politique de rémunération. Celles-ci visent à garantir l'indépendance et l'expertise nécessaires lors de la prise de décisions en matière de politique de rémunération. Les lignes directrices du CEBS précisent que le conseil d'administration est responsable non seulement de la définition de la politique de rémunération et du contrôle de sa mise en œuvre, mais également de la prise de décisions individuelles quant à la rémunération du personnel le plus expérimenté et des plus gros salaires. À la suite du *screening* horizontal effectué au début de 2011, la Banque a placé l'accent sur la gouvernance dans le contexte du groupe : il est en effet crucial que la politique de rémunération soit appliquée sans aucune lacune dans l'ensemble du groupe, en ce compris les entités situées hors de l'UE. Les grandes banques ont dû procéder à une série de réorientations à cet égard.

Le principe général est qu'un établissement doit réfléchir au type de politique de rémunération qui est conforme à sa stratégie, à ses valeurs et à ses objectifs à long terme, ainsi qu'à la tolérance et à la maîtrise des risques y afférentes. La politique de rémunération ne peut pas inciter à prendre un risque excessif et l'établissement doit être capable de mener une politique de primes parfaitement souple. Au besoin, les rémunérations variables (reportées) doivent pouvoir être ramenées intégralement à zéro. Les rémunérations variables garanties ne sont pas acceptables. Plusieurs règles plus spécifiques en découlent, comme l'étalement dans le temps du paiement des rémunérations variables, le paiement d'une partie de la rémunération variable en instruments et la détermination de proportions adéquates entre les composantes fixe et variable. Les lignes directrices du CEBS précisent l'interaction entre ces règles spécifiques et indiquent également comment elles peuvent être appliquées proportionnellement en fonction de la taille et de l'organisation interne, ainsi que de la nature, de la portée et de la complexité des activités des établissements. À la suite du *screening* horizontal effectué au début de 2011, la Banque n'a pu que constater que les techniques mises au point par les établissements pour appliquer la prise en compte des risques à la rémunération variable étaient encore insuffisamment développées et n'étaient pas encore de nature à garantir un lien approprié entre cette rémunération variable et la prise de risques. Les établissements ont, à cet égard, été invités à fournir à l'avenir des efforts supplémentaires. La Banque a d'ores et déjà requis que les proportions entre la composante fixe et la composante variable de la rémunération soient modérées, et que l'étalement dans le temps de la composante variable aille au-delà du strict minimum.

Les données à publier concernant la politique de rémunération sont une combinaison d'informations qualitatives et quantitatives. Les informations quantitatives, portant essentiellement sur les modalités de paiement concrètes des rémunérations variables, ne doivent être communiquées qu'au niveau agrégé, afin de protéger les informations relevant de la vie privée. Les données peuvent être publiées dans le rapport annuel ou dans un rapport de rémunération distinct.

2.2.8 Transposition de la directive CRD II⁽¹⁾ – Renforcement du contrôle des groupes financiers transfrontaliers

La directive 2009/111/CE (directive CRD II) constitue une étape sur la voie du renforcement du dispositif communautaire en matière de contrôle des groupes transfrontaliers et de gestion de crise. La directive existante 2006/48/CE a été modifiée dans le but de garantir une meilleure coordination entre les autorités chargées du contrôle de ces groupes. C'est dans ce but qu'il convient de mettre en place pour chaque groupe un collège des autorités de surveillance. Celui-ci sera présidé par l'autorité de surveillance chargée d'assurer la surveillance du groupe sur une base consolidée et réunira, pour le reste, les autorités chargées de la surveillance des filiales du groupe, d'une part, et des succursales importantes établies dans d'autres pays de l'UE, d'autre part.

Le rôle du collège est d'assurer, outre l'échange d'informations entre autorités de surveillance, une meilleure coordination des activités et actions prudentielles. Le collège a notamment pour objectif de procéder à une appréciation commune des risques et de l'adéquation de la solvabilité du groupe concerné et de ses filiales européennes, ainsi que de décider conjointement des marges de fonds propres qu'il y a lieu d'imposer le cas échéant. Les collèges des autorités de surveillance doivent faciliter l'exécution de la surveillance courante et la gestion des situations d'urgence. L'absence d'information entre les autorités compétentes des États membres d'origine et d'accueil peut s'avérer préjudiciable à la stabilité financière de l'État membre d'accueil. Aussi, les droits à l'information des autorités de surveillance de l'État membre d'accueil sont renforcés, notamment en cas de crise touchant des «succursales d'importance significative». À cette fin, la notion de «succursale d'importance significative» a été définie. Les autorités compétentes

(1) Loi du 28 juillet 2011 visant à transposer diverses directives relatives au contrôle du secteur financier et portant dispositions diverses et l'arrêté royal du 4 octobre 2011 modifiant l'arrêté royal du 12 août 1994 relatif au contrôle sur base consolidée des établissements de crédit, des entreprises d'investissement et des sociétés de gestion d'organismes de placement collectif, ainsi que l'arrêté royal du 20 décembre 1995 relatif aux entreprises d'investissement étrangères.

doivent transmettre les informations qui sont essentielles à la réalisation de leurs tâches de gestion de crises financières et d'atténuation des risques systémiques.

La loi transposant la directive instaure l'obligation de mettre en place des collèges des autorités de surveillance et règle la participation de la Banque aux collèges des autorités de surveillance constitués par d'autres autorités de contrôle. Une réglementation similaire a été élaborée à l'égard des entreprises d'investissement. La loi comprend une obligation pour l'autorité prudentielle de tenir compte, dans l'exercice de ses fonctions, de la convergence européenne en matière de pratiques de surveillance conformément à la directive européenne. Cela signifie, entre autres choses, qu'elle participe aux activités de l'EBA et qu'elle se conforme aux lignes directrices, aux recommandations, aux normes et aux mesures convenues par l'EBA et, si elle ne le fait pas, qu'elle en donne les raisons.

2.2.9 Développements en matière de normes comptables et de reporting financier

Les principaux développements dans le domaine des normes comptables et de reporting prudentiel sont, à l'heure actuelle, initiés au niveau international et la Banque y contribue en participant activement à divers groupes de travail européens ou internationaux.

L'IASB, qui émet les normes IFRS (*International Financial Reporting Standards*), a poursuivi, au cours des années 2010 et 2011, les réformes fondamentales entreprises au niveau des normes sur les instruments financiers et sur les contrats d'assurance. Ces normes auront un impact important pour les institutions financières belges qui appliquent les normes IFRS⁽¹⁾ et leur évolution est donc suivie de très près par la Banque.

Au niveau de la norme internationale sur les instruments financiers (IAS – *International Accounting Standards* – 39/IFRS9), l'IASB a finalisé, en octobre 2010, la première phase de la réforme, à savoir celle touchant à la comptabilisation et à l'évaluation des instruments financiers tant à l'actif qu'au passif du bilan. La seconde phase relative à la comptabilité de couverture a fait l'objet d'un exposé sondage à la fin de 2010 et sera suivie par deux nouvelles consultations en 2012 (règles générales et *macro-hedging*). Restera la troisième phase relative au provisionnement (*impairment*) des prêts et titres de dette détenus à l'actif. Cette troisième phase aura une incidence significative pour les institutions financières et les superviseurs prudentiels, comme l'ont démontré les débats sur le provisionnement comptable du risque de crédit souverain au cours de 2011. L'IASB poursuit ses travaux sur ce dernier

sujet via une nouvelle consultation lancée en 2012. Au total, l'IASB prévoit la finalisation complète de la nouvelle norme sur les instruments financiers pour la fin de 2012, avec une date d'application obligatoire qui pourrait être reportée à 2014, sous réserve de l'endossement par les institutions européennes dans le cadre de son application en Europe.

L'IASB a réalisé d'importants progrès dans l'achèvement de la nouvelle norme IFRS4 (Phase II) sur les contrats d'assurance. Initialement prévue pour juin 2011, la finalisation d'IFRS4 (Phase II), ne devrait intervenir qu'à une date plus éloignée en 2012. Plusieurs questions importantes seront encore à résoudre d'ici là, notamment sur la comptabilisation et la présentation des résultats liés aux activités d'assurance.

Il faut signaler que l'IASB a également publié plusieurs nouvelles normes IFRS en 2011, d'une part, en matière de règles de consolidation (IFRS10, 11 et 12 – en remplacement des normes existantes) et, d'autre part, concernant la mesure de la juste valeur (IFRS13, *fair value measurement*). Ces normes ne sont, à ce jour, pas endossées pour application en Europe⁽²⁾.

Les travaux européens – auxquels la Banque est associée – relatifs aux *reportings* prudentiels des établissements de crédit (au sein de l'EBA) et des entreprises d'assurance et de réassurance (au sein de l'EIOPA) ont été intenses au cours de 2010 et 2011.

Pour le secteur des assurances, le chantier des nouvelles normes de reporting sous le futur régime de Solvabilité II a progressé et a résulté en une première consultation publique de l'EIOPA, en octobre 2011, sur l'ensemble des exigences européennes harmonisées, qui devraient être d'application à partir de 2014 sous Solvabilité II.

Au niveau bancaire, c'est d'abord la mise en œuvre de la CRD III qui est intervenue en 2010 au travers d'une adaptation par l'EBA du schéma de reporting prudentiel COREP (*common reporting framework*); adaptation qui a ensuite été implémentée en Belgique par circulaire du 23 août 2011. Ensuite, l'EBA a entamé les modifications du COREP et du FINREP (*financial reporting framework*) qui seront nécessaires dans le cadre de la mise en œuvre de la future directive CRD IV. À ce sujet, il faut signaler que l'objectif sera de disposer, à partir de 2013, d'un cadre de reporting prudentiel harmonisé et obligatoire

(1) Jusqu'en 2011, l'usage des normes IFRS était obligatoire pour l'établissement des comptes consolidés des institutions de crédit et sera obligatoire à partir de 2012 pour les comptes consolidés des entreprises d'assurance et de réassurance.

(2) Il convient de signaler que d'autres projets sont également en cours au sein de l'IASB, comme par exemple la comptabilisation des opérations de leasing ou la reconnaissance des revenus.

pour l'ensemble des États de l'UE. Ce nouveau cadre impliquera certes des changements importants pour les établissements belges, mais moins que dans d'autres pays européens où le cadre FINREP n'est à ce jour pas encore implémenté.

Au niveau des normes comptables nationales applicables aux entreprises du secteur financier, il convient de signaler la publication de l'arrêté royal du 13 mars 2011 portant modification de divers arrêtés royaux relatifs aux comptes annuels et aux comptes consolidés de certaines entreprises. Cet arrêté transposait la directive européenne 2006/46/CE pour les établissements de crédit et les entreprises d'assurance et de réassurance et, à ce titre, impose la publication d'informations complémentaires concernant les opérations hors bilan et les transactions avec des parties liées.

3. Contrôle prudentiel

3.1 Méthodes d'application du contrôle prudentiel

3.1.1 Organisation générale

L'instauration du modèle « twin peaks » et l'intégration du contrôle prudentiel à la Banque ont permis d'imprimer de nouveaux accents, tout en utilisant les possibilités de synergie avec d'autres services de la Banque. À la suite de la crise financière, il a en effet semblé nécessaire d'adapter le modèle de supervision. La séparation classique entre le contrôle microprudentiel des établissements financiers individuels, d'une part, et la surveillance macroprudentielle centrée sur le maintien de la stabilité financière, d'autre part, a montré ses limites pendant la crise financière. Cette distinction tend à s'estomper tant dans le suivi que dans la réglementation prudentielle. En matière d'analyse de risques, les interconnexions entre institutions et marchés financiers et le rôle spécifique joué par les banques systémiques dans les phénomènes de contagion entraînent de fortes interactions entre les dimensions micro- et macroprudentielles. En matière de réglementation, le nouveau dispositif de Bâle III, qui constitue, en principe, un instrument de contrôle des établissements individuels, intègre également des instruments macroprudentiels tels que le matelas contracyclique (*countercyclical capital buffer*), qui doit pouvoir être utilisé par les autorités en vue de garantir la stabilité financière. Le souci de mieux relier les surveillances micro- et macroprudentielle a dès lors constitué l'une des principales motivations des réformes du mode d'organisation de la supervision, aux niveaux tant belge qu'europpéen.

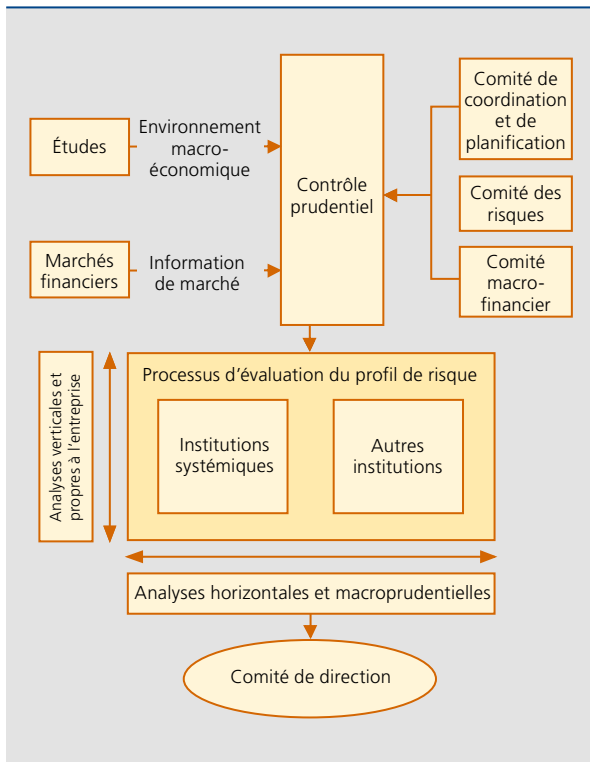
La crise financière a donné lieu à une multitude de nouvelles initiatives réglementaires, présentées en détail au chapitre 2.2, qui ont eu une incidence considérable sur l'ensemble des composantes du contrôle prudentiel.

Les forums internationaux en particulier ont vivement encouragé les mesures permettant d'exercer un contrôle prudentiel plus intensif, plus efficace et plus fiable. Un bon exemple en est le rapport du Comité de stabilité financière (*Financial Stability Board – FSB*) de novembre 2010 sur l'intensité et l'efficacité du contrôle des établissements financiers d'importance systémique (EFIS)⁽¹⁾. En octobre 2011, le FSB a publié un rapport de suivi présentant des recommandations supplémentaires en matière de contrôle des EFIS⁽²⁾.

La Banque s'est appuyée sur ces recommandations pour adapter l'organisation du contrôle prudentiel. Par delà les ajustements organisationnels apportés par le passage au modèle de contrôle « twin peaks », elle a veillé à la continuité dans l'exercice du contrôle et de la jurisprudence. Les collaborateurs de l'ex-Commission bancaire, financière et des assurances (CBFA) qui ont été intégrés à la Banque en ont été les garants. Le principe dit des quatre yeux a présidé à l'organisation du contrôle prudentiel à la Banque. Ce modèle se fonde sur la combinaison d'une approche verticale et d'une approche horizontale. Les analyses verticales sont effectuées par les équipes de contrôle opérationnel, qui évaluent l'entreprise dans son ensemble et coordonnent la supervision sur la base d'une analyse des risques et d'un plan de contrôle par institution. Parallèlement, les analyses horizontales de l'ensemble du secteur et de chaque type de risque pris séparément visent à déterminer les risques et les vulnérabilités dans une optique transversale. Ce faisant, ces analyses contribuent à alimenter l'évaluation du profil de risque de chaque établissement individuel, en permettant de mieux appréhender la complexité de l'activité financière. Ce processus intégré d'évaluation

(1) *Intensity and Effectiveness of Systemically Important Financial Institution Supervision.*

(2) Cf. le site : www.financialstabilityboard.com.

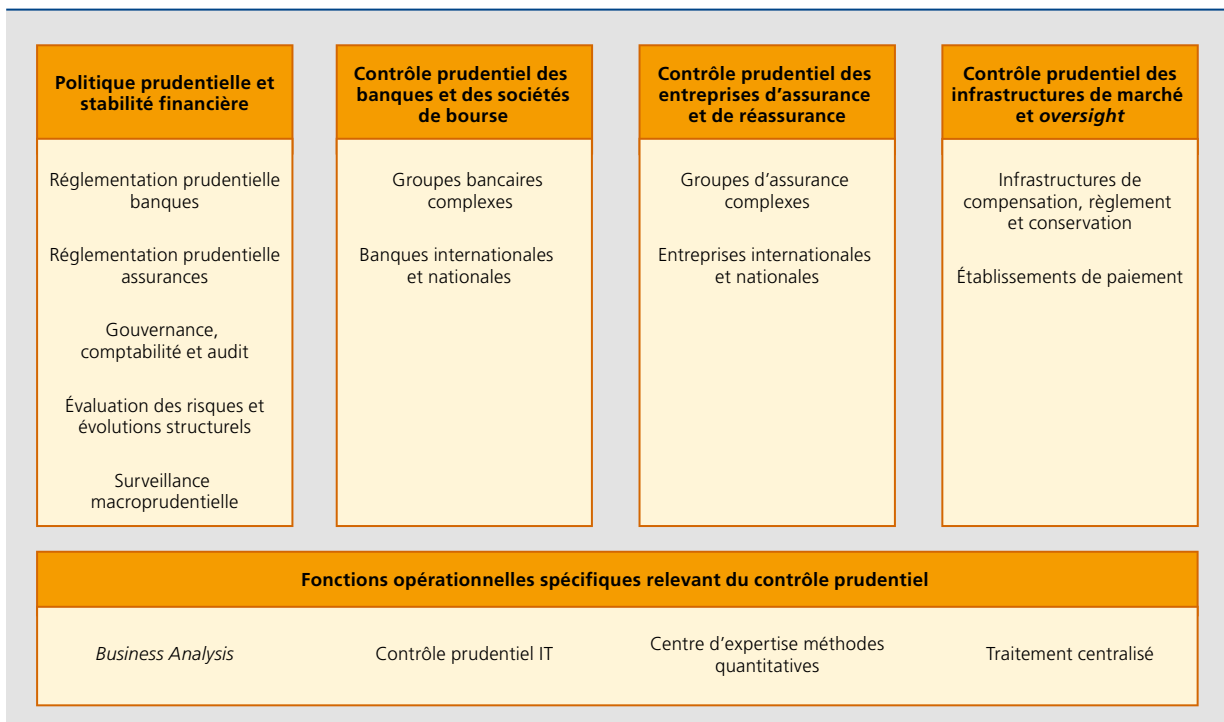


des risques est, par ailleurs, alimenté par les autres entités de la Banque qui mobilisent, au bénéfice de la surveillance prudentielle, leurs expertises en matière d'analyse macroéconomique ou de connaissance des marchés financiers.

Le service Politique prudentielle et stabilité financière définit la politique prudentielle, identifie les vulnérabilités, notamment systémiques, et réalise les analyses horizontales du secteur et des différents types de risques, ainsi que de leurs interactions. Ce service est responsable de la dimension horizontale du contrôle.

Le contrôle opérationnel est réalisé par les trois services autonomes chargés respectivement du contrôle des banques et des sociétés de bourse, des entreprises d'assurance et de réassurance et des infrastructures de marché. Ces services sont responsables de la dimension verticale du contrôle. Un cinquième service est chargé de fonctions opérationnelles transversales au bénéfice des autres services opérationnels. Il s'agit, en particulier, du contrôle des systèmes IT des établissements financiers et de la validation des modèles internes utilisés par les banques et les assureurs pour le calcul des exigences en matière de fonds propres.

Afin que le nouveau modèle de contrôle fonctionne de manière efficace, trois forums de concertation ont été créés au sein de la Banque. Le premier, un comité de coordination et de planification du contrôle prudentiel, a pour objectif de veiller à la bonne organisation opérationnelle du contrôle prudentiel. Le second, un comité des risques, pilote les analyses de risques, veille à l'application cohérente de la réglementation et organise l'interaction entre les dimensions microprudentielle et macroprudentielle du contrôle. Le troisième, enfin, un comité macrofinancier,



est chargé d'assurer l'interaction entre les fonctions prudentielles et les autres fonctions macroéconomiques et financières exercées par la Banque.

3.1.2 Méthodologie du contrôle

La Banque a mis en place une série d'instruments pour identifier le profil de risque de chaque établissement et préciser comment sont définis les exigences en fonds propres du deuxième pilier du dispositif de Bâle. Ces instruments seront, à l'avenir, utilisés pour le contrôle du secteur bancaire. Ils seront étendus au contrôle des assurances, après avoir été adaptés aux besoins spécifiques de ce secteur, en tenant compte à cet effet du nouveau cadre Solvabilité II.

Le second pilier des accords de Bâle II, repris au Titre XII du règlement de la Banque du 15 novembre 2011 relatif aux fonds propres des établissements de crédit et des entreprises d'investissement, décrit le processus de surveillance prudentielle. Celui-ci doit être compris comme un dispositif intégré établi sur la base, d'une part, de l'obligation pour l'établissement visé d'élaborer un processus interne d'évaluation des capitaux propres et de fixer des objectifs de capitaux propres correspondant à son profil de risque et à la qualité de ses contrôles internes (*internal capital adequacy assessment process – ICAAP*) et, d'autre part, de l'obligation du superviseur concerné de juger de la suffisance et de la qualité des fonds propres des établissements au regard de leurs profils de risque et d'intervenir, par le biais de diverses mesures prudentielles mises à sa disposition, lorsque cela s'avère nécessaire (*supervisory review and evaluation process – SREP*).

Le rôle du superviseur sera donc, d'une part, de veiller à la qualité de la gestion des risques et du contrôle interne mis en œuvre par les établissements et, d'autre part, de s'assurer du caractère satisfaisant, sur une base permanente, du processus de détermination et d'évaluation de l'adéquation du niveau des capitaux propres. Ces deux objectifs prudentiels sont étroitement liés et doivent permettre de favoriser le dialogue entre les superviseurs et les établissements dans le but, notamment, de pouvoir rapidement trouver une solution adéquate lorsqu'un cas d'insuffisance est constaté.

Afin d'évaluer l'ICAAP, y compris le caractère adéquat du niveau de fonds propres détenus par une institution, le superviseur doit être en mesure d'apprécier les éléments suivants :

- le niveau d'exposition de l'établissement visé à tous les risques identifiés comme matériels (identification du profil de risque de l'établissement);

- le caractère adéquat et fiable de son contrôle interne et de sa procédure ICAAP;
- le caractère adéquat de ses fonds propres;
- la qualité de ses fonds propres sachant que, dans ce contexte, le superviseur doit également pouvoir juger de la pertinence du capital comme moyen le plus adéquat pour l'établissement de se prémunir contre d'éventuelles vulnérabilités.

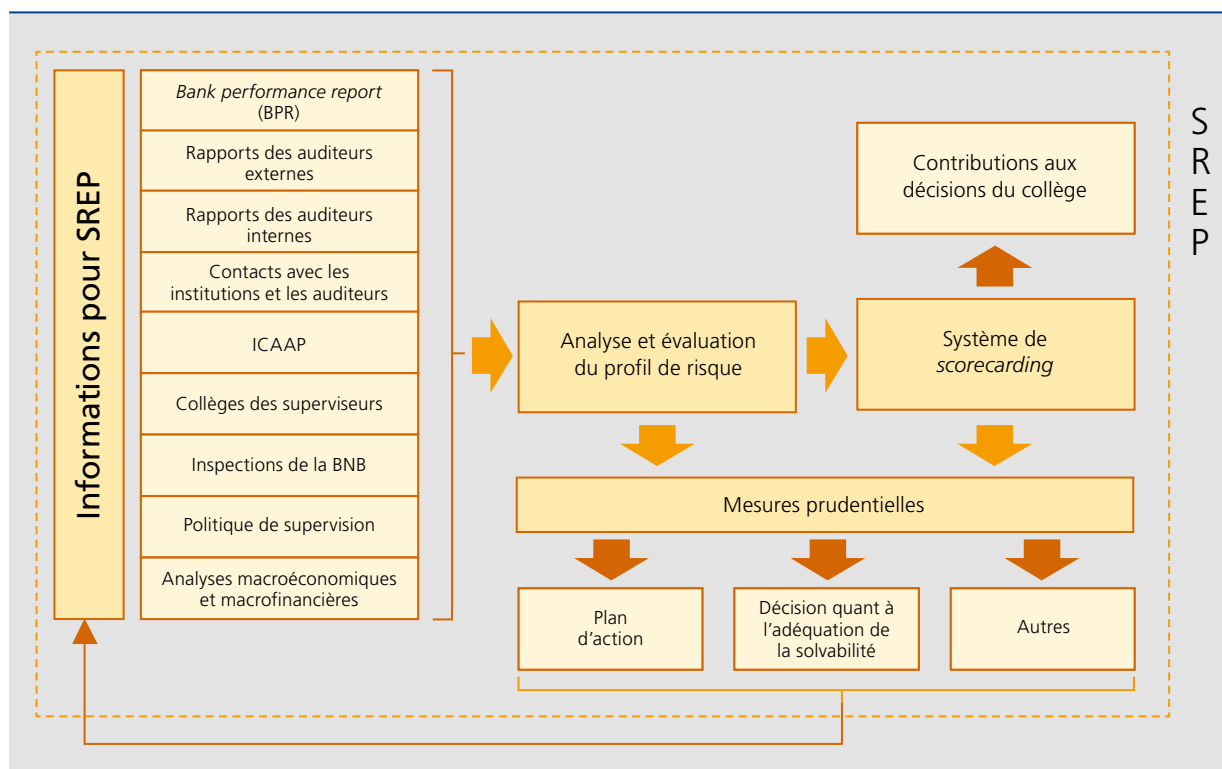
Le SREP doit être structuré de manière cohérente pour l'ensemble des établissements, quel qu'en soit le profil, la stratégie ou le mode de gestion. La capacité de collecter et de vérifier toutes les informations jugées pertinentes, ainsi que les procédures mises en œuvre afin d'analyser les risques, soutenues de manière importante par les résultats des inspections sur site menées par la Banque, constituent les éléments-clés afin de maintenir la qualité et la cohérence du processus d'évaluation prudentielle. Dans ce contexte, un système performant d'analyse des risques doit être envisagé. Il constituera l'outil prudentiel permettant d'organiser l'utilisation des ressources prudentielles ainsi que d'établir, de formaliser et de gérer les évaluations des risques. Il fournit la structure et les séquences du processus de détermination du profil de risque des établissements. De manière conceptuelle, ce processus d'évaluation prudentielle (SREP) peut être envisagé comme un cycle comprenant quatre étapes distinctes :

- récolte d'informations pertinentes;
- analyse et évaluation du profil de risque;
- synthèse des analyses et détermination finale du profil de risque (système de *scorecarding*);
- définition des mesures prudentielles.

L'évolution du cadre prudentiel réglementaire, et plus spécifiquement la mise en œuvre des accords de Bâle II et de leur second pilier, avaient alors constitué une bonne occasion de réformer et de moderniser l'instrument d'analyse des risques.

Bien que les finalités premières du précédent instrument d'analyse des risques demeurent inchangées, à savoir, la détermination du profil de risque d'un établissement, l'identification des priorités prudentielles et la définition du plan de contrôle, un accent particulier a été placé sur l'intégration et la formalisation des travaux d'analyse et de contrôle. Ce faisant, le nouvel instrument, appelé *scorecarding*, constitue la base d'un dialogue structuré tant avec les établissements concernés qu'avec leurs commissaires agréés et avec les autres autorités de contrôle compétentes, notamment dans le cadre des collèges de superviseurs.

Dans le nouvel instrument d'analyse des risques, la définition des priorités prudentielles est exprimée en fonction



des trois éléments suivants : l'évaluation de l'importance de l'établissement et de ses activités pour le système financier belge, l'évaluation de la qualité de la structure de l'actionariat de l'établissement et l'évaluation du profil de risque de l'établissement. À chacun de ces éléments est associé un score, respectivement, le score d'impact, le score de support et le score de risque. La détermination du score de risque d'un établissement est formalisée à partir de quatre blocs de base : la situation générale de l'établissement, dont, par exemple, sa gouvernance et sa situation financière ; les fonctions transversales de contrôle et de soutien, telles que les fonctions d'audit interne, de *compliance* et de gestion des risques ; les risques inhérents aux activités de l'établissement ; et le processus d'évaluation interne de l'établissement en ce qui concerne ses besoins en fonds propres (ICAAP).

La première phase de mise en œuvre a concerné les établissements de crédit et les entreprises d'investissement et s'est clôturée par l'entrée en production de l'application en juin 2009. Le *scorecarding* a été étendu pour son application aux entreprises d'assurance dès 2012.

Il est utile de souligner que le *scorecarding* a été conçu pour pouvoir également répondre aux prescriptions de l'Autorité bancaire européenne (*European Banking Authority* – EBA) en matière d'analyse conjointe des risques d'établissements transfrontaliers tel que prévu par l'article 129 (3) de la directive européenne 2006/48/CE concernant l'accès à l'activité des établissements de

crédit et son exercice. En application de cet article et des prescriptions de l'EBA, la Banque a développé ses politique et méthodologie en matière d'appréciation de l'adéquation de la solvabilité des établissements de crédit. À cet égard, la directive européenne prévoit une décision conjointe entre superviseurs concernés quant à l'adéquation de la solvabilité des établissements de crédit transfrontaliers tant au niveau de la maison mère sur une base consolidée que des entités faisant partie du groupe. Cette appréciation doit tenir compte de l'analyse des risques traduite dans le *scorecarding* et de l'adéquation de la politique et du processus interne à l'établissement en matière d'adéquation des fonds propres (ICAAP). Dans ce cadre, la Banque a signifié à plusieurs établissements qu'ils devaient détenir des fonds propres pour un montant supérieur au minimum requis sur la base du premier pilier. De telles décisions ont été formulées jusqu'à présent sous la forme d'un ratio de fonds propres dits *sensu stricto* (ou *Tier 1*).

Pour déterminer le montant de capital requis d'un établissement de crédit, notamment dans le cadre de l'article 129 (3), la Banque apprécie trois éléments. Il s'agit en premier lieu du processus ICAAP des établissements de crédit. Conformément aux dispositions du règlement relatif aux fonds propres des établissements de crédit et des entreprises d'investissement, il est attendu que chaque établissement de crédit procède à une analyse exhaustive de ses risques, quantifie ceux-ci de manière suffisamment prudente et définisse une politique en

matière d'adéquation de son capital. La Banque évalue l'adéquation de cette politique et de la quantification des risques. Lorsque des modèles de capital économique sont utilisés pour mesurer les risques, une attention particulière est apportée aux effets de diversification pris en considération par l'établissement ou au fait que le montant de capital consacré à la couverture des risques de crédit, de marché et opérationnels, tel que mesuré par l'établissement, ne soit pas inférieur à l'exigence minimale en fonds propres relative à ces risques. En ce qui concerne la définition du capital interne utilisée dans le cadre du processus ICAAP, la Banque attend des établissements qu'ils ne prennent en considération que les éléments du capital existants à même de supporter les pertes dans une perspective de continuité (ou *going concern*). Les résultats des tests de résistance réalisés par les établissements de crédit constituent le second élément pris en compte par la Banque. Un des objectifs de ces tests est de s'assurer que l'établissement soit capable de respecter les exigences de solvabilité minimales définies par la Banque et de poursuivre ses activités essentielles durant des périodes de récession. Les résultats des tests de résistance menés par l'EBA servent de base de référence pour les établissements qui y participent. Enfin, la Banque prend également en considération les résultats de l'évaluation des risques liés aux activités des établissements de crédit. Dans le cadre du *scorecarding*, la Banque quantifie et évalue l'ensemble des risques auxquels est exposé l'établissement. La quantification des risques de crédit, de marché et opérationnels, se fonde principalement sur les exigences minimales en fonds propres telles qu'elles ressortent du premier pilier. La Banque tient également compte d'un montant de capital complémentaire pour faire face aux risques qui ne sont pas – ou incorrectement – appréhendés par les exigences minimales en fonds propres et, plus particulièrement, le risque de concentration, le risque de taux d'intérêt général inhérent aux activités autres que de négoce et le risque stratégique (ou de *business*) de l'établissement. Dans son appréciation, la Banque prend aussi en considération la qualité de la gestion, de la rentabilité et du support potentiel de l'actionnariat de l'établissement sous revue.

3.1.3 Suivi des établissements systémiques nationaux

L'inadéquation des options dont disposaient les autorités de contrôle pour répondre à la défaillance de grands établissements financiers a été l'un des enseignements de la crise financière qui a éclaté en 2007-2008. Soucieux d'éviter un effondrement du système financier, de nombreux gouvernements se sont dès lors sentis obligés d'intervenir afin de sauver de grands établissements en difficulté.

La crise a ainsi mis au premier plan le problème des établissements financiers d'importance systémique (EFIS) qui, par définition, sont des établissements dont la défaillance pourrait avoir une incidence considérable sur le système financier. Les établissements financiers n'ayant pas d'importance systémique à l'échelle mondiale peuvent néanmoins en avoir une au niveau régional (par exemple, européen ou américain) ou national. La défaillance de ces établissements engendrerait des coûts considérables pour le système financier régional ou national, forçant les pouvoirs publics à intervenir afin d'éviter leur défaillance, avec le risque d'aléa moral évoqué ci-dessus. Par conséquent, bon nombre d'autorités aux niveaux régional et national s'attèlent à identifier les EFIS locales, en utilisant des méthodologies comparables à celles élaborées à l'échelle mondiale.

En Belgique, la Banque a conçu une méthodologie visant à identifier les établissements financiers d'importance systémique au niveau national. Conformément au cadre international, la méthodologie belge recourt à des indicateurs ayant trait à la taille, à la substituabilité et à l'interconnexion, le système financier national servant de référentiel pour ces mesures. Les indicateurs de substituabilité reflètent les parts d'activité dans différents secteurs du système financier belge, tandis que les indicateurs d'interconnexion sont utilisés pour évaluer la mesure dans laquelle les établissements financiers ont des engagements importants vis-à-vis de leurs contreparties sur le territoire belge. Dans le même temps, en raison de la difficulté de mesurer l'importance systémique et de l'inadéquation de certaines données, la méthodologie d'identification des EFIS au niveau national prévoit de compléter ces indicateurs quantitatifs par une appréciation qualitative de l'autorité de contrôle.

En vertu de la loi organique de la Banque, cette dernière doit déterminer quels sont les EFIS au niveau national et en informer les établissements concernés. Ceux-ci sont alors tenus de communiquer à la Banque toutes les décisions stratégiques envisagées. Si la Banque estime que l'établissement financier présente un profil de risque inapproprié ou si la décision stratégique est susceptible d'avoir une incidence négative sur la stabilité du système financier, elle peut imposer à l'établissement concerné des mesures spécifiques. Les autres compétences de la Banque vis-à-vis de ces EFIS au niveau national sont abordées à la section 2.1.2.

Le FSB préconise que les établissements financiers d'importance systémique mondiale soient également soumis à une série de mesures visant à améliorer leur résistance et, partant, à réduire la probabilité de graves difficultés ou de faillite. Ces mesures prévoient notamment un contrôle

renforcé, l'obligation d'accroître la capacité à absorber des pertes, l'élaboration de plans de redressement, dans lesquels les établissements identifient et évaluent des réponses potentielles à une série de scénarios de chocs graves en matière de solvabilité ou de liquidité, et des plans de résolution, élaborés par les autorités et précisant les options qui permettraient, le cas échéant, une résolution ordonnée de l'établissement financier, tout en minimisant l'utilisation de fonds publics et l'incidence sur le système financier.

L'établissement de plans de redressement et de résolution est coordonné au niveau international. Les autorités des pays du G20 travaillent actuellement, dans le cadre du FSB, au développement de plans de redressement avec leurs principales institutions de crédit transfrontalières. Les conclusions du Conseil européen du 10 mai 2010, relatives à la prévention, la gestion et la résolution de crise, appellent également à une coordination européenne en matière de plans de redressement et de résolution.

En Belgique, la Banque se coordonne avec les EFIS nationaux pour les guider dans la mise au point de leurs propres plans de redressement. Elle a lancé un projet pilote en développant des lignes directrices spécifiant l'approche devant être suivie pour l'établissement d'un tel plan. Le plan de redressement vise à identifier les mesures que peut prendre une institution de crédit pour faire face à un choc important de solvabilité ou de liquidité. Ce plan, rédigé par l'institution de crédit elle-même, doit étudier les mesures qu'elle peut prendre dans une série de scénarios extrêmes et qui lui permettraient de rétablir sa situation. Ce plan, qui suppose que les autorités publiques n'interviennent pas, doit inclure des mesures de dernier ressort, telle, par exemple, la cession d'actifs ou d'activités majeures. En parallèle, les autorités belges ont été invitées à participer aux réunions des Groupes de gestion de crise des institutions pour lesquelles la Banque est autorité du pays d'accueil, au cours desquelles ont été présentés certains éléments de ces plans. Le plan de résolution, quant à lui, évalue les options à la disposition des autorités – ainsi que les obstacles à leur mise en œuvre – pour gérer un cas de crise bancaire dans le cas où le plan de redressement n'aurait pas permis de rétablir la situation d'une institution de crédit. Les options envisagées dans le plan de résolution visent à permettre une résolution ordonnée d'un cas de crise. Les travaux relatifs aux plans de résolution ont été postposés, dans l'attente des développements européens relatifs au cadre de gestion de crise, qui influenceront significativement sur les mesures pouvant être prises par les autorités pour gérer une crise bancaire.

3.1.4 Fonctions opérationnelles spécifiques en matière de contrôle prudentiel

Dans le cadre de la réorganisation du contrôle prudentiel, une série de fonctions transversales ont été rassemblées au sein d'un nouveau service de la Banque, à savoir le contrôle prudentiel IT, l'analyse des méthodes quantitatives, la centralisation du traitement de certains agréments et de l'examen de l'intégrité et des compétences professionnelles, ainsi que la fonction de « Business analysis ».

Le contrôle prudentiel IT a pour but de procéder à une analyse transversale des risques IT encourus par les établissements financiers. Ce contrôle s'effectue essentiellement au travers d'inspections sur place visant à évaluer la gestion, la continuité, la sécurité, les modalités de contrôle et, le cas échéant, la sous-traitance des systèmes IT. Les cadres de référence utilisés se basent sur des normes admises à l'échelle internationale, telles que les normes ISO. Suite à l'intégration du contrôle prudentiel à la Banque, cette expertise et ces ressources sont également mises à la disposition de l'*oversight* de la Banque, chargé du contrôle des infrastructures de paiement et de règlement de titres. Dans le cadre des collèges des autorités de surveillance de grands groupes internationaux pour lesquels la Banque agit en qualité d'autorité de contrôle du pays d'origine, des réunions axées sur les technologies de l'information ont également été organisées pour la première fois en 2011 avec les spécialistes du contrôle IT des principales autorités de contrôle des pays d'accueil.

Depuis le début de 2011, la Banque joue un rôle actif et de premier plan au sein du groupe de travail de la Banque centrale européenne (BCE) concernant la sécurisation des paiements en ligne, qui rend compte au forum européen sur la sécurité des paiements de détail (SecuRe Pay) de la BCE. Ce groupe de travail s'est surtout attelé à définir des bonnes pratiques en matière de sécurisation des opérations bancaires en ligne à l'attention des autorités de surveillance de la zone euro et à analyser les différentes menaces qui découlent de ces opérations.

En 2011, comme au cours des années précédentes, une attention particulière a été accordée au contrôle de la continuité et de la fiabilité des services IT et à la sécurisation des plates-formes IT internes des groupes bancaires et d'assurance ayant fait l'objet d'importantes réorganisations. Après deux années sans détection de fraudes en Belgique, une recrudescence, en 2011, des fraudes à l'*e-banking* a remis à l'avant-plan le contrôle de la sécurité des services d'*e-banking* des établissements financiers belges. À cette fin, la Banque travaille en étroite collaboration avec la Fédération belge du secteur financier

(Febelfin) et la *Computer Crime Unit* de la police fédérale afin de combattre ou de réprimer les fraudes. D'une manière générale, les services d'*e-banking* en Belgique obtiennent, comme les années précédentes, d'excellents résultats en matière de sécurisation sur le plan international. La prudence reste cependant de mise, compte tenu de l'inventivité des criminels lorsqu'il s'agit de mettre au point et d'appliquer de nouvelles techniques de fraude.

L'analyse des méthodes quantitatives vise à examiner de manière détaillée les modèles d'évaluation et de mesure des risques utilisés dans les secteurs des assurances, banques et infrastructures de marché, et pour tous les types de risque. À cet effet, la Banque évalue l'adéquation des aspects quantitatifs de la gestion des risques, principalement via des contrôles sur place, où des auditeurs spécialisés dans ces techniques collaborent avec des auditeurs « généralistes », qui interviennent sur les aspects plus qualitatifs. Ces contrôles sur place en matière de méthodes quantitatives, tout en s'intégrant dans les missions d'audit classiques, se concentrent sur les validations des modèles internes qui peuvent être utilisés par les établissements sous contrôle afin de déterminer le niveau de leurs exigences en fonds propres réglementaires. Les nouvelles législations relatives au contrôle des établissements de crédit et des entreprises d'assurance prévoient en effet des possibilités croissantes d'utilisation de modèles internes approuvés par le superviseur, en lieu et place des méthodes standard plus forfaitaires.

En 2011, pour le secteur des assurances, la priorité a été donnée à la préparation de l'entrée en vigueur de Solvabilité II, qui permettra aussi l'utilisation de modèles internes pour la détermination du niveau des exigences en fonds propres réglementaires des entreprises d'assurance. À cette fin, la Banque a continué le développement de son savoir-faire et de sa méthodologie de contrôle de ces modèles, notamment au travers de la réalisation d'un tour d'horizon des modèles pour les risques non-vie (y compris les catastrophes naturelles), une analyse horizontale de la technique des portefeuilles « répliquants » et un approfondissement des « générateurs de scénarios économiques ». Des missions liées à la pré-application des modèles internes Solvabilité II ont été effectuées, ainsi que des missions en application des dispositions permettant l'octroi d'une dispense de provision complémentaire relative aux risques de taux pour les opérations d'assurance-vie à taux garanti et pour les opérations relatives à l'accident du travail.

Une attention particulière est donnée aux conditions de concurrence égales en Europe par le biais des informations obtenues via la participation à un groupe informel d'experts quantitatifs au sein de l'Autorité européenne

des assurances et pensions professionnelles (*European Insurance and Occupational Pensions Authority – EIOPA*) et via la réalisation de plusieurs missions en collaboration avec d'autres superviseurs européens.

Dans le domaine bancaire, l'année 2011 a été marquée par la réception d'un grand nombre de dossiers de modèles internes pour risque de crédit (*internal ratings-based – IRB*). Il s'agit de nouveaux modèles, de suivis des termes et conditions imposées dans le passé ou encore de l'extension à une filiale belge de modèles utilisés au niveau du groupe.

Plusieurs missions ont aussi porté sur les activités de marché, notamment suite à la nouvelle réglementation (*capital requirements directive – CRD III*), qui impose le développement pour la fin de l'année 2011 de nouveaux modèles pour d'autres types de risques (*stressed VaR, incremental risk charge* et *comprehensive risk method*). La Banque s'est par ailleurs préparée à l'introduction de la réglementation relative au risque de contrepartie (*credit valuation adjustment*) qui entrera en vigueur à la fin de 2012. Enfin, d'autres missions relatives au capital économique et au risque opérationnel ont aussi été menées.

Depuis le 1^{er} avril 2011, la Banque traite de manière centralisée et transversale les dossiers opérationnels à caractère institutionnel relatifs aux entreprises dont le contrôle lui a été transféré. Par ailleurs, la mise en place de l'environnement nécessaire aux nouvelles procédures entre l'Autorité belge des services et marchés financiers (*Financial Services and Markets Authority – FSMA*) et la Banque, nées du modèle « twin peaks », qui introduit un contrôle bipolaire reposant sur deux autorités chargées de tâches spécifiques, entre également dans le cadre de ces fonctions opérationnelles transversales, dites de « traitement centralisé ». Plus spécifiquement, ces fonctions transversales couvrent le traitement :

- des dossiers *fit and proper*: honorabilité professionnelle basée notamment sur l'absence d'infraction à la législation pertinente dans le domaine financier, citée à l'article 19 de la loi bancaire, et expérience adéquate des dirigeants des établissements soumis au contrôle prudentiel. Ce traitement s'effectue sur la base, notamment, d'un questionnaire étendu à remettre par les entreprises pour leur candidat. Une analyse de la procédure suivie a été lancée, dans le but d'en améliorer les différents stades;
- des dossiers de notification d'activités en libre prestation de services des établissements établis dans l'Espace économique européen (EEE) et, dans certains cas, hors de l'EEE, soumis au contrôle prudentiel;
- des dossiers des commissaires agréés et des actuaires;

- des relations, par le biais de demandes d'avis, de communications ou d'information, entre la FSMA et la Banque, dans le cadre de dossiers d'établissements soumis au contrôle prudentiel.

En outre, cette structure de « traitement centralisé » est le propriétaire du réseau et le correspondant informatique pour les applications informatiques de contrôle prudentiel, pour lesquelles l'accent a été mis, en 2011, sur la garantie de continuité suite au transfert à la Banque. Elle constitue enfin le premier point de contact, « d'aiguillage », de tout candidat à l'agrément d'un établissement soumis au contrôle.

La « Business analysis » a pour objectif de radiographier et, le cas échéant, d'améliorer les processus au sein des différents services du contrôle prudentiel, en servant notamment de pont avec le département informatique de la Banque. En 2011, ces analyses ont surtout visé à répertorier les différents flux d'informations, à optimiser le processus d'évaluation de l'intégrité et des compétences professionnelles et à définir les besoins des utilisateurs en matière de renouvellement des outils de *reporting*.

3.1.5 Système de garantie de dépôts et contribution de stabilité financière

L'arrêté royal du 14 novembre 2008, modifié par la loi-programme du 23 décembre 2009, a introduit un mécanisme de prélèvements sur les institutions financières dans le cadre du système de garantie des dépôts. Pour mémoire, l'arrêté royal du 14 novembre 2008 prévoyait, d'une part, de porter l'intervention à 100 000 euros par déposant et, d'autre part, de créer le Fonds spécial de protection des dépôts et des assurances sur la vie (« Fonds spécial ») financé par des contributions annuelles s'élevant à 0,31 pour mille du montant des dépôts éligibles au remboursement. Toutefois, l'article 169 de la loi-programme de 2009 a porté à 0,15 % le montant de la contribution annuelle à verser au Fonds spécial.

Ce mécanisme a été contesté par le secteur qui a dès lors tenté de développer une proposition alternative. De plus, un recours en annulation devant la Cour constitutionnelle a été introduit, portant tant sur la contribution annuelle que sur le droit d'entrée unique. S'agissant de la contribution annuelle, la partie plaignante arguait notamment que le prélèvement sur les banques était calculé exclusivement sur la base des dépôts couverts par le système de protection et qu'elle était dès lors touchée de manière disproportionnée par rapport aux établissements financiers qui se financent entièrement ou en grande partie sous d'autres formes. Outre cette violation,

à ses yeux, des articles 10 et 11 de la Constitution relatifs au principe d'égalité et de non-discrimination, la partie plaignante a aussi invoqué une violation des articles 170 et 172 de la Constitution selon lesquels le Roi ne peut être habilité à déterminer un élément essentiel d'un impôt. Si la Cour constitutionnelle a jugé que la contribution et le droit d'entrée n'étaient pas un impôt, mais une rétribution à laquelle ne s'appliquait pas l'article 172 de la Constitution, elle a toutefois statué que le législateur devait respecter le principe d'égalité et de non-discrimination. En particulier, la Cour a estimé qu'il fallait tenir compte du risque que l'autorité publique doive effectivement intervenir et que les dépôts effectués auprès d'un établissement de crédit ne constituent pas un indicateur de ce risque. La Cour constitutionnelle a dès lors annulé la disposition relative à la contribution annuelle. Les effets de la disposition annulée ont toutefois été maintenus jusqu'au 31 décembre 2011 afin de permettre au législateur de modifier la disposition attaquée.

Dans ce cadre, la Banque, et avant elle le Comité des risques et établissements financiers systémiques (CREFS), a répondu à plusieurs demandes du ministre des finances relatives à ce dossier. Dans un premier temps, le CREFS s'est penché sur la proposition alternative formulée par le secteur. Celle-ci reposait sur une enveloppe de cotisations fixes divisée en trois composantes, à savoir : une cotisation dans le cadre du système de garantie des dépôts, une contribution de stabilité financière et une taxe sur les activités financières. Le secteur proposait que les prélèvements effectués dans le cadre de la garantie des dépôts, tout comme les contributions de stabilité financière, soient pondérés par des facteurs de risque.

Le CREFS a exprimé sa préférence pour un prélèvement à deux pans. Le premier repose sur le système de garantie des dépôts dont les cotisations seraient pondérées par le risque. À cette fin, le CREFS s'est prononcé en faveur d'un système similaire à celui proposé par la Commission européenne (CE) dans le cadre de sa proposition de directive afin d'aligner dès à présent le système belge sur les développements européens. De plus, afin de tenir compte des risques liés à la structure de financement des institutions de crédit et plus particulièrement de leur dépendance potentielle aux marchés de financement de gros, le CREFS a préconisé l'introduction d'une contribution de stabilité financière dont la base serait constituée de ces financements de gros. Cette contribution de stabilité financière aurait vocation à alimenter un fonds de résolution.

Le ministre des finances a dès lors demandé à la Banque de lui fournir une proposition de textes légaux et réglementaires permettant de répondre aux objections de la Cour constitutionnelle et introduisant un système à deux piliers,

équivalent en termes de montants à ceux levés en 2011. Les projets de texte ont été transmis en septembre 2011 au ministre des finances. Ces projets comprenaient trois textes. Le premier est un avant-projet de loi instaurant une contribution de stabilité financière et modifiant le calcul de la cotisation au système de garantie des dépôts pour les institutions de crédit belges en y ajoutant une pondération pour le risque. Le deuxième est un avant-projet d'arrêté royal développant les critères techniques permettant le calcul de la cotisation au système de garantie de dépôts. Enfin, le troisième est un avant-projet d'arrêté royal relatif à l'organisation du fonds de résolution chargé de collecter la contribution de stabilité financière. Ces textes ont servi de base à la loi du 28 décembre 2011 instaurant une contribution de stabilité financière et modifiant l'arrêté royal du 14 novembre 2008. Cette loi instaure un fonds de résolution, financé par une contribution de stabilité financière, équivalent à 3,5 points de base du financement professionnel de gros. Ce dernier est calculé comme étant le total du passif duquel sont déduits les dépôts garantis et le capital. Cette nouvelle contribution est due par l'ensemble des institutions de crédit de droit belge. De plus, elle introduit, pour les institutions de crédit de droit belge, un système fondé sur le risque pour le calcul de la cotisation au système de garantie des dépôts⁽¹⁾, le système restant néanmoins insensible au risque pour les sociétés de bourse et les succursales de banques hors Union européenne (UE) soumises au système de garantie de dépôts en Belgique.

3.2 Contrôle prudentiel des banques

En 2011, le contrôle des banques s'est dans une large mesure inscrit sous le signe de la crise financière, qui a touché toutes les institutions avec plus ou moins d'acuité. La surveillance de la liquidité et de la solvabilité a été singulièrement renforcée puisque, outre le *reporting* réglementaire périodique, un *reporting* ad hoc est également exigé, dont la teneur, l'ampleur et la fréquence sont déterminées en fonction des risques avérés ou supposés. Ainsi, les banques systémiques doivent aujourd'hui informer quotidiennement la Banque de leur position de liquidité (cf. en particulier la section 3.2.2). Un autre *reporting* spécifique concerne leur exposition à des classes d'actifs particulières comme les emprunts d'État ou les crédits structurés.

Au cours de l'année sous revue, l'application des nouvelles règles prudentielles en matière de politique de rémunération est également devenue une réalité. Les

pratiques existantes des banques ont été examinées à l'aune des nouvelles règles, et plusieurs banques ont dû sensiblement modifier leur politique.

L'application de la nouvelle méthodologie SREP, présentée à la section 3.1.2 de ce Rapport, fournira à l'autorité de contrôle un puissant instrument lui permettant de cartographier les risques auxquels les banques sont confrontées, de les évaluer et, au besoin, de les faire couvrir par du capital supplémentaire. Cette estimation des risques et cette décision en matière de fonds propres, qui doivent avoir lieu au moins une fois par an, serviront de base au dialogue prudentiel permanent avec la banque, le but étant de parvenir à une meilleure maîtrise des risques.

3.2.1 Actions vis-à-vis du groupe Dexia

Confrontée à des difficultés croissantes pour financer ses activités de manière adéquate sur le marché, Dexia a annoncé, le 10 octobre 2011, sa décision de mettre en œuvre un plan global de restructuration, au centre duquel figurent la vente de la majorité de ses filiales opérationnelles et l'obtention d'une nouvelle garantie d'État sur son financement.

En raison de la persistance de la crise financière qui, depuis 2008, a touché successivement le financement des banques puis celui des pouvoirs publics, la situation de liquidité sur les marchés financiers a été fortement affectée, ce qui a mis à rude épreuve le modèle d'entreprise de Dexia. Ce modèle partait du principe que, grâce à sa notation de crédit élevée, le groupe pourrait se ménager, sans devoir fournir de garanties, un accès constant au marché interbancaire, alors très liquide, ce qui lui permettait dès lors d'octroyer des crédits à long terme, surtout aux pouvoirs publics, mais également aux entreprises et aux particuliers, et en, outre, de se constituer un important portefeuille obligataire. En conséquence, une révision fondamentale du choix stratégique d'opter pour un tel modèle d'entreprise ne peut être menée sur une courte période de temps. De plus, une autre partie du financement provenait de la banque de détail du groupe, Dexia Banque Belgique, qui accordait des crédits intragroupes à des entités n'ayant pas accès au marché des dépôts.

Ayant dû faire appel, à l'automne 2008, à une aide d'État pour résoudre son grave problème de liquidités, Dexia s'est vu imposer un plan de restructuration par la CE en vue de réduire sensiblement sa taille de bilan et son financement à court terme. La CE a approuvé ce plan le 26 février 2010. En 2011, Dexia a poursuivi la mise en œuvre de ce plan, mais la persistance de la crise et l'absence d'investisseurs ont ralenti son exécution en ce qui

(1) Cf. le site Web du Fonds spécial de protection (www.fondsspecialdeprotection.be) pour un aperçu des dépôts tombant sous le système de garantie.

concerne la vente du portefeuille obligataire, voire l'ont paralysée ou presque pour la vente de certaines entités.

En sa qualité d'autorité de contrôle consolidante de Dexia, depuis le 1^{er} avril 2011, la Banque, en collaboration avec ses homologues du collège de contrôle restreint, à savoir les autorités de contrôle française et luxembourgeoise, et du collège élargi, à savoir toutes les autorités de contrôle européennes et non européennes des filiales ou succursales de Dexia, a surveillé attentivement l'amélioration impérative du profil de risque de Dexia, dans le cadre de la restructuration du groupe. À cet égard, les autorités de contrôle ont procédé à une évaluation globale des risques, qui a débouché sur une décision quant aux fonds propres du holding financier Dexia SA et des entités qui en font partie. L'analyse des risques a montré que le risque de liquidité, la position financière des actionnaires de référence, le risque de marché et la révision du plan d'entreprise à la lumière de la crise financière constituaient les principaux risques pour le groupe. Le collège de contrôle a formellement informé Dexia de cette analyse et de sa décision en matière de fonds propres.

L'aggravation de la crise de la dette publique a frappé de plein fouet ce spécialiste des crédits aux pouvoirs publics qu'est Dexia. Parallèlement, les marchés financiers se sont de plus en plus fermés aux projets de vente d'actifs qui devaient alléger les besoins de financement. Les actifs n'ont plus pu se vendre qu'à prix sacrifiés et moyennant de lourdes pertes. La diminution des taux d'intérêt a, par ailleurs, conduit à une augmentation significative des garanties à fournir aux contreparties des opérations de couverture des risques de taux d'intérêt de Dexia (*cash collateral*). Compte tenu de ces éléments, et afin de prendre les devants par rapport au risque d'une nouvelle aggravation de la crise, les autorités de contrôle ont demandé, au deuxième trimestre de 2011, que Dexia mette rapidement au point un plan d'urgence global prévoyant, au cas où les circonstances l'exigeraient, des scénarios qui permettraient de scinder le groupe, de mettre les dépôts des clients à l'abri et d'isoler les actifs illiquides au sein d'une entité distincte.

Même si la vente accélérée de certains actifs, en l'occurrence, le portefeuille de produits financiers américains au début de l'été, a permis à Dexia de continuer à réduire ses risques, une série de facteurs ont accru les doutes des marchés financiers quant à la réussite de la restructuration du groupe Dexia. Une succession d'articles de presse négatifs ont évoqué des retards dans la mise en œuvre du plan de restructuration de Dexia approuvé par la CE, des menaces de révision à la baisse de la notation de crédit, en raison notamment de l'exposition de Dexia à la Grèce, la rentabilité limitée du groupe, ou encore la situation financière du

Holding communal, actionnaire de référence. La défiance croissante s'est traduite par une forte baisse du cours de bourse et une hausse des primes sur contrats dérivés de défaut (*credit default swap*), bloquant progressivement l'accès de Dexia au marché interbancaire.

Afin d'endiguer la nouvelle détérioration de la position de liquidité de Dexia, la Banque a chargé le groupe, à la fin d'août 2011, de mettre en œuvre à court terme ses scénarios d'urgence en procédant à la vente accélérée du portefeuille obligataire et en entamant la procédure de vente d'un certain nombre d'entités opérationnelles importantes du groupe.

La décision de l'agence de notation de crédit Moody's, au début d'octobre 2011, de placer sous revue les notes à long et à court termes du groupe a eu, à nouveau, une incidence très négative sur la possibilité pour Dexia d'encore obtenir du financement à court ou à moyen terme non garanti, et ce alors que le groupe devait faire face à des retraits de dépôts de la clientèle. Lorsque les prévisions en matière de liquidité ont montré que Dexia ne pourrait plus éluder un recours au financement d'urgence des banques centrales, Dexia n'a eu d'autre choix que de décider du démantèlement du groupe.

Le week-end des 8 et 9 octobre 2011, le conseil d'administration a présenté son plan global de restructuration à la Banque. Ce plan comporte la vente des principales entités opérationnelles du groupe. En particulier, Dexia Banque Belgique et ses filiales – à l'exclusion de Dexia Asset Management – sont vendues à la Société fédérale de participations et d'investissement (SFPI), agissant pour le compte de l'État belge. Le plan prévoit par ailleurs que le groupe Dexia résiduel reçoive des garanties financières des pouvoirs publics belges, français et luxembourgeois, pour un montant maximal de 90 milliards d'euros. Dexia n'a pas tardé à entamer des pourparlers avec des investisseurs internationaux intéressés par l'acquisition de Dexia Banque Internationale à Luxembourg, un *memorandum of understanding* (MoU) ayant été signé le 20 décembre entre, d'une part, Precision Capital, un groupe d'investisseurs du Qatar, et l'État luxembourgeois et, d'autre part, Dexia SA. En France, des négociations ont été lancées avec la Caisse des Dépôts et Consignations et la Banque Postale en vue de conclure un accord pour le financement des collectivités locales françaises, ce qui impliquerait notamment la vente partielle de Dexia Municipal Agency, une « société de crédit foncier » du groupe qui refinance des prêts aux collectivités locales par l'émission de *covered bonds*.

Les autres entités du groupe, à savoir Denizbank, RBC Dexia Investor Services et Dexia Asset Management, sont

également destinées à être vendues à brefs délais à des investisseurs étrangers.

La Banque a donné son *nihil obstat* de principe à ce plan de restructuration, qui, à la fin de la période sous revue, devait encore être approuvé par la CE. Le 17 octobre 2011, la CE a décidé d'entamer une procédure formelle d'investigation sur la vente de Dexia Banque Belgique à l'État belge. Pour préserver la stabilité financière, elle a donné son approbation provisoire, c'est-à-dire pour une période de six mois.

Le 21 décembre, la CE a par ailleurs approuvé provisoirement la garantie des États sur le refinancement de Dexia SA et Dexia Crédit Local. Le montant maximal a toutefois été limité à 45 milliards d'euros dans l'attente d'un plan de restructuration ou de liquidation fourni par Dexia SA, qui devra être soumis à la CE au plus tard le 20 mars 2012. La garantie sera limitée aux titres d'une maturité de maximum trois ans, émis avant le 1^{er} juin 2012.

La Banque veille à présent à ce que les risques financiers et opérationnels inhérents à la mise en œuvre du plan de restructuration – et en particulier la scission de Dexia Banque Belgique du groupe résiduel – soient identifiés et gérés de manière adéquate. Un comité de transition, composé de représentants de la SFPI, du groupe Dexia résiduel et de Dexia Banque Belgique, est chargé de préserver la continuité opérationnelle et de veiller à la bonne exécution des opérations à dénouer entre le groupe résiduel et Dexia Banque Belgique.

3.2.2 Suivi et encadrement de la gestion de la liquidité

Les besoins aigus de liquidités qu'a de nouveau connus Dexia SA en 2011 mettent une fois de plus en évidence l'importance primordiale de la gestion de la liquidité par les établissements de crédit et la nécessité d'un suivi et d'un encadrement attentif de cet aspect par l'autorité de contrôle.

S'appuyant sur une analyse de l'approche prudentielle du risque de liquidité effectuée dans le sillage de la crise financière, et après concertation entre autorités de contrôle à l'échelon international, l'autorité belge de contrôle prudentiel a décidé, en 2009, de renforcer encore sa politique de liquidité, dans le prolongement d'initiatives antérieures. Concrètement, elle a instauré des ratios d'observation de la position de liquidité des établissements de crédit. L'objectif de ces ratios est de faire apparaître dans quelle mesure la position de liquidité des établissements concernés peut résister à l'impact

de certaines circonstances exceptionnelles définies par l'autorité de contrôle. Ces ratios sont calculés sur la base du *reporting* périodique en matière de liquidité que transmettent les établissements concernés à l'autorité de contrôle. Les établissements sont tenus de déclarer dans ce *reporting* le montant du matelas d'actifs financiers liquides dont ils disposent à la date du *reporting*, ainsi que les flux de trésorerie prévus et potentiels pour les douze prochains mois. À partir de ce *reporting* standard, des ratios d'observation sont calculés en tenant compte d'hypothèses établies par l'autorité de contrôle et appliquées de manière identique à tous les établissements de crédit belges. Ces hypothèses sont comparables à celles utilisées par les homologues étrangers.

Par ailleurs, l'autorité de contrôle belge a également actualisé ses exigences qualitatives pour la gestion des risques de liquidité en fonction des dernières recommandations internationales en la matière. Le Comité de Bâle avait publié, en septembre 2008, de nouvelles lignes directrices d'ordre qualitatif pour la gestion de la liquidité des établissements de crédit⁽¹⁾, en se concentrant sur les dimensions de la gestion de la liquidité plus particulièrement mises en évidence par la crise financière telles que les plans d'urgence des établissements en matière de liquidité, l'impact des instruments financiers complexes sur la position de liquidité, l'élaboration de tests de résistance pour la position de liquidité des établissements, les risques de liquidité liés aux véhicules hors bilan et les autres obligations potentielles en matière de liquidité, les flux de liquidités transfrontaliers et la gestion des positions de liquidité en différentes devises ou la coordination et la communication entre les autorités de contrôle nationales et les banques centrales. Enfin, le suivi de la position de liquidité des établissements belges s'est intensifié, la fréquence du *reporting* en matière de liquidité ayant été accrue et les délais de transmission ayant été réduits.

La crise financière a, par ailleurs, induit une réorientation fondamentale du débat international entre autorités de contrôle en matière de normes de liquidité. En particulier, le Comité de Bâle et le Comité des superviseurs bancaires européens (*Committee of European Banking Supervisors* – CEBS), auquel a succédé l'EBA, ont pris des initiatives pour harmoniser dans une large mesure la politique de liquidité des autorités de contrôle nationales. À cet effet, ces organes internationaux ont, d'une part, publié les lignes directrices qualitatives harmonisées évoquées ci-dessus, auxquelles tous les établissements de crédit sont tenus de se conformer, et, d'autre part, conclu un accord en décembre 2010 qui vise à instaurer

(1) *Principles for Sound Liquidity Risk Management and Supervision*, Comité de Bâle sur le contrôle bancaire, septembre 2008.

à l'échelle mondiale deux normes quantitatives uniformisées en matière de liquidité (normes de liquidité dites de Bâle III) afin de réduire les écarts de maturité entre actifs et passifs bancaires. Une première norme, le ratio de couverture de liquidité (*liquidity coverage ratio* – LCR), obligera l'établissement de crédit à détenir suffisamment d'actifs liquides de haute qualité – actifs mobilisables dans le cadre d'opérations de cession-rétrocession sur le marché des capitaux ou auprès des banques centrales – afin de faire face à une crise de nature à entraver pendant un mois les capacités de refinancement de ces établissements. Ce LCR vise à atténuer les risques de liquidité à court terme et est comparable, sur le plan méthodologique, aux ratios réglementaires utilisés par l'autorité de contrôle belge pour observer la position de liquidité des établissements de crédit, tout en utilisant d'autres paramètres, définitions et hypothèses pour le scénario simulé. Son adoption sera complétée par l'instauration d'un ratio net de financement stable (*net stable funding ratio*), qui doit garantir que les actifs illiquides et les obligations potentielles hors bilan de la banque sont financés à l'aide de fonds considérés comme stables. L'objectif poursuivi par l'instauration de cette seconde norme de liquidité est d'améliorer la position de liquidité structurelle des banques afin d'empêcher que les actifs illiquides à long terme soient financés de manière excessive par des moyens à très court terme. Les préparatifs ont débuté à l'échelon européen pour l'application à l'ensemble des établissements européens des ratios élaborés par le Comité de Bâle. Des études quantitatives d'impact (*quantitative impact studies* – QIS), présentées plus en détail à l'encadré 4 de la section 2.2.2, ont été menées afin d'analyser l'impact quantitatif de la mise en œuvre de ces ratios.

À la lumière de ces développements internationaux et en vue de l'instauration, prévue à partir de 2015, du LCR, l'autorité de contrôle belge a dès lors décidé d'utiliser à partir du début de 2011 les ratios réglementaires destinés à l'observation de la position de liquidité comme norme de liquidité contraignante pour tous les établissements de crédit belges. Dans certains cas, l'autorité de contrôle pourra accorder des dérogations à des établissements dont les ratios de liquidité réglementaires dépasseraient la norme, le cas échéant en prévoyant des conditions complémentaires comme par exemple une fréquence de *reporting* accrue ou l'activation du plan d'urgence de liquidité de l'établissement. Cette faculté pourrait être utilisée par exemple pour un établissement qui utiliserait son matelas de liquidité dans des circonstances extrêmes, ou encore dans le contexte d'un modèle d'entreprise spécifique qui entraînerait un dépassement structurel de la norme. L'analyse des évolutions de ce ratio réglementaire, présentée à la section 1.2.1, montre que depuis 2009, les établissements de crédit belges ont graduellement

amélioré leur position de liquidité à court terme en vue de l'imposition de ces ratios à partir de 2011. Cette amélioration progressive a toutefois été interrompue par l'intensification de la crise souveraine, qui a notamment limité l'accès aux financements à long terme.

Le recours à cette norme n'a par ailleurs pas empêché la Banque de continuer à mener des actions prudentielles individuelles à l'égard d'établissements présentant un risque de liquidité excessif ou une gestion de la liquidité inadéquate, et de maintenir son suivi minutieux de la position de liquidité de certains établissements financiers. Dans le cas de Dexia, même si les matelas de liquidité existants ont initialement permis de procéder à la restructuration des activités selon les délais prévus, la détérioration de la position de liquidité du groupe a été un des facteurs qui a contribué à la demande, par la Banque, de l'accélération de la réduction du profil de risque (cf. encadré 2, à la section 1.2.1). En outre, la Banque a continué à apporter son concours et sa participation active à la concertation internationale sur l'instauration des normes quantitatives harmonisées en matière de risque de liquidité évoquées ci-dessus.

3.2.3 Contrôle des groupes bancaires transfrontaliers

Le contrôle bancaire se déploie de plus en plus dans un contexte international, en particulier dans le cas des groupes bancaires transfrontaliers. Le contrôle des banques individuelles incombant aujourd'hui toujours aux autorités de contrôle nationales, les collèges de contrôle, où siègent l'autorité de contrôle consolidante (« autorité de contrôle du pays d'origine ») et les autorités de contrôle des filiales ou des succursales importantes (« autorité de contrôle du pays d'accueil ») se voient attribuer un rôle de coordination, avec la mission spécifique de non seulement échanger toutes les informations pertinentes, mais aussi de procéder en commun à des évaluations des risques et à des prises de décisions quant à l'adéquation des fonds propres du groupe transfrontalier et de ses composantes. Lorsque la Banque agit en qualité d'autorité de contrôle du pays d'origine, elle axe son contrôle sur les points suivants :

- pilotage du collège de contrôle conformément à la réglementation européenne et internationale et aux bonnes pratiques observées ;
- réalisation – pour la première fois en 2011 – d'une évaluation conjointe des risques (*joint risk assessment*), d'une évaluation ICAAP conjointe (*joint ICAAP assessment*) et d'une décision commune sur l'adéquation des fonds propres (*joint capital decision*) ;
- mise en place de l'infrastructure destinée à prévoir la gestion de crise pour les cas de crise grave ;

- élargissement du domaine de compétence du collège de contrôle à de nouveaux thèmes tels que le contrôle macroprudentiel, les risques IT ou les risques non financiers;
- réalisation de tests de résistance (EBA).

Lorsque la Banque intervient en qualité d'autorité de contrôle du pays d'accueil d'une importante filiale ou succursale, elle se concentre sur les thèmes suivants: contribuer activement aux travaux du collège et définir la politique de contrôle à l'égard du groupe, en tant que membre du collège de contrôle (restreint), et s'intéresser à tous les aspects qui déterminent la position et les risques de l'entité du pays d'accueil au sein du groupe, tels que les expositions intragroupes et le transfert d'actifs et de passifs. Sans préjudice du rôle croissant des collèges d'autorités de surveillance et de la fonction de coordination de l'autorité du pays d'origine, l'autorité de contrôle du pays d'accueil détient néanmoins la responsabilité finale en ce qui concerne le contrôle des filiales de groupes étrangers.

Certains groupes bancaires belges, tels que KBC et Dexia, ont bénéficié d'interventions publiques, sous la forme d'injection de capital ou de garanties sur actifs ou passifs, et doivent à présent appliquer des plans de restructuration imposés par la CE. Ces plans, dont la mise en œuvre est loin d'être chose aisée dans le contexte de persistance de la crise financière, influencent largement la politique et la position financière de ces établissements. Bien que l'autorité de contrôle bancaire ne soit pas partie prenante à ces plans de restructuration, la Banque en suit attentivement l'exécution, qu'elle doit d'ailleurs approuver s'il s'agit de décisions stratégiques.

3.2.4 Collège d'autorités de surveillance

La Banque exerce le contrôle prudentiel, sur une base consolidée, des groupes bancaires transfrontaliers Dexia et KBC, dont elle est l'autorité de contrôle du pays d'origine. Cette surveillance sur une base consolidée n'entraîne pas le contrôle individuel, par la Banque, de chaque entreprise du groupe bancaire concerné incluse dans le périmètre de consolidation. En ce qui concerne les entreprises réglementées, cela signifie que chaque autorité de contrôle demeure compétente pour le contrôle sur base sociale et sous-consolidée de ces entreprises réglementées. En tant qu'autorité de contrôle du pays d'origine, la Banque est responsable du pilotage et de la coordination des collèges d'autorités de surveillance pour Dexia et KBC. L'exercice du contrôle de ces groupes bancaires internationaux repose sur des MoU entre les autorités de surveillance, qui définissent la procédure et les modalités concrètes de la collaboration.

Le collège élargi des autorités de surveillance de Dexia, qui se réunit physiquement une fois par an, compte des autorités de contrôle de onze pays européens et de quatre pays non européens. La Banque forme, avec l'Autorité de contrôle prudentiel (ACP) française et la Commission de surveillance du secteur financier (CSSF) luxembourgeoise, le collège restreint, qui se réunit tous les trimestres. Elle est l'autorité de contrôle consolidante de l'ensemble du groupe Dexia, tandis que l'ACP et la CSSF sont les autorités de contrôle responsables, respectivement, des sous-groupes bancaires français et luxembourgeois.

Le collège d'autorités de surveillance élargi de KBC rassemble, chaque année, les autorités de dix pays européens et de quatre pays non européens. En 2011, le collège restreint de KBC se composait de neuf autorités de contrôle européennes (Allemagne, Bulgarie, Hongrie, Irlande, Luxembourg, Pologne, République tchèque, Royaume-Uni et Slovaquie). Ce nombre se réduira toutefois au fur et à mesure de l'exécution, par KBC, de son plan de désinvestissement approuvé par la CE.

Les collèges ont pour objectif d'améliorer le contrôle des groupes bancaires transfrontaliers. Ils fonctionnent comme des forums permettant aux autorités de contrôle de se concerter afin de mieux saisir le profil de risque du groupe bancaire ainsi que sa gestion et sa maîtrise des risques, et, partant, d'accorder entre elles les actions prudentielles des différentes autorités de contrôle. Les tâches du collège d'autorités de surveillance consistent notamment à échanger des informations, à convenir de l'attribution de tâches et de la délégation de compétences, et à définir des programmes de contrôle prudentiel.

Conformément à la nouvelle réglementation européenne, les collèges doivent s'efforcer, à partir de 2011, de réaliser une évaluation conjointe des risques (*joint risk assessment*) et de l'adéquation des fonds propres (*joint capital decision*) pour chaque groupe bancaire transfrontalier. Ce processus d'évaluation (SREP) doit déboucher sur une décision commune concernant l'adéquation des fonds propres en fonction du profil de risque du groupe bancaire concerné et sur une décision relative aux fonds propres minimaux que chaque groupe doit maintenir, sur une base consolidée et au niveau de ses filiales européennes, en sus du montant réglementaire calculé selon le pilier 1. Cette évaluation des risques et de l'adéquation des fonds propres doit ensuite constituer la base du *joint home/host supervisory plan* pour 2012.

D'après cette nouvelle réglementation européenne, la Banque, en tant qu'autorité de contrôle du pays d'origine de Dexia et de KBC au sein du collège des autorités de surveillance concernées, est ainsi chargée d'identifier et

d'évaluer les risques auxquels chaque groupe est exposé, pour ensuite vérifier si ce groupe et les entités qui le composent disposent de suffisamment de fonds propres pour les couvrir. Cet exercice commun n'empêche pas que chaque autorité de contrôle conserve sa responsabilité propre en ce qui concerne le suivi prudentiel des entités contrôlées.

Le processus visant à aboutir, au sein du collège, à une évaluation conjointe des risques et à une décision finale commune en matière de fonds propres pour les deux groupes bancaires est un exercice qui a mobilisé une bonne part des activités des collègues en 2011.

La Banque a élaboré, pour les deux groupes bancaires, un projet de rapport exposant l'évaluation des risques sur une base consolidée. À cet effet, elle a recouru à un système interne d'analyse des risques permettant d'évaluer, grâce à un système de cotation (*scorecarding*), la solvabilité, la liquidité et la rentabilité du groupe bancaire, ainsi que les risques inhérents aux activités du groupe, comme le risque de crédit, le risque de marché, le risque de taux et le risque opérationnel, par une mesure quantitative des risques et une mesure qualitative de leur gestion. La Banque a, par ailleurs, procédé à une évaluation de la bonne gouvernance et des fonctions de risque et de contrôle (audit interne, gestion des risques, *compliance*) du groupe bancaire. Les autorités de contrôle du pays d'accueil ont été invitées à effectuer le même exercice pour les entités soumises à leur contrôle, afin de tenir compte de leur propre évaluation des risques dans l'établissement du projet de rapport exposant l'évaluation des risques sur une base consolidée.

Ce rapport sur l'évaluation des risques a été longuement discuté, puis approuvé, au sein du collège des autorités de surveillance des groupes bancaires concernés. S'appuyant sur cette évaluation des risques et sur le processus de détermination et d'évaluation de l'adéquation des fonds propres (ICAAP), le projet de décision en matière de fonds propres au niveau consolidé a fait l'objet d'une discussion au sein du collège. Celui-ci a entériné un accord de principe sur la décision à prendre en matière de fonds propres sur une base consolidée pour le groupe bancaire concerné. S'agissant de la décision en matière de fonds propres à prendre au niveau des entités européennes locales, les autorités de contrôle du pays d'accueil ont exposé leurs propositions au collège.

La Banque a formalisé, pour les deux groupes bancaires, l'évaluation conjointe des risques et la décision commune en matière de fonds propres au niveau consolidé en requérant l'approbation formelle des autorités de contrôle du pays d'accueil à l'issue du collège, ainsi qu'en

demandant la transmission des projets de décision en matière de fonds propres tels qu'élaborés par les autorités de contrôle de pays d'accueil pour les entités européennes locales.

La réglementation européenne stipule que l'ensemble de la procédure doit être finalisé dans les quatre mois suivant la communication de l'évaluation des risques aux autorités de contrôle du pays d'accueil. Jusqu'au 31 décembre 2012, ce délai est toutefois porté à six mois. Tant pour Dexia SA que pour le groupe KBC, la décision commune sur l'adéquation des fonds propres a été transmise dans les temps.

Une fois définitives, cette évaluation conjointe des risques et cette décision commune en matière de fonds propres ont été communiquées par la Banque, en tant qu'autorité de contrôle du pays d'origine, à l'institution concernée, accompagnées d'une décision motivée. Afin de garantir un *due process*, la direction du groupe avait déjà été, lors du processus décisionnel, informée oralement, tant de la méthodologie que des orientations de ces travaux.

Par ailleurs, les travaux du collège concernant Dexia et KBC ont notamment porté sur les tests de résistance et les évaluations des risques menés par l'EBA. Pour KBC, il a en outre été procédé à l'instauration d'un collège spécifique dédié au dossier relatif à l'utilisation par le groupe de l'approche *Advanced IRB* pour le calcul des exigences en capital destinées à couvrir le risque de crédit.

La Banque a participé activement, en tant qu'autorité de contrôle du pays d'accueil des groupes ING et BNP Paribas, aux collèges restreints respectifs de ces deux groupes. Ces travaux des collèges d'autorités de surveillance étrangers concernaient notamment l'évaluation conjointe des risques et la décision commune sur l'adéquation des fonds

TABLEAU 8 ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT SOUMIS AU CONTRÔLE DE LA BANQUE

	Autorité du pays d'origine	Autorité du pays d'accueil	Seule autorité
Grands établissements . . .	DEXIA KBC	BNP Paribas ING	
Autres	5 ⁽¹⁾	20 ⁽²⁾	8

Source : BNB.

(1) Dont trois avec un collège d'autorités de surveillance organisé par la Banque.

(2) Dont cinq avec un collège d'autorités de surveillance auquel la Banque participe en tant qu'autorité d'accueil.

propres de ces groupes bancaires transfrontaliers, ainsi que des domaines comme la gouvernance interne et les risques non financiers.

3.2.5 *Cross-border stability group*

La CBFA et la Banque ont organisé, le 1^{er} mars 2011, la réunion inaugurale du *Cross-border stability group* (CBSG) de Dexia, à laquelle ont pris part des représentants des autorités de contrôle bancaire, des banques centrales et des ministères des finances belges, français et luxembourgeois. Le 1^{er} avril 2011 s'est tenue la réunion inaugurale du CBSG de KBC, qui a rassemblé des représentants des autorités de contrôle bancaire, des banques centrales et des ministères des finances belges, bulgare, hongrois, irlandais, luxembourgeois, polonais, slovaque et tchèque.

L'organisation de ces CBSG répondait à l'objectif du Conseil de l'UE de disposer, pour mi-2011, d'un CBSG pour tous les grands groupes financiers européens. Le cadre institutionnel de ces CBSG est inscrit dans le MoU, du 1^{er} juin 2008, de collaboration entre autorités de contrôle financier, banques centrales et ministères des finances de l'UE en matière de crises financières transfrontalières. Le MoU prévoit l'élaboration de procédures de gestion de crise, basées sur les compétences légales des autorités individuelles et sur les réseaux mutuels existants (dont les collèges d'autorités de surveillance).

Lors des réunions du CBSG de Dexia et KBC, les initiatives européennes et internationales en matière de gestion de crise ont fait l'objet d'un compte rendu. Les autorités de contrôle bancaire concernées ont exposé l'importance systémique du groupe bancaire et abordé les éventuels *crisis triggers* et l'élaboration d'un plan de redressement. Les banquiers centraux et ministères des finances concernés ont discuté du régime de résolution de crise des différents pays.

3.3 Contrôle prudentiel des entreprises d'assurance

Au début des travaux de transposition de la directive Solvabilité II qui doit, en principe, être achevée pour le 31 octobre 2012 afin d'entrer en vigueur au 1^{er} novembre 2012, il a été décidé de procéder à une refonte complète de la loi de contrôle prudentiel des entreprises d'assurance. Cette refonte a amené la Banque à réexaminer les dispositions de la législation actuelle. Certains aspects particulièrement importants ou fondamentaux dans le cadre de la législation prudentielle, tels que la transmission à la Banque des comptes

établis selon les normes comptables belges (*Belgian GAAP*), le rôle des commissaires agréés ou encore le maintien d'un taux maximum en assurance-vie, sont en cours d'analyse. La Banque explore les diverses options et procédera à des consultations ponctuelles sur les propositions qu'elle envisage de faire. Elle aborde également ces questions à l'occasion de contacts trimestriels avec le secteur. Par ailleurs, la Banque a instauré un forum de discussion Solvabilité II, dont le but est de faciliter des échanges informels sur des sujets importants pour les entreprises et sur les développements majeurs de la réglementation européenne concernant Solvabilité II. Ce forum se réunit tous les deux mois et rassemble les dirigeants des six grandes entreprises d'assurance belges, y compris un holding d'assurance.

3.3.1 Actions de contrôle prudentiel

Dans un contexte marqué par de graves tensions sur les marchés financiers, les autorités de contrôle ont été attentives aux incidences de ces circonstances exceptionnelles sur la position financière et les résultats des établissements contrôlés. L'une de leurs préoccupations spécifiques a concerné les conséquences de l'abaissement de la notation de plusieurs pays. La Banque a, en particulier, mené une enquête sur la détention, par les entreprises d'assurance, de titres émis par des États périphériques de la zone euro et a en même temps accordé une attention particulière aux expositions des entreprises d'assurance sur les établissements financiers.

Les informations ainsi recueillies ont été utilisées dans le cadre d'analyses horizontales et ont servi pour la concertation sectorielle relative à l'engagement du secteur privé dans le deuxième programme d'aide à la Grèce. Elles ont en outre été transmises à l'EIOPA dans le cadre de collectes de données à l'échelon européen. Cette transmission doit permettre à l'EIOPA d'obtenir une meilleure vue de la situation financière des grands groupes d'assurance en Europe et d'élaborer des options stratégiques pour faire face à une éventuelle situation d'urgence.

Ces analyses et enquêtes n'ont pas révélé de situation insurmontable requérant une action immédiate sous la forme de plan de redressement ou de financement. La Banque suit toutefois de très près l'évolution de la situation et procède aux préparatifs nécessaires pour pouvoir intervenir rapidement auprès des établissements dont la situation financière évolue moins favorablement. En particulier, des scénarios ont été élaborés pour analyser l'incidence sur la position financière de plusieurs entreprises d'assurance d'un scénario de tension sur les marchés financiers. Les grands groupes d'assurance ont aussi

apporté leur contribution à l'EIOPA en vue de la réalisation d'un test de résistance (cf. section 1.2.2).

Dans le cadre de son contrôle des entreprises d'assurance, la Banque a procédé à l'octroi d'agrèments sollicités par des assureurs pour l'exercice d'activités dans de nouvelles branches d'assurance et a également octroyé des autorisations pour des ouvertures de succursales. Elle a, en outre, pris acte de l'intention de certaines entreprises de démarrer des activités relevant du régime de libre prestation de services, en vertu duquel les autorités de contrôle du pays où s'opère la prestation de services doivent être informées des intentions des entreprises concernées. Elle a procédé à l'approbation de fusions et de cessions, ainsi que de modifications opérées dans l'actionnariat des entreprises et de nominations de nouveaux administrateurs.

En raison des tensions persistantes sur les marchés financiers, le respect par plusieurs établissements contrôlés de la marge de solvabilité exigée s'est avéré problématique et des mesures prudentielles ont dû être prises afin de faire face à cette situation. Plusieurs entreprises ont fait l'objet d'une restructuration ou d'une réorganisation. La Banque a veillé au bon déroulement de ces opérations.

L'adoption prochaine d'un nouveau régime prudentiel a constitué un autre point d'attention. Les résultats des entreprises qui ont participé à la cinquième étude quantitative d'impact réalisée dans le cadre du projet Solvabilité II (QIS5) ont été analysés en détail (cf. encadré 3, à la section 1.2.2). Les conclusions de cette analyse sont satisfaisantes, mais il convient de sensibiliser davantage les entreprises qui n'y ont pas participé au fait que le nouveau cadre réglementaire entrera bientôt en vigueur et qu'il n'est pas souhaitable qu'elles continuent à postposer l'acquisition de l'expertise nécessaire à cet effet.

Enfin, la Banque s'est penchée sur les dossiers en matière de modèles et de dispenses de dotation à la provision complémentaire relative au risque de taux, tant pour les opérations d'assurance-vie à taux garanti que pour les opérations relatives à l'accident du travail. Pour les dossiers relatifs aux modèles, les analyses ont fourni des résultats très satisfaisants, tous les modèles introduits ayant obtenu un score élevé, voire un score maximal. Pour les dossiers de dispense, la situation est également positive et la plupart des entreprises ayant introduit un dossier peuvent bénéficier d'une dispense élevée ou totale.

3.3.2 Pré-application des modèles internes

Dans le contexte du pilier 1 du nouveau cadre prudentiel Solvabilité II, les entreprises d'assurance pourront calculer leurs exigences réglementaires en capital sur la base d'un modèle interne pour autant qu'elles en aient reçu l'autorisation de la part du superviseur. Pour pouvoir entamer les travaux préliminaires aux travaux de validation qui devront être mis en œuvre dans le cadre des dossiers d'application des modèles internes (*application process*), les entreprises d'assurance ont été invitées à prendre part à une procédure dite de pré-application.

Durant l'année 2011, les travaux de pré-application des modèles internes ont débuté à la Banque pour les entreprises qui avaient introduit un dossier en réaction à la « circulaire pré-application » du 18 février 2011 et que la Banque a autorisées à prendre part à la pré-application. Les critères utilisés pour déterminer si une entreprise était acceptée en phase de pré-application ont été établis par référence aux critères proposés dans le document de guidance du Comité européen des contrôleurs d'assurance et de pensions professionnelles (*Committee of European Insurance and Occupational Pension Supervisors – CEIOPS*), prédécesseur de l'EIOPA: *CEIOPS Level 3 guidance document on Solvency II: Pre-application process for Internal Models* de mars 2010. Au total, 11 dossiers ont été transmis à la Banque en réponse à la « circulaire pré-application » et quatre dossiers supplémentaires ont été annoncés et seront probablement transmis en 2012.

La Banque a aussi pris contact avec certaines entreprises dont elle s'attendait à ce qu'elles introduisent un dossier de pré-application mais qui ne l'ont pas fait. Il s'agit d'entreprises appartenant à des groupes complexes ou ayant une importante part de marché ou dont l'activité est spécifique et pour lesquelles la formule standard ne semble pas appropriée en vertu du deuxième critère du document de guidance de CEIOPS, à savoir le caractère systémique des dites entreprises.

Sur la base des dossiers reçus, la Banque a déterminé quelles entreprises sont acceptées pour la procédure de pré-application. En effet, les modèles internes des entreprises présentent des degrés de conformité variables par rapport aux exigences de la directive Solvabilité II. Les dossiers des entreprises pour lesquelles la Banque n'a pas confirmé la participation devront être complétés et réintroduits ultérieurement, lorsque la conformité des modèles internes avec les exigences de la directive aura été améliorée.

Les analyses ont débuté après la réception des dossiers le 30 avril et des contacts ont été organisés avec la plupart

des entreprises pour discuter des dossiers transmis. En outre, les collèges de superviseurs qui avaient été mis en place pour coordonner les travaux de supervision ont entamé ou poursuivi leurs travaux en intégrant la pré-application. Le cas échéant, un collège de superviseurs a été créé et des revues sur place de courte durée ont déjà eu lieu sur des sujets spécifiques (risque de marché, portefeuille « répliquant », modèles internes non-vie, catastrophes naturelles), ou sont sur le point de débiter. Ces travaux continueront en 2012 et seront étendus à l'ensemble des entreprises acceptées pour la procédure de pré-application.

Suite à ces travaux, la Banque a pu constater que les entreprises ont déjà réalisé des avancées importantes, mais elle a également identifié un certain nombre de défis majeurs. Les constatations qui font l'objet de rapports à destination des entreprises concernent principalement les plans de mise en œuvre, la méthodologie et les modalités d'utilisation des modèles internes. Elles sont discutées lors des réunions du forum Solvabilité II mentionné préalablement.

3.3.3 Contrôle des groupes d'assurance

L'organisation du contrôle des groupes d'assurance vise à anticiper les exigences du régime Solvabilité II en renforçant l'harmonisation et en procédant à une application cohérente de la réglementation en vue d'assurer, à l'aide d'un ensemble commun de règles (*European single rule book*), un niveau de contrôle élevé et effectif des groupes transfrontaliers. Les objectifs principaux sont non seulement la protection des preneurs d'assurance et la préservation de la stabilité financière, mais également la prévention de l'arbitrage réglementaire et le maintien de conditions de concurrence égales.

Dans le cadre du contrôle des groupes d'assurance, la Banque est présente dans neuf collèges de superviseurs. Elle préside trois de ces collèges en tant qu'autorité de contrôle du pays d'origine. Elle participe aux autres en tant qu'autorité de contrôle du pays d'accueil. Pour deux autres groupes d'assurance, la création d'un collège de superviseurs avec la Banque en qualité d'autorité de contrôle du pays d'origine fait actuellement l'objet d'une analyse. Enfin, dans le cas des plus petits groupes, la coordination transfrontalière s'opère principalement sur une base bilatérale dans le cadre de comités de coordination.

Au cours de l'année écoulée, la Banque a effectué des actions de contrôle spécifiques destinées aux groupes dont elle est autorité de contrôle du pays d'origine. En qualité d'autorité de contrôle du pays d'accueil, elle s'est

TABLEAU 9 ENTREPRISES D'ASSURANCE SOUMISES AU CONTRÔLE DE LA BANQUE

	Autorité du pays d'origine	Autorité du pays d'accueil	Seule autorité
Groupes complexes	Groupe KBC Groupe Dexia Groupe Ageas Groupe Ethias Groupe P&V	Groupe AXA Secura (Groupe QBE)	
Entreprises internationales		29	
Autres	4		53

Source : BNB.

régulièrement concertée avec les autres autorités de contrôle de groupes dont une entité relève du contrôle prudentiel belge.

Lors des réunions d'un collège de superviseurs, les différentes autorités de contrôle et les représentants du groupe d'assurance sont invités à échanger et à commenter des informations relatives à une série de domaines spécifiques. Les principaux aspects abordés sont la réalisation d'un test de résistance, le suivi de la position financière, l'analyse des opérations intragroupes, le traitement du dossier de pré-application et l'analyse de certains risques spécifiques, tels que le risque de catastrophe.

Le plan d'action destiné aux collèges de superviseurs auxquels la Banque participe en tant qu'autorité de contrôle du pays d'origine, comprenait, outre les objectifs généraux, trois objectifs particuliers: l'échange des résultats du QIS5 et une discussion de leur suivi, la définition d'un calendrier pour le traitement du dossier de pré-application des modèles internes au niveau des groupes et la mise en œuvre d'un exercice de simulation de crise s'appuyant sur le plan d'urgence actuel.

3.4 Oversight et contrôle prudentiel des infrastructures de marchés financiers

Depuis l'adoption du modèle de contrôle « twin peaks » en avril 2011, la Banque est chargée tant de l'*oversight* des infrastructures de marchés financiers que du contrôle

TABLEAU 10 INFRASTRUCTURES DE MARCHÉS FINANCIERS SOUMISES AUX CONTRÔLE ET OVERSIGHT DE LA BANQUE

	Collège international de contrôle / accord d'oversight coopératif		La Banque intervient comme seule autorité
	La Banque intervient comme autorité principale	La Banque participe sous la conduite d'une autre autorité principale	
Contrôle prudentiel	Bank of New York Mellon SA (BNYM) ⁽¹⁾		Succursale belge de BNYM Établissements de paiement et de monnaie électronique (±15)
Contrôle prudentiel et oversight	Euroclear Belgium (ancienne CIK) (ESES) Euroclear SA/NV	LCH.Clearnet SA	Euroclear Bank ⁽²⁾ Atos Worldline ⁽³⁾
Oversight	SWIFT	Target2 Securities (T2S) ⁽³⁾ Target2 (T2) ⁽³⁾ CLS	NBB-SSS Bancontact/Mister Cash ⁽³⁾ CEC ⁽³⁾ MasterCard Europe ⁽³⁾

Source : BNB.

(1) BNYM SA est le siège européen du groupe BNYM. La Banque est l'autorité principale du collège des autorités de contrôle européennes.

(2) La Banque collabore ponctuellement avec d'autres banques centrales concernées.

(3) Peer review au sein de l'Eurosystème.

prudentiel des établissements réglementés qui gèrent ces infrastructures. L'oversight des infrastructures de paiement et de liquidation réalisé par la Banque s'inscrit dans le cadre de sa mission de promouvoir la sécurité et l'efficacité de l'ensemble du système financier. Le contrôle prudentiel vise, quant à lui, à garantir la solidité des infrastructures de marché au niveau microéconomique, contribuant ainsi à maintenir la confiance des contreparties de l'établissement et, donc, à promouvoir la stabilité financière. Afin de mettre en commun l'expertise et de renforcer les synergies entre la fonction d'oversight et celle du contrôle prudentiel, ces deux fonctions sont assumées par la même équipe.

Nombre d'infrastructures qui font l'objet d'un oversight et/ou d'un contrôle par la Banque présentent une dimension internationale, certaines limitant leurs opérations à la zone euro, d'autres opérant à l'échelle mondiale. Conformément aux principes de coopération en matière d'oversight et de contrôle, la Banque assume le rôle de *lead overseer/supervisor* des infrastructures internationales établies en Belgique, telles que la *Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication* (SWIFT) et Euroclear. Corollairement, la Banque prend aussi une part, sous la direction des banques centrales ou des autorités de contrôle des pays concernés, dans l'oversight et le contrôle coopératifs d'infrastructures internationales établies en dehors de la Belgique mais fournissant des services à la Belgique.

3.4.1 Oversight

SWIFT

La Banque assume la fonction de *lead overseer* de SWIFT, la société étant basée en Belgique. L'oversight de SWIFT est réalisé en collaboration avec les banques centrales du G10. SWIFT n'est pas un système de paiement, mais un prestataire essentiel de services de messagerie pour des infrastructures de paiement et de règlement de titres du monde entier. L'oversight de SWIFT réalisé par la Banque se justifie par son importance cruciale pour la sécurité et l'efficacité des systèmes de paiement et de règlement de titres.

En 2011, SWIFT a transmis aux *overseers* une version actualisée de son rapport d'autoévaluation concernant les *high level expectations* (HLE). Ces exigences de haut niveau constituent le cadre de l'oversight des activités de SWIFT. La démonstration de conformité aux HLE effectuée par SWIFT ne reflète pas l'opinion des *overseers*, mais l'évaluation propre de SWIFT par rapport aux HLE.

Un des principaux points d'attention des activités d'oversight en 2011 a été le suivi de nouveaux projets lancés par SWIFT dans le cadre de sa stratégie SWIFT2015. Ces projets ont été analysés par les *overseers* car ils ont une incidence sur les services critiques de FIN et de SWIFTNet. FIN est le service de messagerie de SWIFT en mode différé, tandis que SWIFTNet est la plate-forme, basée sur le protocole Internet, qui offre FIN ainsi qu'un grand

nombre d'autres produits et services de SWIFT. Les autres domaines sur lesquels ont porté l'*oversight* de SWIFT incluent la cyberdéfense, les activités d'audit IT, la gestion des risques de sécurité et la gestion des risques au niveau de l'entreprise.

Oversight des schémas de paiement par carte et système de paiement de détail

En 2010, les rapports d'évaluation de la conformité des schémas de paiement par carte de nature domestique au regard des standards harmonisés du Système européen de banques centrales (SEBC) ont été finalisés et soumis à un examen par les pairs (*peer review*). Pour la Belgique, la Banque a évalué la conformité du schéma Bancontact-MisterCash. L'évaluation des schémas de paiement par carte de nature internationale a également progressé durant la même période. La Banque assume le rôle de *lead overseer* pour MasterCard Europe dont le siège central est établi en Belgique.

L'évaluation de ces schémas domestiques et internationaux devrait donner lieu à la présentation par l'Euro-système d'un rapport relatif à l'ensemble du secteur en Europe à l'horizon de fin 2011 – début 2012. Les résultats principaux en seront publiés sur une base agrégée. Comme il est de pratique courante lors de tout exercice d'évaluation, les résultats relatifs à chaque entité évaluée peuvent donner lieu à des recommandations adressées directement à l'autorité en charge de la gouvernance de ladite entité. Il est ensuite attendu de cette dernière qu'elle établisse un plan d'action afin de suivre ces recommandations ou qu'elle démontre qu'une réduction équivalente des risques sera obtenue par des adaptations organisationnelles adéquates.

Dans le domaine des systèmes de paiement de détail, l'*oversight* a porté sur le Centre d'échange et de compensation (CEC), qui est la chambre de compensation automatisée belge. Ce système, qui appartient au secteur bancaire et est opéré par la Banque, traite les paiements de détail sous la forme de virements (nationaux et SEPA – *Single Euro Payments Area*), cartes de crédit et de débit, domiciliations et échanges de chèques. La liquidation s'effectue une fois par jour sur une base nette multilatérale. Dans la classification des risques utilisée au niveau européen, le CEC est considéré comme un système important, mais ne présentant pas de caractère systémique. La conformité avec les standards applicables à cette catégorie de système avait déjà fait antérieurement l'objet d'une évaluation. Ces dernières années, la Banque, dans son rôle d'*overseer* du CEC, a renforcé ses exigences en matière de gestion du risque financier et a recommandé au système d'accroître la fréquence des cycles de

liquidation. L'objectif est de limiter les montants concernés si un participant devait être dans l'impossibilité de faire face à ses obligations. La mise en place de plusieurs cycles de liquidation par jour dans le CEC, qui constitue pour celui-ci un changement fondamental, a fait l'objet d'un accord avec ses propriétaires. L'introduction de ces nouvelles modalités de liquidation pourrait être liée à un autre grand projet qui devrait être réalisé prochainement, à savoir la migration du CEC vers une chambre de compensation automatisée compatible avec les normes SEPA.

Oversight des systèmes de règlement de titres

La Banque exerce ses responsabilités en matière d'*oversight* des systèmes de règlement de titres (*securities settlement systems – SSS*) à l'égard de quatre entités offrant des services de règlement en Belgique, à savoir les sociétés du groupe Euroclear (Euroclear SA/NV – ESA –, Euroclear Bank – EB – et Euroclear Belgium) et le NBB-SSS, le système de règlement de la dette du gouvernement belge et d'autres titres négociables à échéance fixe.

ESA est la société-mère du groupe Euroclear. Elle détient les plates-formes de traitement des titres et offre plusieurs services communs aux dépositaires centraux (internationaux) de titres – DC(IT) – du groupe. Tandis que l'*oversight* de ces DC(IT) est toujours exercé individuellement par chaque autorité compétente, un accord de coopération international a été élaboré en vue de la coordination des initiatives réglementaires liées aux services communs proposés par ESA aux DCT du groupe. La Banque est chargée de coordonner ce processus de coopération multilatérale.

Euroclear ayant décidé d'abandonner son projet de plate-forme unique et plutôt de moderniser les plates-formes locales existantes, les *overseers* du groupe Euroclear ont tenu à s'assurer que les besoins de chaque marché étaient dûment pris en considération lors de l'élaboration du plan d'investissement. Pour la gouvernance interne du projet, la gouvernance de l'IT et des différentes commissions qui décident de la hiérarchisation des priorités ont été jugées appropriées. Pour la gouvernance externe, un questionnaire a été envoyé aux DCT locaux d'Euroclear et à des participants sélectionnés au sein des *Market Advisory Committees* afin d'examiner comment ceux-ci évaluaient leur rôle dans le processus décisionnel d'Euroclear et de voir si les décisions d'Euroclear étaient correctement communiquées et expliquées au marché.

La Banque est aussi en charge de la surveillance d'Euroclear Belgium, dépositaire central de titres pour les valeurs mobilières belges, qui est un des DCT nationaux intégrés dans le groupe Euroclear. Euroclear Belgium opère sur la même plate-forme IT « ESES » (*Euroclear Settlement for*

Euronext-zone Securities) qu'Euroclear France et Euroclear Nederland. La structure de gouvernance des trois DCT de l'ESES a également fait l'objet d'une harmonisation. Les *overseers* et les autorités de contrôle de ces trois pays ont conclu un accord de coopération portant sur les matières liées aux DCT de l'ESES. Les autorités ont aussi ajusté les dispositions prises par l'ESES en matière de communication de crise, en raison de la probabilité élevée qu'un incident IT survenant sur la plate-forme de l'ESES touche les trois DCT.

Enfin, la Banque est aussi *overseer* du DCIT du groupe, EB. Cette institution, qui fournit des services de règlement et de conservation de valeurs mobilières internationales, qu'il s'agisse d'obligations, d'actions ou d'organismes de placement collectif, a fait l'objet en 2011 d'une évaluation par rapport aux normes SEBC-CESR, Comité européen des régulateurs des marchés de valeurs mobilières (*Committee of European Securities Regulators*), prédécesseur de l'ESMA. Une attention particulière a été accordée aux matières afférentes à la gestion des risques de liquidité.

À la suite d'une analyse des incidences d'une panne IT à long terme touchant à la fois les centres actifs et les deux centres de sauvegarde des données desservant les DC(I)T du groupe Euroclear, la Banque a demandé en 2011 à EB de réaliser une analyse plus approfondie des services lui étant propres, notamment des interdépendances avec d'autres acteurs et infrastructures du marché. Cette analyse doit fournir de plus amples informations quant à la capacité d'EB de remplir des fonctions critiques, même dans le scénario extrême où tous les centres de données seraient inopérants pendant une période de cinq jours. Elle portera, en particulier, sur la capacité d'EB de hiérarchiser les priorités pour les opérations systémiques, sur l'accessibilité des données historiques, ainsi que sur les interactions avec les contreparties (participants, banques centrales, dépositaires, correspondants).

En dehors d'Euroclear, la Banque a finalisé, en 2011, l'évaluation du système NBB-SSS à la lumière des recommandations du SEBC-CESR pour les systèmes de liquidation de titres. Un schéma de mise en œuvre des recommandations⁽¹⁾ a été convenu avec l'opérateur.

3.4.2 Contrôle prudentiel d'établissements gérant des infrastructures de marchés financiers

Comme indiqué dans l'introduction de cette section, la Banque procède, à côté de l'*oversight* des plates-formes d'infrastructures de paiement et de règlement de titres, au contrôle prudentiel des institutions directement liées à ces infrastructures lorsque celles-ci ont le statut

d'établissements de crédit ou de paiement. En Belgique, ceci concerne en particulier Bank of New York Mellon (BNYM), le groupe Euroclear et les établissements de paiement et de monnaie électronique.

Le groupe BNYM, qui est principalement actif en compensation, règlement et conservation, a mis en œuvre, en 2009 et 2010, une stratégie visant à renforcer sa présence en Europe via son entité belge BNYM SA, par le biais d'acquisitions et de créations de succursales. Le groupe a poursuivi sa stratégie en 2011 en intégrant à sa succursale allemande une société allemande acquise en 2010 et en ouvrant une nouvelle succursale en France. La Banque a surveillé l'intégration des entités acquises sous l'angle des trois principaux risques liés aux activités de compensation, règlement et conservation, à savoir le risque opérationnel, le risque de liquidité et le risque de crédit. Anticipant l'issue de cette première phase de réorganisation de la présence du groupe en Europe, la Banque a par ailleurs entrepris de rassembler périodiquement les autorités de régulation concernées par la présence de succursales de BNYM SA dans leur juridiction afin de préparer la mise en place d'un collège de superviseurs tel que prescrit par la directive CRD III. Ce collège a été formellement constitué au cours des derniers mois de l'année 2011.

Le contrôle prudentiel du groupe Euroclear a surtout porté, durant l'année 2011, sur le suivi de la rentabilité du groupe, dans un contexte marqué par l'abandon du programme stratégique de plate-forme unique en 2010 et le changement d'équipe dirigeante. La transposition adéquate des principes de la CRD III en matière de politique de rémunération, qui vise à établir un lien clair et solide entre les rémunérations perçues par les dirigeants d'un groupe et la poursuite des intérêts à long terme de celui-ci, a également fait l'objet d'une attention particulière. Par ailleurs, un accord de coopération relatif au contrôle des opérations de règlement-livraison externalisées par Euroclear Belgium à Euroclear France a été conclu entre les autorités belges (la Banque et la FSMA) et françaises (l'Autorité des marchés financiers et la Banque de France) le 1^{er} juillet 2011 afin de permettre aux autorités belges de continuer à contrôler le respect par Euroclear Belgium de ses obligations au regard du droit belge.

Enfin, le contrôle prudentiel des établissements de paiement est entré en régime de croisière en 2011 car la directive européenne du 13 novembre 2007 sur les services de paiement fixait la date du 30 avril 2011 comme date limite de régularisation de la situation des

(1) L'évaluation et les recommandations en termes d'*oversight* peuvent être consultées sur www.nbb.be/doc/ti/AssessmentNBBSSS_CPSS_IOSCO_May2011.pdf.

Encadré 5 – Synergie pour l'*oversight* et le contrôle prudentiel d'Euroclear

Si le groupe Euroclear faisait déjà l'objet, depuis plusieurs années, d'une collaboration entre la Banque et l'ex-CBFA, le rassemblement au sein d'une entité unique de la Banque du contrôle prudentiel et de l'*oversight* d'Euroclear a permis de développer plus de synergies selon les axes suivants :

- la collecte d'informations, afin d'assurer un partage complet des informations prudentielles et d'*oversight*, et de supprimer les éventuels doublons ;
- l'harmonisation et l'alignement des activités de contrôle, afin
 - a) d'éviter la répétition inutile de certaines tâches et de mobiliser au mieux les expertises disponibles, par exemple, en faisant porter certains contrôles prudentiels sur place sur des points d'attention en matière d'*oversight* ;
 - b) que des équipes intégrant contrôle prudentiel et *oversight* procèdent à certaines analyses de risques permettant de combiner les deux approches dans une perspective globale ;
 - c) que les analyses et les conclusions en matière d'*oversight* et de contrôle fassent l'objet de discussions et de vérifications réciproques en vue d'aboutir à des analyses et des conclusions intégrant ces deux aspects.
- les contacts avec l'établissement, afin de parler d'une seule voix pour l'*oversight* et le contrôle prudentiel des classes de risques élevés, comme par exemple le risque de liquidité, le risque opérationnel, la gouvernance ou le risque de crédit. Pour chaque exigence ou recommandation formelle à l'attention d'Euroclear, il sera systématiquement fait référence au statut concerné, à savoir contrôle prudentiel ou *oversight* ;
- l'évolution vers un plan annuel commun comportant un volet *oversight* et un volet prudentiel, confrontant ainsi l'analyse de risques réalisée sous l'angle microprudentiel et celle effectuée sous l'angle du risque systémique.

entités prestataires de services de paiement déjà actives au 25 décembre 2007. Dès lors, un ensemble de sociétés répondant à ces conditions ont reçu un agrément en tant qu'établissement de paiement à l'issue de l'analyse de leur dossier de demande d'octroi.

Par ailleurs, différentes sociétés désireuses d'entamer des activités dans le domaine des services de paiement ont

présenté leur projet à la Banque afin de déterminer si les services envisagés appartenaient effectivement au champ d'application de la directive sur les services de paiement. Plusieurs de ces sociétés ont formellement introduit leur dossier de demande d'agrément suite à cette analyse préalable. Certaines d'entre elles se sont vues octroyer l'agrément en tant qu'établissement de paiement et ont lancé leurs activités durant l'année 2011.

TABLEAU 1 CARTOGRAPHIE DES INSTITUTIONS SOUMISES AU CONTRÔLE DE LA BANQUE NATIONALE DE BELGIQUE⁽¹⁾

(données en fin de période)

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Compagnies financières										
<i>Total</i>	10	8	8	9	7	7	7	6	6	6
Établissements de crédit										
Établissements de crédit de droit belge	65	61	59	54	51	52	51	48	48	48
Établissements de monnaie électronique	-	-	-	-	-	-	2	2	2	2
Succursales établies en Belgique d'établissements de crédit relevant du droit d'un État non membre de l'EEE	10	10	9	9	8	9	9	9	9	9
Succursales établies en Belgique d'établissements de crédit relevant du droit d'un autre État membre de l'EEE	36	38	36	41	46	49	47	47	50	52
<i>Total établissements de crédit</i>	111	109	104	104	105	110	107	104	107	109
Établissements de paiement agréés de droit belge										
<i>Total</i>	0	0	0	0	0	0	0	0	0	9
Organismes de liquidation de droit belge et organismes assimilés à des organismes de liquidation										
<i>Total</i>	0	0	0	2	2	2	2	2	2	2
Entreprises d'assurance										
Entreprises d'assurance de droit belge	123	118	118	110	107	106	100	97	97	96
Succursales établies en Belgique d'entreprises d'assurance relevant du droit d'un autre État membre de l'EEE	73	66	60	58	54	50	51	51	50	53
Succursales établies en Belgique d'entreprises d'assurance relevant du droit d'un État non membre de l'EEE	6	5	3	3	0	0	0	0	0	0
Selon spécialisation										
Entreprises d'assurance Vie	30	31	31	30	29	29	30	29	28	26
Entreprises d'assurance Non-Vie	140	127	122	116	109	104	99	95	93	96
Entreprises d'assurance Mixte	32	31	28	25	23	23	22	23	24	25
Entreprises de réassurance	0	0	0	0	0	0	0	1	2	2
<i>Total entreprises d'assurance</i>	202	189	181	171	161	156	151	148	147	149
Libre prestation de services										
Établissements de crédit	411	433	471	489	506	522	564	571	587	641
Entreprises d'assurance	629	670	681	740	762	791	878	873	893	976
<i>Total libre prestation de services</i>	1 040	1 103	1 152	1 229	1 268	1 313	1 442	1 444	1 480	1 617
Sociétés de bourse agréées en Belgique⁽²⁾										
<i>Total</i>	40	37	36	31	27	26	23	23	23	22

Source : BNB.

(1) La liste nominative des institutions soumises au contrôle de la Banque peut être consultée sur le site web : www.bnb.be.

(2) Dans le cadre de la répartition des tâches convenue avec la FSMA, la Banque exerce également le contrôle de seize succursales d'entreprises d'investissement relevant du droit d'un autre État membre de l'EEE.

TABLEAU 2 STRUCTURE DU BILAN DES ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT DE DROIT BELGE PAR PRODUITS⁽¹⁾

(données en fin de période, sur une base consolidée, milliards d'euros)

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	Septembre 2011
Actif										
Prêts et avances aux établissements de crédit	214,8	206,8	212,6	277,3	285,7	320,8	213,2	156,1	195,8	211,3
Prêts et avances autres que ceux accordés aux établissements de crédit	421,3	428,8	482,9	591,8	591,0	666,2	555,6	536,5	506,6	509,9
<i>p.m. Prêts hypothécaires</i>	93,6	117,4	132,0	154,7	189,7	208,3	132,2	158,3	178,5	185,0
Titres d'emprunt	278,0	283,0	291,0	320,0	319,3	296,2	298,8	264,7	231,9	214,8
Instruments de capitaux propres	13,0	18,0	31,0	48,0	64,4	52,8	15,9	8,8	5,8	4,8
Dérivés	-	-	-	-	51,8	120,5	223,1	135,1	133,2	168,7
Autres actifs	97,5	96,4	125,7	132,2	109,7	122,0	115,6	89,3	77,7	75,4
Total actif	1 024,6	1 033,0	1 143,2	1 369,3	1 422,0	1 578,4	1 422,1	1 190,5	1 151,1	1 184,7
Passif										
Dettes envers les établissements de crédit	254,9	257,3	281,6	412,6	415,3	431,7	276,2	167,6	177,2	151,8
Dépôts ⁽²⁾	406,6	416,7	456,1	502,7	556,4	582,4	557,4	541,8	511,4	543,7
<i>p.m. Dépôts d'épargne réglementés</i> ⁽²⁾	110,5	129,0	146,9	153,8	142,7	131,1	129,2	163,5	186,4	193,7
Obligations et autres titres de créance	128,8	115,2	113,9	119,5	159,3	179,1	124,4	150,0	125,3	111,0
Dérivés	-	-	-	-	72,1	122,3	232,7	147,8	148,5	184,9
Passifs subordonnés	25,8	23,9	23,7	24,3	25,7	36,0	37,0	30,2	29,4	27,0
Autres passifs	187,7	232,9	273,2	273,2	145,9	159,6	145,3	99,4	102,1	110,6
Capitaux propres et intérêts minoritaires	30,5	32,2	35,0	37,0	47,3	67,3	49,1	53,7	57,2	55,8
Total passif	1 024,6	1 033,0	1 143,2	1 369,3	1 422,0	1 578,4	1 422,1	1 190,5	1 151,1	1 184,7

Source : BNB.

(1) Données établies selon les normes comptables belges jusqu'en 2005 (Belgian GAAP) et selon les normes IAS/IFRS à partir de 2006.

(2) Dépôts évalués au coût amorti.

TABLEAU 3 PRINCIPALES COMPOSANTES DU COMPTE DE RÉSULTATS DES ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT DE DROIT BELGE ⁽¹⁾

(données sur une base consolidée, milliards d'euros)

	Neuf premiers mois										
	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	
Résultat net d'intérêts	12,7	12,2	12,8	12,7	12,8	13,3	14,5	14,9	13,8	10,1	10,5
Résultat hors intérêts	11,9	10,7	11,4	12,8	13,9	13,0	4,8	3,9	6,4	4,9	4,4
Résultat net des commissions	7,2	6,5	7,2	7,9	6,7	7,4	6,8	5,7	5,2	3,9	4,1
Profits et pertes (non) réalisés sur instruments financiers	2,2	1,8	2,0	2,2	3,6	3,8	-3,8	-2,7	0,0	0,0	-0,5
Autres revenus hors intérêts	2,5	2,4	2,2	2,7	3,6	1,9	1,9	1,0	1,3	0,9	0,8
Produit bancaire	24,6	22,8	24,2	25,5	26,6	26,3	19,3	18,8	20,2	15,0	14,8
Dépenses opérationnelles	-18,4	-16,9	-17,4	-18,5	-14,8	-16,1	-16,6	-14,6	-13,3	-9,9	-10,2
Frais de personnel	-8,1	-7,7	-7,8	-7,9	-9,0	-9,2	-9,2	-7,9	-7,4	-5,6	-5,6
Réductions de valeur et provisions	-2,2	-1,5	-0,5	0,4	-0,4	-3,2	-13,3	-7,4	-1,8	-1,2	-3,1
Autres composantes du compte de résultats	-0,9	-0,5	-1,1	-0,8	-1,7	-0,4	-10,6	1,9	0,5	0,5	-1,3
Profit ou perte net(te)	3,2	4,0	5,2	6,6	9,7	6,7	-21,2	-1,2	5,6	4,4	0,3

Source : BNB.

(1) Données établies selon les normes comptables belges jusqu'en 2005 (Belgian GAAP) et selon les normes IAS/IFRS à partir de 2006.

TABLEAU 4 ÉVOLUTION DES CHIFFRES-CLÉS DES ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT DE DROIT BELGE ⁽¹⁾

(données en fin de période, sur une base consolidée, milliards d'euros, sauf mention contraire)

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	Septembre 2011
Grand groupes bancaires										
Total du bilan	907,5	913,2	1 010,7	1 229,2	1 348,0	1 488,8	1 326,8	1 092,0	1 003,2	1 005,2
Avoirs de la clientèle	465,4	453,9	482,1	532,0	667,4	700,9	612,8	622,5	559,8	561,0
Créances sur la clientèle	381,2	384,9	433,2	535,1	553,8	619,0	505,0	481,7	450,7	444,7
Risk asset ratio (pourcentages)	12,8	12,4	12,6	11,1	11,2	10,8	16,2	17,0	19,2	19,0
Résultat de l'exercice	2,9	3,6	4,6	5,7	9,2	6,2	-20,9	-1,5	5,0	-0,2
Rendement des actifs moyens (pourcentages)	0,4	0,4	0,5	0,5	0,7	0,4	-1,4	-0,1	0,5	0,0
Rendement des fonds propres moyens (pourcentages)	12,6	14,2	17,3	19,9	23,1	13,7	-40,8	-3,8	11,1	-0,6
Rapport coûts/revenus (pourcentages)	73,2	72,8	70,6	72,3	55,5	60,6	86,3	77,7	65,5	68,4
Total établissement de crédit de droit Belge										
Total du bilan	1 024,6	1 033,0	1 143,2	1 369,3	1 422,0	1 578,4	1 422,1	1 190,5	1 151,1	1 184,7
Avoirs de la clientèle	535,3	531,9	570,1	622,1	715,7	761,6	681,8	691,9	636,7	654,6
Créances sur la clientèle	421,3	428,8	482,9	591,3	591,0	666,2	555,6	536,5	506,6	509,8
Risk asset ratio (pourcentages)	13,1	12,8	13,0	11,5	11,9	11,2	16,2	17,3	19,3	19,1
Résultat de l'exercice	3,2	4,0	5,2	6,6	9,7	6,7	-20,6	-1,2	5,6	0,3
Rendement des actifs moyens (pourcentages)	0,4	0,4	0,5	0,5	0,7	0,4	-1,3	-0,1	0,5	0,0
Rendement des fonds propres moyens (pourcentages)	11,8	13,6	15,8	18,5	22,4	13,2	-36,5	-2,6	10,5	0,7
Rapport coûts/revenus (pourcentages)	74,7	73,9	72,0	72,6	55,7	61,1	86,1	77,7	65,9	68,7

Source : BNB.

(1) Données établies selon les normes comptables belges jusqu'en 2005 (Belgian GAAP) et selon les normes IAS/IFRS à partir de 2006.

TABLEAU 5 PRINCIPAUX ÉLÉMENTS DU BILAN DES ENTREPRISES D'ASSURANCE

(données en fin de période, sur une base sociale, milliards d'euros)

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	Septembre 2011 ⁽²⁾
Actifs										
Placements	110,3	125,2	143,3	166,5	183,7	201,7	202,7	214,9	229,5	229,8
<i>Total des activités à l'exception de la branche 23</i>	94,6	107,9	124,4	141,7	158,3	177,2	184,6	195,8	209,9	211,5
Actions ⁽¹⁾	15,8	13,8	15,1	17,9	18,8	19,8	13,4	11,4	11,9	10,0
Obligations	58,9	72,2	88,2	101,2	115,2	130,0	136,6	151,5	165,9	168,3
Biens immobiliers	2,4	2,4	2,6	2,6	2,5	2,6	3,1	3,1	3,0	3,1
Placements dans des entreprises liées	7,4	8,0	8,2	9,2	11,0	14,2	15,7	16,9	16,8	15,5
Crédits hypothécaires et autres	10,1	11,5	10,3	10,8	10,7	10,6	15,9	13	12,3	14,6
<i>Branche 23</i>	15,8	17,3	18,9	24,8	25,5	24,6	18,1	19,1	19,5	18,3
Actions ⁽¹⁾	13,1	13,4	13,7	19,5	21,2	19,5	13,6	14,9	15,2	n.
Obligations	2,1	2,6	3,2	4,1	3,8	4,6	4,2	3,9	4,1	n.
Autres	0,6	1,3	2,0	1,3	0,4	0,5	0,3	0,3	0,2	n.
Part des réassureurs dans les provisions techniques	6,0	6,2	6,6	5,2	4,9	4,8	7,0	6,6	6,8	7,0
Créances et autres actifs	9,8	11,0	13,8	13,3	13,2	13,8	14,1	12,9	12,0	13,1
Total actif	126,1	142,4	163,7	185	201,9	220,4	223,8	234,4	248,5	250,1
Passifs										
Fonds propres	7,9	8,8	9,4	10,2	10,7	11,9	14,2	14,5	14,6	14,3
Provisions techniques	106,9	120,8	137,8	156,5	169,9	185,5	188,0	198,5	210,9	214,5
<i>Assurance-vie (à l'exclusion de la branche 23)</i>	63,8	76,2	88,9	103,7	115,2	130,6	139,4	149,2	160,4	165,4
<i>Branche 23</i>	16,0	17,5	19,2	25,0	25,7	24,7	18,2	19,2	19,6	18,4
Assurance non-vie	22,4	23,1	24,2	22,7	23,3	24,0	24,8	24,2	24,9	25,1
Autres provisions	4,6	5,0	5,5	5,1	5,7	6,2	5,5	5,9	6,0	5,6
Dépôts recus des réassureurs	2,3	2,4	2,5	2,7	2,6	2,7	4,8	4,7	4,9	5,1
Dettes	6,9	8,2	11,8	13,5	16,5	17,6	14,5	14,3	15,4	14,3
Autres passifs	2,1	2,2	2,2	2,0	2,2	2,6	2,3	2,5	2,7	1,8
Total passif	126,1	142,4	163,7	185	201,9	220,4	223,8	234,4	248,5	250,1

Source : BNB.

(1) Y compris les parts d'organismes de placements collectifs.

(2) Sur base trimestrielle.

TABLEAU 6 PRINCIPALES COMPOSANTES DU COMPTE DE RÉSULTATS DES ENTREPRISES D'ASSURANCE

(données sur une base sociale, milliards d'euros, sauf mention contraire)

	Neuf premiers mois ⁽¹⁾											
	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Compte technique d'assurance-vie												
Primes acquises nettes	12,8	13,1	14,4	17,7	20,0	25,2	20,4	21,9	19,5	18,6	18,9	13,4
Individuel branche 21, 22 and 26	3,3	4,7	7,4	11,7	13,1	14,9	12,6	14,5	13,1	12,2	12,5	n.
Groupe branche 21 et 22	2,8	3,0	3,2	3,5	3,9	3,9	3,8	4,2	4,4	4,6	4,6	n.
Branche 23	6,8	5,6	3,8	2,4	2,9	6,4	4,1	3,2	1,9	1,7	2,0	n.
Montants payés nets (-)	4,8	5,4	6,9	7,9	8,5	10,2	13,0	13,0	15,3	13,5	12,7	11,0
Variation des provisions techniques (-)	9,1	7,8	6,4	12,9	15,2	20,5	12,4	13,3	2,9	11,5	11,8	3,7
Primes après frais d'assurance	-1,1	-0,1	1,2	-3,1	-3,7	-5,4	-5,0	-4,4	1,3	-6,5	-5,5	-1,2
Frais d'exploitation nets (-)	1,0	1,1	1,1	1,2	1,2	1,3	1,4	1,6	1,6	1,6	1,6	1,2
Résultat des activités d'assurance	-2,2	-1,2	0,0	-4,3	-4,9	-6,8	-6,4	-6,0	-0,3	-8,0	-7,1	-2,4
Revenus de placements nets	3,2	2,0	-0,3	4,8	5,7	8,0	7,4	6,9	-3,4	8,8	7,8	2,4
Résultat technique d'assurance-vie	1,0	0,8	-0,2	0,5	0,8	1,2	1,0	1,0	-3,7	0,7	0,8	0,0
Compte technique d'assurance non-vie												
Primes acquises nettes	7,3	7,8	8,5	9,1	9,6	8,9	9,3	9,3	9,7	9,2	9,5	7,4
Montants payés nets (-)	5,3	5,8	5,9	5,7	5,7	5,6	5,9	6,3	6,5	6,6	6,8	5,1
Variation des provisions techniques (-)	0,6	0,9	0,9	0,8	1,0	1,1	0,8	0,5	0,4	0,4	0,4	0,2
Primes après frais d'assurance	1,4	1,2	1,7	2,6	2,9	2,3	2,6	2,5	2,8	2,2	2,3	2,0
Frais d'exploitation nets (-)	2,3	2,5	2,7	2,8	2,9	2,7	2,8	2,7	2,8	2,6	2,7	2,2
Résultat des activités d'assurance	-0,9	-1,4	-1,0	-0,2	0,0	-0,4	-0,2	-0,2	0,0	-0,4	-0,4	-0,1
Revenus de placements nets	1,5	1,4	0,7	1,0	1,2	1,5	1,3	1,5	0,2	1,0	1,1	0,7
Résultat technique d'assurance non-vie	0,6	0,0	-0,3	0,8	1,2	1,1	1,2	1,3	0,2	0,7	0,7	0,6
Compte non-technique												
Résultat technique d'assurance-vie et non-vie	1,6	0,8	-0,5	1,3	2,0	2,3	2,2	2,2	-3,5	1,4	1,5	0,6
Autres revenus de placements nets	0,5	0,6	0,1	-0,2	0,3	0,7	0,5	1,7	0,3	-0,7	0,2	-0,3
Autres résultats exceptionnels et impôts	-0,3	-0,4	-0,4	-0,4	-0,6	-0,6	-0,5	-0,1	-0,7	0,2	-0,3	-0,3
Résultat net de l'exercice	1,7	1,0	-0,8	0,6	1,7	2,4	2,2	3,8	-3,9	0,9	1,4	0,0
<i>p.m. Rendement des fonds propres (pourcentages)</i>	21,5	12,1	-10,4	7,3	18,0	23,3	20,8	31,7	-27,3	6,3	9,9	0,2
<i>p.m. Ratio combiné en non-vie (pourcentages)</i>	112,5	117,5	111,6	102,1	99,6	104,3	101,7	102,1	100,2	103,8	104,5	101,6

Source: BNB.

(1) Sur base trimestrielle.

TABLEAU 7 NIVEAU ET COMPOSITION DE LA MARGE DE SOLVABILITÉ CONSTITUÉE PAR LES ENTREPRISES D'ASSURANCE

(données en fin de période, sur une base sociale, milliards d'euros, sauf mention contraire)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	Septembre 2011 ⁽²⁾
Activité vie												
Marge explicite	4,1	4,3	4,1	4,5	5,9	6,9	7,8	8,5	11,0	12,3	12,3	10,4
Pourcentages de la marge à constituer	158	154	131	128	143	144	146	144	177	185	172	141
Marge implicite	2,4	2,9	3,3	3,1	3,3	4,2	4,3	2,4	1,1	1,5	1,4	1,9
Parts des gains futurs ⁽¹⁾	1,7	2,0	1,9	1,8	0,8	0,7	0,7	0,5	0,4	0,3	0,2	0,8
Plus-values non-réalisées	0,7	0,9	1,4	1,3	2,6	3,5	3,7	2,0	0,8	1,2	1,2	1,2
Pourcentages de la marge à constituer	93	104	106	87	81	88	81	41	18	23	20	26
Marge totale	6,5	7,2	7,3	7,6	9,2	11,1	12,1	11,0	12,2	13,8	13,8	12,4
Pourcentages de la marge à constituer	251	258	237	215	223	232	227	185	195	208	192	168
Activité non-vie												
Marge explicite	3,9	4,2	4,2	4,9	4,8	4,8	5,0	5,7	5,8	5,1	5,0	5,5
Pourcentages de la marge à constituer	256	273	251	285	270	280	275	302	301	284	274	288
Marge implicite	0,5	0,5	0,6	0,5	0,8	0,9	1,0	0,7	0,3	0,5	0,5	0,4
Plus-values non-réalisées	0,5	0,5	0,6	0,5	0,8	0,9	1,0	0,7	0,3	0,5	0,5	0,4
Pourcentages de la marge à constituer	33	35	35	31	43	54	54	37	14	27	25	20
Marge totale	4,4	4,8	4,8	5,5	5,6	5,8	6,0	6,4	6,1	5,5	5,5	5,8
Pourcentages de la marge à constituer	289	308	286	316	313	334	329	340	315	312	299	308
Toutes activités												
Marge explicite	8,0	8,6	8,2	9,5	10,7	11,7	12,8	14,2	16,8	17,4	17,4	15,9
Pourcentages de la marge à constituer	194	197	173	179	181	180	179	183	206	206	193	171
Marge implicite	2,9	3,5	3,9	3,6	4,1	5,1	5,3	3,1	1,4	2,0	1,9	2,3
Parts des gains futurs ⁽¹⁾	1,7	2,0	1,9	1,9	0,8	0,7	0,7	0,5	0,4	0,3	0,2	0,8
Plus-values non-réalisées	1,2	1,5	2,0	1,8	3,3	4,4	4,6	2,7	1,0	1,7	1,2	1,5
Pourcentages de la marge à constituer	71	79	81	69	70	79	74	40	17	24	21	25
Marge totale	10,8	12,0	12,1	13,1	14,8	16,9	18,0	17,3	18,2	19,4	19,2	18,2
Pourcentages de la marge à constituer	265	276	254	248	251	259	253	223	223	230	214	196

Source : BNB.

(1) En assurance-vie.

(2) Sur base trimestrielle.

Signes conventionnels

–	la donnée n'existe pas ou n'a pas de sens
n.	non disponible
p.m.	pour mémoire

Liste des abréviations

Région ou pays

BE	Belgique
DE	Allemagne
IE	Irlande
EL	Grèce
ES	Espagne
FR	France
IT	Italie
NL	Pays-Bas
AT	Autriche
PT	Portugal
CZ	République tchèque
HU	Hongrie
PL	Pologne
US	États-Unis

Autres

ABCP	Asset-backed commercial paper
ABS	Asset-backed security
ACP	Autorité de contrôle prudentiel
AES	Autorité européenne de surveillance
AICA	Association internationale des contrôleurs d'assurance
BCE	Banque centrale européenne
BNB	Banque nationale de Belgique
BNYM	Bank of New York Mellon
BPR	Bank performance report
BRI	Banque des règlements internationaux
CBFA	Commission bancaire, financière et des assurances
CBSG	Cross-border stability group
CDC	Caisse des Dépôts et Consignations

CDO	Collateralised debt obligation
CDS	Contrat dérivé de défaut – <i>credit default swap</i>
CE	Commission européenne
CEBS	Comité des superviseurs bancaires européens <i>Committee of European Banking Supervisors</i>
CEC	Centre d'échange et de compensation
CEF	Comité économique et financier
CEIOPS	Comité européen des contrôleurs d'assurance et de pensions professionnelles <i>Committee of European Insurance and Occupational Pensions Supervisors</i>
CERS	Comité européen du risque systémique
CESR	Comité européen des régulateurs des marchés de valeurs mobilières <i>Committee of European Securities Regulators</i>
CET1	Capital Tier 1 de base – <i>common equity Tier 1 capital</i>
ComFrame	Common framework for the supervision of internationally active insurance groups
COREP	Common reporting framework
CPC	Contreparties centrales
CPSS	Committee on Payment and Settlement Systems
CRD	Capital requirements directive
CREFS	Comité des risques et établissements financiers systémiques
CSSF	Commission de surveillance du secteur financier
DC(I)T	Dépositaire central (international) de titres
EB	Euroclear Bank
EBA	Autorité bancaire européenne – <i>European Banking Authority</i>
EEE	Espace économique européen
EFIS	Etablissement financier d'importance systémique
EIOPA	Autorité européenne des assurances et des pensions professionnelles <i>European Insurance and Occupational Pensions Authority</i>
EMIR	European Market Infrastructure Regulation
ESA	Euroclear SA/NV
ESES	Euroclear Settlement for Euronext-zone Securities
ESMA	Autorité européenne des marchés financiers <i>European Securities and Markets Authority</i>
Febelfin	Fédération belge du secteur financier
FESF	Fonds européen de stabilité financière
FINREP	Financial reporting framework
FMI	Fonds monétaire international
FSB	Comité de stabilité financière – <i>Financial Stability Board</i>
FSMA	Autorité des services et marchés financiers <i>Financial Services and Markets Authority</i>
G20	Groupe des vingt
GAAP	Generally accepted accounting principles
GAFI	Groupe d'Action Financière
G-SIFI	Global systemically important financial institution
HLE	High level expectations
IAS	International Accounting Standards
IASB	International Accounting Standards Board
ICAAP	Internal capital adequacy assessment process

IFRS	International Financial Reporting Standards
IRB	Internal ratings-based
ISO	International Organization for Standardization
LCR	Ratio de couverture de liquidité – <i>liquidity coverage ratio</i>
Libor	London interbank offered rate
MCR	Minimum de capital requis – <i>minimum capital requirement</i>
MIR	Monetary financial institutions interest rates
MoU	Memorandum of understanding
NSFR	Ratio net de financement stable – <i>net stable funding ratio</i>
OCDE	Organisation de coopération et de développement économiques
OICV	Organisation internationale des commissions de valeurs
OIS	Overnight index swap
OLO	Obligations linéaires
OPC	Organisme de placement collectif
OTC	Over-the-counter
PIB	Produit intérieur brut
PME	Petites et moyennes entreprises
QIS	Étude quantitative d'impact – <i>quantitative impact study</i>
RC	Référentiels centraux
SCR	Capital de solvabilité requis – <i>solvency capital requirement</i>
SEBC	Système européen de banques centrales
SEPA	Single Euro Payments Area
SESF	Système européen de surveillance financière
SFPI	Société fédérale de participations et d'investissement
SSS	Securities settlement system
SREP	Supervisory review and evaluation process
SWIFT	Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication
UE	Union européenne
VaR	Value-at-risk

Liste des encadrés, tableaux et graphiques

Encadrés

Partie 1 : Évolutions du système financier

Encadré 1 : Exercices organisés par l'EBA pour tester la capacité de résistance des banques européennes et mesurer les besoins en fonds propres engendrés par la crise souveraine	16
Encadré 2 : Le nouveau plan de restructuration de Dexia	19
Encadré 3 : Résultats belges à la dernière étude quantitative d'impact (QIS5) réalisée dans le cadre de Solvabilité II	37

Partie 2 : Réglementation prudentielle

Encadré 4 : Résultats des études quantitatives d'impact réalisées dans le cadre de Bâle III	56
---	----

Partie 3 : Contrôle prudentiel

Encadré 5 : Synergie pour l' <i>oversight</i> et le contrôle prudentiel d'Euroclear	91
---	----

Tableaux

Partie 1 : Évolutions du système financier

1 Créances transfrontalières des banques européennes sur différentes contreparties dans une sélection de pays de la zone euro	13
2 Décomposition des portefeuilles de prêts et titres de dette des banques belges	22
3 Indicateurs de qualité des crédits	25
4 Matelas d'actifs liquides, structure de financement et ratio réglementaire de liquidité	28
5 Compte de résultats des établissements de crédit belges	29
6 Principales composantes du compte de résultats des entreprises d'assurance belges	33
7 Résultats synthétiques du test de résistance de l'EIOPA pour l'échantillon des entreprises d'assurance belges	40

Partie 3 : Contrôle prudentiel

8 Établissements de crédit soumis au contrôle de la Banque	84
9 Entreprises d'assurance soumises au contrôle de la Banque	87
10 Infrastructures de marchés financiers soumises aux contrôle et <i>oversight</i> de la Banque	88

Graphiques

Partie 1 : Évolutions du système financier

1 Solde de financement et dette des administrations publiques dans les économies avancées	9
2 Rendements des emprunts d'État à dix ans dans la zone euro	10
3 Indices de contrats dérivés de défaut pour la dette souveraine européenne et pour la dette <i>senior</i> d'établissements financiers européens	11
4 Rendements sur la dette bancaire <i>senior</i> , les contrats de <i>swaps</i> et le Bund allemand	13
5 Rendements des <i>covered bonds</i>	14
6 Écarts de taux entre le Libor et l'OIS à un an	14
7 Marchés boursiers	15
8 Écart de rendement des obligations à haut rendement aux États-Unis	15
9 Indicateurs de marché pour les institutions financières belges et européennes	18
10 Exposition des banques belges au secteur public	21
11 Répartition géographique des actifs détenus par les établissements de crédit belges sous la forme de prêts et de titres de dette	23
12 Positions interbancaires internationales intragroupes et non intragroupes	24
13 Expositions des banques belges envers l'Europe centrale et de l'Est	24
14 Proportion des prêts hypothécaires octroyés aux ménages belges en défaut de paiement, par <i>vintage</i>	25
15 Structure du bilan des établissements de crédit belges	26
16 Évolution du total du bilan du secteur bancaire belge	26
17 Variations cumulées des dépôts collectés et titres émis depuis la fin de 2008	27
18 Dépôts des clients : encours et taux d'intérêt appliqués	27
19 Provisions pour pertes sur créances des établissements de crédit belges	30
20 Déterminants du résultat net d'intérêts	30
21 Solvabilité des établissements de crédit belges	31
22 Résultats nets des entreprises d'assurance belges	32
23 Évolution des revenus de primes et du ratio combiné	34
24 Composition des actifs de couverture par activité d'assurance	34
25 Ventilation des principales expositions aux obligations d'État de la zone euro	35
26 Différence entre la valeur de marché et la valeur comptable du portefeuille de placement des entreprises d'assurance belges	36
27 Marge de solvabilité des entreprises d'assurance belges	37
28 Rendement garanti de la branche 21	41
29 Ventilation des engagements de la branche 21	42

Partie 2 : Réglementation prudentielle

30 Exigences minimales en matière de capital réglementaire de Bâle II et Bâle III	55
31 Premier pilier de Solvabilité II – Résumé des exigences	61

Annexe statistique

1	Cartographie des institutions soumises au contrôle de la Banque nationale de Belgique	93
2	Structure du bilan des établissements de crédit de droit belge par produits	94
3	Principales composantes du compte de résultats des établissements de crédit de droit belge	95
4	Évolution des chiffres-clés des établissements de crédit de droit belge	96
5	Principaux éléments du bilan des entreprises d'assurance	97
6	Principales composantes du compte de résultats des entreprises d'assurance	98
7	Niveau et composition de la marge de solvabilité constituée par les entreprises d'assurance	99

Banque nationale de Belgique
Société anonyme
RPM Bruxelles – Numéro d'entreprise : 0203.201.340
Siège social : boulevard de Berlaimont 14 – BE-1000 Bruxelles
www.bnb.be



Éditeur responsable

Luc Coene

Gouverneur

Banque nationale de Belgique
boulevard de Berlaimont 14 – BE-1000 Bruxelles

Personne de contact pour la publication

Luc Dufresne

Secrétaire général

Tél. +32 2 221 24 96 – Fax +32 2 221 30 91
luc.dufresne@nbb.be