

# Rapport 2009

Évolution économique et financière



© Banque nationale de Belgique

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

# Avant-propos

par Guy Quaden, Gouverneur



Il y a un an, lors de la présentation du précédent Rapport de la Banque, j'avais indiqué que la récession amorcée au second semestre de 2008, dans la foulée de la crise financière, serait probablement plus sévère que les autres reculs de l'activité économique observés depuis la dernière guerre mondiale. Mais j'avais aussi exprimé l'espoir, et même la conviction, que grâce à des réactions rapides et appropriées des politiques économiques, cette « grande récession » ne dégénérerait pas, comme dans les années 1930, en une grande dépression, c'est-à-dire plusieurs années de croissance négative.

Les événements de l'année 2009, détaillés dans ce Rapport, semblent confirmer ce scénario. Il n'y a cependant pas lieu de crier victoire car, sauf accélération inattendue de la reprise, les pertes de production subies ne seront pas récupérées de sitôt.

Les autorités ont retenu les leçons des erreurs commises après le krach de 1929. Les banques centrales ont réagi à l'aggravation des tensions financières, au risque d'assèchement du crédit et à la dégradation brutale de la situation économique en recourant à diverses mesures non conventionnelles et en abaissant leurs taux d'intérêt à des niveaux extrêmement bas (1 p.c. pour les opérations de refinancement de l'Eurosysteme). Outre les secours qu'ils ont apportés à de nombreux établissements financiers, les gouvernements ont largement contribué par leur politique budgétaire au soutien de l'activité en laissant jouer les stabilisateurs automatiques (hausse des dépenses d'indemnisation du chômage, baisse des recettes fiscales et parafiscales) et en mettant en oeuvre des plans de relance. Ils ont aussi largement résisté aux tentations protectionnistes.

Ces réactions ont à tout le moins permis d'enrayer une spirale négative. Certes les chiffres de la croissance en 2009 sont gravement dans le rouge : aux alentours de -1 p.c. pour le monde, de -4 p.c. pour la zone euro, et de « seulement » -3 p.c. pour la Belgique. Mais ces moyennes annuelles recouvrent une détérioration bien plus dramatique encore en début d'année, suivie d'une certaine reprise au second semestre.

Le redressement est toutefois fragile car il repose largement sur les mesures de stimulation budgétaire et la reconstitution des stocks. D'autre part, comme les capacités de production des entreprises demeurent excédentaires, la crise n'a malheureusement pas encore épuisé ses effets sur l'emploi et les investissements.

L'année 2009 n'aura apporté de satisfaction que sur le plan de la stabilité des prix : l'inflation a disparu tandis que la déflation a pu être évitée.

Les priorités doivent progressivement se déplacer de la gestion de la crise vers la prévention de crises ultérieures et la consolidation des bases d'une croissance durable.

Mettre fin trop tôt aux mesures exceptionnelles entraînerait le risque d'une rechute de l'activité. Y mettre fin trop tard préparerait le terrain à de nouveaux dérapages financiers. En tout état de cause, le gradualisme sera de mise.

La situation sur les marchés financiers s'étant sensiblement améliorée, le Conseil des gouverneurs de la Banque centrale européenne a décidé fin 2009 de procéder à un premier démantèlement des mesures non conventionnelles en matière de liquidité en annonçant que certaines opérations à plus long terme ne seraient pas reconduites en 2010. Mais, la reprise économique restant précaire, et les anticipations d'inflation demeurant bien ancrées à un niveau conforme à sa définition de la stabilité des prix, le Conseil des gouverneurs n'a pas modifié l'orientation particulièrement accommodante de la politique monétaire et a maintenu les taux d'intérêt officiels à leur très bas niveau.

En matière budgétaire, les gouvernements devront de plus en plus mettre en balance la stimulation économique recherchée par les déficits budgétaires et la méfiance grandissante que ceux-ci risquent, au contraire, d'engendrer. Le retour à la croissance ne suffira d'ailleurs pas à effacer ces déficits, qui ne sont que partiellement dus à l'impact d'une conjoncture dégradée.

À la différence des années 1980, le déficit des finances publiques de la Belgique (6 p.c. du PIB) n'est pas supérieur à la moyenne de ses partenaires européens. Cependant, alors même que le pays sera bientôt confronté aux conséquences budgétaires du vieillissement de la population, a resurgi le spectre de l'effet dit boule de neige, c'est-à-dire de l'auto-alimentation de la dette publique – dont le montant dépassera à nouveau 100 p.c. du PIB en 2010 – par les charges d'intérêts. La modeste réduction du déficit prévue dans le budget 2010 est la bienvenue mais, pour crédibiliser l'engagement pris par les autorités gouvernementales de revenir à l'équilibre budgétaire en 2015, le produit d'éventuelles bonnes surprises sur le plan de la croissance économique dans les années à venir devrait être affecté à une réduction accélérée du déficit.

Une stratégie de long terme ne peut cependant s'appuyer exclusivement sur la consolidation budgétaire. Elle doit aussi inclure des politiques de l'innovation, de l'emploi et de la compétitivité qui impulsent et soutiennent une croissance durable.

---

Comme l'a écrit le Comité de Bâle sur la supervision bancaire, « le secteur bancaire est entré dans la crise avec un niveau et une qualité insuffisants de fonds propres, des provisions inadéquates, des évaluations imprudentes, des volants de liquidité insuffisants, des politiques de rémunération qui ont encouragé un effet de levier et une prise de risque excessifs, ainsi qu'une concentration excessive des expositions au sein des principaux établissements financiers ».

Les termes « insuffisant », « inadéquat » et « excessif » indiquent bien l'absolue nécessité d'une meilleure réglementation et d'un meilleur contrôle des établissements et du système financiers. Diverses instances internationales s'en préoccupent et c'est bien à ce niveau qu'il est souhaitable de prendre des décisions coordonnées. En particulier, le G20 a tracé une ambitieuse feuille de route, et le Comité de Bâle a proposé de nouvelles exigences réglementaires. Il reste cependant à concrétiser ces projets.

Je sais que le retour à davantage de simplicité dans le monde bancaire sera tout sauf simple. D'autre part, la solution de nombre de questions techniques demandera du temps. Enfin, il est clair qu'il faudra introduire certaines des nouvelles dispositions – en particulier les exigences supplémentaires en matière de capital – de façon progressive afin de ne pas entraver le flux des crédits nécessaires

pour alimenter la reprise naissante. Mais il serait inadmissible de laisser s'évaporer le sentiment provoqué par la crise de l'urgence d'une réforme en profondeur du secteur financier.

En fait, alors que la « stratégie de sortie » des mesures publiques de soutien de la demande et du secteur financier fait l'objet d'intenses discussions, nous devrions être tout aussi conscients de la nécessité d'une « stratégie d'entrée » pour l'introduction des nouvelles normes réglementaires.

La propagation rapide de la crise financière doit aussi servir de leçon aux autorités de surveillance. Aucune architecture de contrôle n'offre une garantie absolue contre les accidents financiers. Un nombre croissant de pays ont toutefois opté pour le système dit des « twin peaks ». Dans cette structure, la supervision de chaque intermédiaire financier et du système dans son ensemble est confiée à la banque centrale, tandis qu'une autre institution est chargée de veiller au bon fonctionnement des marchés et à l'information et à la protection des investisseurs et des consommateurs de services financiers. Le gouvernement belge a décidé qu'une telle structure serait mise en place pour 2011.

Les dramatiques événements de 2008 ont montré qu'en cas de grave crise de liquidité un appel massif était fait aux banques centrales (et, comme l'on sait, la Banque nationale de Belgique a été particulièrement sollicitée). Il s'impose donc qu'elles soient informées en permanence de la situation des différentes institutions financières. Les banques centrales européennes ont aussi l'avantage de constituer un réseau alors qu'un autre enseignement de la crise est la nécessité d'organiser une bien meilleure coopération entre les autorités nationales de contrôle pour la surveillance des établissements transfrontaliers.

Quelle que soit l'institution qui l'exerce, le contrôle prudentiel est une tâche complexe et ingrate. Lorsqu'elle sera chargée de cette nouvelle mission, la Banque s'efforcera de la remplir au mieux.

# Table des matières

<b>AVANT-PROPOS</b>	<b>5</b>
<b>RAPPORT PRÉSENTÉ PAR LE GOUVERNEUR AU NOM DU CONSEIL DE RÉGENCE</b>	<b>13</b>
<b>CHAPITRE 1 : ENVIRONNEMENT INTERNATIONAL</b>	<b>3</b>
Vue d'ensemble	3
L'évolution de la crise financière	10
Principales évolutions sur les marchés des matières premières et des changes	12
Économies avancées	14
Chine et autres économies émergentes	32
<b>CHAPITRE 2 : POLITIQUE MONÉTAIRE DE L'EUROSYSTÈME</b>	<b>39</b>
Vue d'ensemble	39
Environnement macroéconomique et monétaire : implications pour l'orientation de la politique monétaire	40
Les décisions de politique monétaire de l'Eurosystème	51
Transmission de la politique monétaire	63
<b>CHAPITRE 3 : PRODUCTION, DÉPENSES ET OPÉRATIONS COURANTES EN BELGIQUE</b>	<b>69</b>
Vue d'ensemble	69
Évolution de l'activité	75
Évolutions réelles dans les principaux secteurs	82
Développements structurels	95

<b>CHAPITRE 4: MARCHÉ DU TRAVAIL ET COÛTS SALARIAUX</b>	105
Marché du travail	105
Enquête auprès des entreprises sur leurs réactions en temps de crise	119
Coûts salariaux dans le secteur privé	121
<b>CHAPITRE 5: PRIX</b>	129
Vue d'ensemble	129
Produits énergétiques et alimentaires: transmission des impulsions des cours mondiaux des matières premières	133
Tendance sous-jacente de l'inflation	144
<b>CHAPITRE 6: FINANCES PUBLIQUES</b>	149
Recettes, dépenses et solde de financement	149
Soldes budgétaires corrigés des variations conjoncturelles et soldes budgétaires structurels	163
Dette de l'ensemble des administrations publiques	165
<b>CHAPITRE 7: COMPTES FINANCIERS DES PARTICULIERS, ENTREPRISES ET ADMINISTRATIONS PUBLIQUES</b>	171
Conséquences de la crise financière	171
Particuliers	173
Sociétés non financières	179
Administrations publiques	188
<b>CHAPITRE 8: STABILITÉ FINANCIÈRE</b>	195
Marchés financiers internationaux	195
Adaptation de la réglementation et de la supervision en réponse à la crise	201
Secteur bancaire belge	205
Compagnies d'assurances belges	215
<b>ANNEXES</b>	
Annexes statistiques	223
Notice méthodologique	249
Signes conventionnels	253
Liste des abréviations	255
Liste des encadrés, tableaux et graphiques	259



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

1. Le début de l'année 2009 a été marqué par la poursuite de la forte récession mondiale entamée en 2008. Grâce à l'action résolue des banques centrales et des gouvernements, une reprise de l'activité, certes encore modeste, s'est fait jour ensuite, mais des risques subsistent et l'effet de la crise sur le chômage n'est malheureusement pas révolu. Pour contribuer à un redressement durable, il faudra, dans le cadre d'une étroite coopération internationale et européenne, mettre fin au moment et au rythme appropriés aux mesures de soutien au secteur financier et de stimulation de la demande, améliorer sans tarder la réglementation et la surveillance du secteur financier, et passer d'une politique de sortie de la récession à une stratégie de croissance et d'emploi que la crise a rendue plus nécessaire que jamais.

## Principales évolutions macroéconomiques et financières en 2009

2. La crise financière sans précédent depuis la Seconde Guerre mondiale, qui a culminé après l'effondrement de la banque d'investissement *Lehman Brothers* en septembre 2008, a aussi provoqué la plus profonde récession mondiale des six dernières décennies. Le PIB réel, qui avait commencé à se réduire dès le début de 2008 aux États-Unis, au printemps dans la zone euro et à l'été en Belgique, s'est contracté de façon beaucoup plus marquée au cours des deux trimestres qui entourent le passage à l'année sous revue, sous l'effet de la chute du commerce international et de la production industrielle. Cette sévère récession explique que, en dépit d'une stabilisation au cours du deuxième trimestre dans les économies avancées, puis d'une reprise modérée au second semestre, les chiffres annuels de 2009 sont largement négatifs : au niveau mondial, l'activité économique aurait diminué de près de 1 p.c. ; elle aurait reculé de 4 p.c. dans la zone euro et de 3 p.c. en Belgique. Malgré une forte sensibilité au commerce international et les difficultés éprouvées par les grandes banques, l'économie belge a mieux résisté que celle de l'ensemble de la zone euro. Bénéficiant d'un taux d'endettement relativement modéré, les ménages et les entreprises ont en effet moins réduit leurs investissements.
3. Les autorités en charge des politiques économiques de par le monde ont évité de répéter les erreurs commises après la crise de 1929. Elles ont pris d'importantes mesures de sauvegarde du système financier et de soutien de la demande, et ont affiché une volonté de coopération

internationale. Après avoir promptement accru la fourniture de liquidités au secteur financier lorsque les turbulences issues de la crise immobilière aux États-Unis se sont généralisées en août 2007, les banques centrales ont réagi à l'aggravation des tensions financières survenue en septembre 2008 et à la récession en réduisant leurs taux d'intérêt à des niveaux proches de zéro et en recourant à diverses mesures non conventionnelles en vue de soutenir le crédit bancaire et le fonctionnement des marchés financiers. Les gouvernements ont secouru des établissements financiers d'importance systémique au moyen d'injections de capital et d'acquisitions d'actifs, ainsi que par l'octroi de garanties. Ils ont en outre adopté des plans de relance, renforçant ainsi le soutien de la demande qui s'exerce automatiquement par la hausse des débours liés au chômage, l'insensibilité des autres dépenses publiques à la conjoncture et le recul des recettes fiscales et parafiscales.

4. Ces réactions ont permis d'enrayer une spirale négative et d'écarter le spectre d'un effondrement du secteur financier et d'une nouvelle Grande Dépression. À partir du printemps, des signes de stabilisation puis de reprise économique sont apparus, d'abord dans les économies émergentes d'Asie. Le redressement est encore fragile car il repose largement sur les mesures de stimulation budgétaire et la reconstitution des stocks. Les effets de la crise sur les investissements et l'emploi risquent de se prolonger. Les entreprises resteront en effet confrontées à des capacités excédentaires de production. En particulier, l'emploi a été relativement épargné dans la zone euro au regard de la chute de l'activité économique, ce qui fait craindre qu'il continue à se contracter au cours des trimestres à venir. Le taux de chômage y a tout de même déjà atteint 9,4 p.c. en 2009, contre 7,5 p.c. en 2008. En Belgique, où un usage étendu a été fait du système de chômage temporaire – non inclus dans les statistiques du chômage –, ce taux est passé de 7 à 7,9 p.c. En outre, la demande risque de demeurer entravée pendant quelque temps par la nécessité, pour des établissements financiers, entreprises et ménages de nombreux pays, d'assainir leur bilan. En tout état de cause, après un choc inédit, l'incertitude entourant les prévisions économiques est particulièrement grande.
5. Les pressions à la baisse sur les prix résultant de la chute de la demande mondiale ont aussi été contenues par l'action des autorités, et n'ont pas alimenté d'anticipations de déflation. Dans la zone euro, la hausse de l'indice harmonisé des prix à la consommation est revenue de 3,3 p.c. en moyenne en 2008 à 0,3 p.c. en 2009, surtout, mais pas exclusivement, sous l'effet des fluctuations des prix de l'énergie sur les marchés internationaux survenues dans le courant de 2008. En Belgique, à cause d'une transmission plus prononcée de ces fluctuations, le recul a été plus marqué : alors qu'il avait augmenté de 4,5 p.c. en 2008, l'indice est resté stable en moyenne en 2009.
6. Dès la mi-mars de l'année sous revue, les marchés financiers ont connu un regain d'optimisme. Globalement, les institutions financières ont pu revenir à une rentabilité positive, surtout grâce à la remontée des prix des actifs financiers et à la faiblesse des taux à court terme. Ce redressement est, lui aussi, encore fragile : si une grande partie des moins-values sur les portefeuilles de produits structurés semble avoir été actée, les comptes de résultats des banques pourraient être affectés par des pertes sur les activités de crédit plus traditionnelles. Par ailleurs, des signes d'emballement sont apparus vers la fin de l'année sur certains marchés, comme ceux des actions dans les pays émergents d'Asie, de l'or et d'autres matières premières.

## La politique économique à la croisée des chemins

### Résorber les déséquilibres grâce à la coopération internationale

7. La crise a montré la force des connexions réelles et financières entre nations, qui a provoqué une transmission rapide des chocs négatifs, mais peut aussi favoriser la diffusion des impulsions positives, comme l'illustre la contribution des économies émergentes d'Asie à la reprise en 2009. En ces temps difficiles, il importe de ne pas céder à la tentation du protectionnisme, qui a fait tant de tort au cours des années 1930.
8. Il faut aussi éviter le piège des dépréciations compétitives. La coordination des politiques n'implique pas que l'abandon des politiques de soutien de la demande soit simultané. Le profil de la normalisation des politiques macroéconomiques doit être adapté aux conditions économiques et financières de chaque région du monde. Cela signifie par exemple que les nations émergentes d'Asie devraient être parmi les premières à réorienter leur politique monétaire, actuellement très expansionniste, et devraient laisser s'apprécier leur devise. La coopération multinationale renforcée, qui reconnaît le poids grandissant de ces économies notamment au travers du G20, devrait servir à bâtir un climat de confiance, en assurant à ces États créanciers que les pays avancés renforceront leur système financier, retireront aussi à temps les mesures de soutien exceptionnel de la demande qu'ils ont prises et conserveront la maîtrise de leurs finances publiques.
9. L'appréciation de certaines monnaies asiatiques contribuerait à réduire les déséquilibres de la balance courante et à mieux répartir la demande mondiale. Ce rééquilibrage doit aussi résulter de réformes structurelles favorisant la consommation dans les économies émergentes et l'épargne aux États-Unis, et renforçant la croissance potentielle, notamment en Europe. La coordination internationale ainsi comprise permettrait également aux cours de change de refléter les tendances fondamentales et les écarts de position conjoncturelle des économies sans subir de mouvements désordonnés ou excessifs.
10. L'euro a protégé les pays qui l'ont adopté de perturbations supplémentaires liées à des fluctuations de change vis-à-vis de leurs partenaires européens, voire à une perte de crédibilité de la politique monétaire. L'union monétaire ne résout pas pour autant tous les problèmes et la crise a révélé la vulnérabilité de certains pays, en particulier la Grèce, dont la détérioration marquée des finances publiques a affecté la confiance des marchés financiers. Il revient aux autorités nationales de prévenir ou corriger les déséquilibres et de rendre les économies plus résistantes aux chocs. La dimension européenne est cependant essentielle dans la définition d'une réponse cohérente à la crise. Il est heureux que le traité de Lisbonne, qui doit permettre un meilleur fonctionnement des institutions de l'UE, ait été ratifié.
11. La coopération internationale est bien sûr aussi de mise pour relever les grands défis que sont la maîtrise du changement climatique et la lutte contre la pauvreté. Même s'il est décevant, l'accord qui a clôturé le sommet de Copenhague sur le climat témoigne d'une lente prise de conscience des enjeux planétaires. Les engagements annoncés doivent être tenus dans l'attente d'un accord plus ambitieux et contraignant. Il faut en outre aider les pays économiquement les moins avancés à se mettre sur la voie d'un développement plus rapide et durable. À cet égard, le gouvernement belge a décidé de consacrer 0,7 p.c. du PIB en 2010 à l'aide publique au développement, conformément à l'objectif adopté aux plans international et national.

## Sortir au moment et au rythme appropriés des politiques de soutien du secteur financier et de stimulation de la demande

12. Les mesures de gestion de crise devront faire place à la prévention de crises ultérieures et à la consolidation des bases d'une croissance équilibrée. L'exercice est délicat et requiert une évaluation correcte de la capacité du secteur privé à se passer du soutien public. Mettre fin trop tôt aux mesures exceptionnelles augmenterait le risque d'une rechute: de nouvelles difficultés pour les établissements financiers interagiraient avec une détérioration renouvelée de la conjoncture économique. En revanche, y mettre fin trop tard préparerait le terrain à de nouveaux excès financiers, comme ce fut le cas après l'éclatement de la bulle boursière en 2000-2001. Étant donné que la situation ne devrait se normaliser que progressivement et que l'incertitude demeurera grande, il sera sans doute approprié de supprimer graduellement les mesures de crise. En tous cas, l'efficacité des politiques de soutien de la demande suppose des « stratégies de sortie » crédibles, dans le cadre d'une coordination renforcée, en particulier au sein de l'UE.
13. La politique monétaire de l'Eurosystème doit rester guidée par l'objectif de stabilité des prix. D'août 2007 à juillet 2008, la politique de taux d'intérêt visait à contrer des risques d'inflation, tandis que la gestion de la liquidité palliait les dysfonctionnements du marché monétaire. L'aggravation brutale de la crise financière et les pressions déflationnistes qui en résultaient ont ensuite conduit le Conseil des gouverneurs de la BCE à mobiliser tous les instruments dont il disposait dans la même direction et à emprunter des voies non conventionnelles pour soutenir le crédit bancaire, principale source de financement de l'économie de la zone euro. Le taux d'intérêt directeur de l'Eurosystème a été abaissé en sept étapes de 4,25 p.c. en octobre 2008 au niveau sans précédent de 1 p.c. en mai 2009. En outre, une ample fourniture de liquidités a poussé vers le bas les taux d'intérêt du marché monétaire, le taux au jour le jour se rapprochant de celui de la facilité de dépôt de l'Eurosystème – soit 0,25 p.c. à partir d'avril 2009. Le soutien renforcé du crédit a consisté à satisfaire toutes les demandes de liquidité des banques au taux directeur, à procéder à des opérations de refinancement pour des durées plus longues – jusqu'à un an –, à élargir la liste des actifs acceptés en garantie, à fournir des liquidités en monnaies étrangères aux établissements de crédit de la zone euro et à acheter des obligations bancaires sécurisées afin de rendre vie à ce marché.
14. Cette politique énergique a contribué à résorber les tensions sur les marchés financiers et à écarter le risque de déflation. Une nouvelle phase s'est ouverte à la fin de l'année, lorsque le Conseil des gouverneurs a annoncé que les opérations de refinancement à douze mois de décembre 2009 et à six mois de mars 2010 devaient être les dernières de ces durées. Motivé par l'amélioration des conditions financières, cet ajustement de certaines modalités de la gestion de la liquidité avait pour but d'inciter les banques à restructurer leurs portefeuilles et à se tourner davantage vers le marché pour se financer. Il ne s'agissait pas de provoquer une hausse des taux d'intérêt. En effet, la sous-utilisation des capacités de production continuait à peser sur l'évolution des prix et à justifier des conditions monétaires exceptionnellement accommodantes, d'autant plus que l'octroi de crédits demeurait faible.
15. Puisqu'il s'inscrit dans une perspective de moyen terme, l'objectif de stabilité des prix permet aussi à la politique monétaire d'agir contre l'accumulation de déséquilibres financiers ne se traduisant pas par des pressions immédiates sur les prix à la consommation. L'analyse monétaire, qui est l'une des composantes de l'évaluation des risques pesant sur la stabilité des prix à laquelle procède le Conseil des gouverneurs de la BCE, est utile à cet égard. Certes, le lien entre l'évolution de la masse monétaire M3 et celle des prix semble s'être distendu. Mais l'expansion des agrégats de monnaie et de crédit, si elle va de pair avec une vive progression des prix des actifs, peut signaler l'émergence de bulles financières dont l'éclatement mettrait la stabilité des prix à la consommation en danger; tel est en particulier le cas de booms immobiliers nourris par l'endettement. Ces considérations gagneront sans doute en importance dans les délibérations

sur l'orientation de la politique monétaire. Toutefois, l'instrument des taux d'intérêt ne pourra à lui seul garantir à la fois la stabilité des prix et la stabilité financière. La politique monétaire doit donc être soutenue par des politiques prudentielles.

16. En matière budgétaire, le retrait des mesures exceptionnelles prises au cours de la crise ne suffira pas car, dans la plupart des pays du monde, celle-ci aura augmenté la dette publique et réduit pour longtemps le PIB à un niveau inférieur à ce qui était prévu antérieurement. Des stratégies d'ajustement budgétaire crédibles sont nécessaires pour jeter les bases d'une croissance durable. Elles pourraient d'ailleurs permettre à la politique monétaire de demeurer plus longtemps accommodante. Conjugués aux mesures visant à sauver les établissements financiers dont la survie était nécessaire à la sauvegarde du système, le jeu des stabilisateurs automatiques et les plans de relance ont gonflé la dette publique, qui s'est en outre accrue en pourcentage du PIB à cause de la contraction de celui-ci. L'ensemble de ces interventions a été efficace pour enrayer une spirale négative, soutenir l'octroi de crédit et limiter le recul du potentiel de croissance. Leur effet s'étiolerait cependant d'autant plus vite que des doutes apparaîtraient quant à la maîtrise de l'endettement public, ce qui entraînerait des hausses de taux d'intérêt et une épargne accrue des particuliers, voire un risque de crise de la dette publique. En outre, le poids de l'ajustement ne doit pas être reporté sur les générations futures.
17. Dans l'UE, le traité et le pacte de stabilité et de croissance servent de cadre aux programmes de consolidation. Les nombreux États en situation de déficit excessif – dans la zone euro, les seuls à ne pas l'être à la fin de 2009 étaient Chypre, la Finlande et le Luxembourg – doivent établir des plans crédibles et prendre des mesures correctrices au fil de l'amélioration conjoncturelle, pour mettre fin à cette situation et atteindre ensuite les objectifs de moyen terme qui assurent la soutenabilité des finances publiques. Le Conseil Ecofin a précisé, le 2 décembre 2009, le trajet de consolidation requis pour la plupart de ces pays.
18. La Belgique a affronté la crise avec un taux d'endettement public élevé, quoiqu'en nette diminution depuis le sommet de 134,1 p.c. du PIB atteint en 1993. De plus, la situation proche de l'équilibre budgétaire qui a prévalu au cours de la période 2000-2007 cachait un amenuisement du surplus primaire – c'est-à-dire hors charges d'intérêts –, et l'intention, exprimée dès 2000, de dégager progressivement un excédent structurel pour assurer le préfinancement des coûts du vieillissement de la population ne s'est pas traduite en actes. Dans ces conditions, la crise n'a pas seulement mis plus à mal encore les plans visant à préparer les finances publiques aux lourdes conséquences de l'évolution démographique ; elle a aussi fait resurgir l'effet « boule de neige » – l'augmentation endogène de la dette alimentée par les charges d'intérêts – qui ne s'exerçait plus depuis 1997. Le taux d'endettement public, qui était déjà remonté de 84,2 à 89,8 p.c. du PIB en 2008 en raison des interventions de l'État dans certains établissements financiers en difficulté, a bondi à 97,8 p.c. en 2009. Cette augmentation s'explique par le recul du PIB nominal, mais aussi et surtout par un déficit considérable de l'ensemble des administrations publiques, de 6 p.c. du PIB. L'aggravation du déficit par rapport à l'année précédente, de près de 5 points de pourcentage, est entièrement attribuable au solde primaire, passé d'un excédent de 2,6 p.c. du PIB en 2008 à un déficit de 2,3 p.c. À politique inchangée et selon les scénarios macroéconomiques les plus probables, le retour à la croissance du PIB nominal n'empêchera pas l'augmentation endogène de la dette enclenchée en 2009 de se prolonger au cours des prochaines années.
19. Il est évident que le niveau de déficit public atteint par la Belgique n'est pas soutenable. Restaurer la soutenabilité des finances publiques est indispensable pour conserver la confiance des investisseurs, des consommateurs et des entrepreneurs, et s'assurer que les pouvoirs publics pourront faire face aux effets du vieillissement de la population. Il faut donc ramener le budget consolidé des administrations publiques à l'équilibre dans un délai raisonnable, afin non seulement d'enrayer l'effet « boule de neige » mais aussi de remettre le taux d'endettement sur un sentier de décroissance. C'est pourquoi le gouvernement a confirmé, dans le programme de

stabilité de la Belgique de septembre, l'objectif d'un retour à l'équilibre budgétaire en 2015 au plus tard qu'il avait déjà fixé en avril. Le budget fédéral qui couvre les années 2010 et 2011 est une première étape utile dans ce processus de consolidation. La réduction du déficit de l'ensemble des administrations publiques programmée dès 2010 tranche avec l'accroissement prévu dans la zone euro. Il faut cependant souligner que la détérioration a été plus nette en Belgique au cours de l'année sous revue. Le produit éventuel de bonnes surprises conjoncturelles devrait être affecté à une compression plus rapide du déficit. Si l'environnement macroéconomique s'améliore conformément aux attentes les plus récentes, l'objectif intermédiaire de ramener le déficit sous le seuil des 3 p.c. du PIB en 2012, recommandé par le Conseil Ecofin, devrait pouvoir être respecté.

20. La tâche ne sera pas aisée car elle ne sera probablement plus facilitée par la baisse quasiment ininterrompue du taux d'intérêt moyen de la dette publique dont on a bénéficié ces vingt dernières années. Des mesures structurelles, inspirées par un souci d'efficacité et de sélectivité et portant tant sur les recettes que sur les dépenses, seront nécessaires. Les recettes pourraient être augmentées par une meilleure perception de l'impôt et des cotisations sociales et par un élargissement de l'assiette fiscale, tandis que la lutte contre la fraude fiscale et sociale doit être poursuivie avec vigueur. Quant aux dépenses, elles pourraient être freinées entre autres par la recherche de gains d'efficacité. Il faut rompre avec la tendance de la dernière décennie : dans la période 1998-2009, l'accroissement structurel des dépenses primaires en termes réels a été de 2,7 p.c. par an – il a même atteint 3,5 p.c. en 2009 –, soit un rythme sensiblement supérieur à la hausse tendancielle du PIB, qui a elle-même fléchi à la suite de la crise. L'expérience des années 1984-1990 et 1994-2000 montre que, dans une petite économie ouverte et grevée d'une dette publique élevée comme la Belgique, un programme d'assainissement budgétaire n'anémie pas nécessairement la croissance. Un tel projet requiert cependant des choix difficiles, et la coopération de tous les niveaux de pouvoir, qui partagent la responsabilité du retour à un état soutenable des finances publiques.

## Réformer en profondeur le secteur financier afin qu'il serve l'économie sans heurts

21. La crise financière a entraîné de profonds changements au sein du système financier belge et modifié la structure des grands établissements systémiques. Ceux-ci n'ont pas seulement réduit leurs opérations de négoce en diminuant leurs portefeuilles de titres et leurs transactions interbancaires ; ils mettent aussi en œuvre des plans de restructuration de grande envergure qui les amènent à se retirer de certains marchés et à procéder à d'importantes cessions d'activités. Ces mesures devraient contribuer à restaurer durablement la liquidité et la solvabilité du système bancaire. Elles devraient aussi permettre aux institutions qui bénéficient d'aides des pouvoirs publics de s'en passer, conformément aux règles européennes de maintien des conditions de concurrence. Par ailleurs, il faut que les banques continuent à jouer pleinement leur rôle dans le financement de l'économie. L'assouplissement de la politique monétaire de l'Eurosystème doit se refléter dans l'octroi de crédit aux ménages et aux entreprises, en particulier petites et moyennes.
22. Sur le plan structurel, le démantèlement graduel des mesures de soutien aux établissements financiers devra être combiné avec la mise en œuvre progressive, mais déterminée, des réformes en profondeur qui sont requises pour remédier aux dysfonctionnements du système financier et, en particulier, pour réduire l'aléa moral qu'entraîne l'intervention systématique des autorités en cas de risque d'insolvabilité d'établissements dépassant une taille critique. On ne peut pas se permettre de revenir aux modèles de gestion d'avant la crise. Celle-ci a montré que le secteur privé n'était pas incité à prendre en compte les risques systémiques extrêmes. Elle a révélé à quel point certaines actions individuelles pouvaient exercer des effets collectifs du fait de phénomènes de contagion et de l'interconnexion entre les grands opérateurs de marché. Elle a aussi mis en

évidence une tension entre le cadre national dans lequel les autorités de contrôle exercent leurs compétences et l'approche adoptée par les établissements transfrontaliers, ainsi qu'un manque de coordination entre le contrôle microprudentiel et la recherche de la stabilité macrofinancière. Les difficultés de mise en place d'une nouvelle structure d'encadrement du secteur financier sont à la fois de nature opérationnelle et conceptuelle. Cela justifie une réflexion approfondie et une préparation minutieuse, mais ne peut servir de prétexte pour tergiverser ou gaspiller la force d'impulsion et le sentiment d'urgence créés par la crise elle-même.

23. Les lacunes apparues dans les procédures de gestion de la crise ont remis en avant les interactions entre les trois grands piliers du contrôle définis dans le dispositif du Comité de Bâle, à savoir la réglementation, la surveillance prudentielle et la discipline de marché. En matière législative, des régimes spéciaux de redressement applicables aux entreprises du secteur financier viennent d'être introduits ou le seront prochainement dans de nombreux pays, dont la Belgique, pour permettre aux pouvoirs publics de procéder, en cas de situation extrême, à des cessions d'éléments du patrimoine d'établissements de crédit ou de titres émis par ces établissements. Dans le domaine de la surveillance, tant le Conseil de stabilité financière à l'échelon mondial que les autorités européennes insistent sur la mise en place, pour chaque grande institution financière transfrontalière, de groupes spéciaux de coordination comprenant les représentants des ministères des finances, des banques centrales et des autorités de supervision des pays concernés. Enfin, les institutions financières elles-mêmes seraient astreintes à mettre en place des structures et des modalités d'organisation facilitant, en cas d'urgence, leur démantèlement ou une scission en entités plus homogènes.
24. En matière de prévention des crises, les trois piliers du contrôle prudentiel doivent être maintenus, mais un rééquilibrage s'impose. Les événements récents ont en particulier fait naître de sérieux doutes sur l'apport des marchés au maintien de la discipline. Certes, une supervision et une réglementation efficaces ne peuvent se concevoir sans la contribution active des établissements financiers. Toutefois, failles et manquements ont sapé la confiance dans les capacités autorégulatrices du système financier. Ainsi, les mécanismes d'incitation et les structures de rémunération ont dans de nombreux cas été biaisés en faveur de résultats immédiats au détriment d'une création de valeur à plus long terme, tandis que la publication d'informations claires et appropriées a souvent fait défaut, alors qu'elle constituait l'élément essentiel du troisième pilier du dispositif de Bâle.
25. Sans vouloir se substituer aux marchés financiers, les autorités doivent réviser la réglementation afin de permettre au système de mieux fonctionner au profit de l'économie. Les règles doivent avoir une portée plus large et s'étendre à des institutions, des instruments ou des marchés jusqu'ici non couverts, lorsque ceux-ci acquièrent une importance systémique. En vue d'affermir la solvabilité et la liquidité des établissements de crédit, le Comité de Bâle veut accroître les exigences réglementaires. Le nouveau système en cours d'examen combinerait un relèvement des fonds propres, un mécanisme renforcé de constitution des provisions, et des contraintes spécifiques de liquidité. Le calcul des exigences en capital pondérées en fonction des risques, qui avait représenté une des grandes innovations de ces dernières années, serait révisé à la fois pour encourager, en période de haute conjoncture, la constitution de fonds propres mobilisables lors d'une récession, et pour tenir compte des risques systémiques que font courir des établissements de très grande taille ou détenant une part de marché importante dans certains segments d'activité. Une exigence complémentaire serait introduite sous la forme d'un ratio, dit de *leverage*, qui rapporte le capital de base au total des actifs détenus par les banques et vise, en particulier, à contenir le recours excessif à l'effet de levier. Par ailleurs, des règles doivent aussi encadrer les systèmes de rémunération des établissements financiers, afin d'éviter que des bonus basés sur les résultats à court terme n'incitent de nouveau à prendre des risques excessifs.

26. La mise en œuvre de ce projet ambitieux devra être rigoureusement planifiée. Il conviendra d'éviter que les nombreuses questions techniques à résoudre n'aboutissent au résultat paradoxal d'introduire une réglementation trop compliquée alors qu'elle a pour but d'accroître la transparence du système financier. Par ailleurs, il faudra veiller à ce que les changements structurels recherchés par la réforme, en particulier une réduction de la taille et de la complexité des institutions financières, n'entraînent pas une restriction du crédit, une fragmentation des marchés – en particulier du marché européen des services financiers – dommageable à leur efficacité, ou encore l'exploitation par les établissements financiers de différences réglementaires et des affaiblissements de positions concurrentielles.
  
27. L'introduction d'un cadre réglementaire révisé devra donc être relayée par une action résolue des superviseurs pour renforcer les normes de gestion des risques applicables aux institutions financières. Il faudra tenir compte des enseignements de la crise, qui a résulté bien davantage de la propagation et de la généralisation de comportements identiques dans l'ensemble du système financier que de l'affaiblissement d'un petit nombre d'établissements. La nécessité de sauvegarder la stabilité de l'ensemble du système devra être conciliée avec l'exigence d'efficacité, mais aussi avec une protection renforcée des consommateurs de produits et services financiers. Si aucun modèle de contrôle ne peut offrir une garantie absolue contre les accidents financiers, un nombre croissant de pays privilégient le système dit des « twin peaks », où la supervision des intermédiaires financiers pris séparément et celle de la stabilité d'ensemble du système sont toutes deux confiées à la banque centrale, tandis qu'un organisme distinct est chargé de veiller au bon fonctionnement des marchés, à la conformité des services et des produits financiers ainsi qu'à l'information correcte et à la protection des consommateurs. Une telle structure présente de nombreux avantages. Elle facilite l'exercice indépendant des deux grandes missions que sont le maintien de la solidité des institutions individuelles et la préservation de l'intégrité des marchés. Elle permet d'exploiter au mieux les atouts dont disposent les banques centrales pour surveiller les risques systémiques: leurs relations quotidiennes avec le marché monétaire, leur activité au cœur des systèmes de paiement et de règlement, leurs analyses macroéconomiques et, pour les banques centrales de l'UE, leur participation à un système qui organise leur coopération. Les autorités publiques belges ont récemment opté pour une telle structure duale qui devra être mise en place à bref délai pour assurer une pratique plus efficace du contrôle prudentiel et de la surveillance des marchés.
  
28. Ce nouveau modèle s'intégrera dans une architecture institutionnelle internationale qui est elle-même en pleine évolution. À la suite des recommandations du rapport de Larosière, un Comité européen du risque systémique et un Système européen de surveillance financière seront créés dans l'UE. Au niveau mondial, l'importance du rôle du FMI et du Conseil de stabilité financière dans le maintien du bon fonctionnement du système financier a été solennellement réaffirmée. La coopération, tant au plan national qu'au plan international, entre les diverses parties responsables du maintien de la stabilité financière suppose que soient satisfaites certaines conditions essentielles. Il faut d'abord assurer une communication rapide et complète des informations et des données financières sur lesquelles se fonde le contrôle prudentiel. Il faut ensuite accorder le point de vue des superviseurs, qui mettent l'accent sur le respect de règles et la mise en place de procédures et d'outils de gestion des risques, avec celui des banques centrales, qui privilégient une approche centrée sur l'examen des tendances structurelles et des évolutions cycliques dans l'ensemble du système. Enfin, l'analyse des conditions de la stabilité financière doit déboucher sur des recommandations ciblées et des mesures spécifiques de politique macroprudentielle.

## Accentuer les réformes pour favoriser une croissance durable

29. La crise ne doit pas reléguer les réformes structurelles à l'arrière-plan. Elle les rend au contraire d'autant plus indispensables qu'elle attise les menaces que faisaient déjà peser le vieillissement de la population, la mondialisation et le changement climatique sur la croissance et les finances publiques. En effet, elle a dès à présent grevé les budgets publics et, en l'absence de réponses adéquates, elle pourrait ralentir la croissance potentielle pendant plusieurs années en raison d'un tassement du stock de capital, d'une éventuelle hausse du chômage structurel, ainsi que d'un financement moins facile de l'investissement et des dépenses de recherche et développement. Une stratégie de long terme ne peut donc pas s'appuyer exclusivement sur la consolidation budgétaire, mais doit aussi comprendre une politique de l'innovation, de l'emploi et de la compétitivité qui soutienne durablement la croissance. Les choix budgétaires peuvent y contribuer en réorientant les recettes et les dépenses de façon à promouvoir l'investissement et l'emploi; il convient par exemple de favoriser la création d'emplois par une politique active, notamment vis-à-vis des groupes vulnérables – et, dans les circonstances actuelles, en particulier au profit des jeunes –, de mieux accompagner et préparer l'offre de travail en vue de l'emploi, d'améliorer les infrastructures utiles au déploiement économique, et d'augmenter les investissements en éducation, en formation et en recherche et développement.
30. La réallocation de l'offre exigera des efforts considérables: il s'agira de mettre en œuvre un glissement de ressources en provenance d'activités plus traditionnelles vers les branches d'avenir, notamment celles qui répondront aux besoins d'une économie plus respectueuse de l'environnement. Comme d'autres, l'économie belge doit faire preuve de flexibilité et de dynamisme pour développer de nouvelles activités, ce qui requiert la participation de tous, entrepreneurs, travailleurs et pouvoirs publics.
31. Le passage à une économie de l'innovation nécessite un relèvement des dépenses de recherche et développement – elles sont nettement inférieures à celles de l'Allemagne ou des pays nordiques et trop concentrées dans certaines grandes sociétés –, mais aussi une meilleure exploitation des retombées technologiques de la recherche, la promotion de liens plus étroits entre entreprises et centres universitaires, la participation à des réseaux internationaux et le renforcement de l'attrait de la Belgique pour les chercheurs. L'innovation doit permettre d'augmenter la productivité et de lancer de nouveaux produits et services bien valorisés sur les marchés étrangers. La nécessité de produire et de consommer de façon moins dommageable à l'environnement peut être saisie comme une opportunité de redéploiement.
32. Plus généralement, le renouvellement des processus, des produits et des débouchés doit être une préoccupation constante des chefs d'entreprise. La Belgique reste trop spécialisée dans les productions à forte intensité capitaliste pour lesquelles elle subit la concurrence des pays émergents, et insuffisamment dans de nouvelles productions sophistiquées. Les entreprises exportatrices, dont le nombre devrait croître, demeurent principalement orientées vers des marchés à faible expansion. Il faut en outre que les conditions soient propices à la création de nouvelles firmes, qui est un vecteur puissant d'innovation. Or le désir d'entreprendre est insuffisant, les charges administratives restent lourdes et le financement approprié aux différents stades du développement de jeunes entreprises fait parfois défaut. Enfin, l'existence d'obstacles juridiques ou administratifs et la complexité institutionnelle limitent l'entrée de nouveaux acteurs sur certains marchés.
33. Il faut veiller à ce que le processus de transformation des structures productives soit efficacement épaulé par le marché du travail. Il importe dès lors d'éviter les pertes de qualification et d'aptitudes que pourrait engendrer la hausse actuelle du chômage, en renforçant l'accompagnement et la formation des personnes que la crise a privées d'emploi. Les mesures défensives, comme le système de chômage temporaire, qui ont efficacement atténué les conséquences sociales de la récession, doivent être assorties d'efforts de formation préparant à la sortie de crise. C'est

une politique active de l'emploi, mettant tous les talents en valeur par des efforts d'activation, de formation et de mobilité, qui pourra prévenir la transformation du chômage conjoncturel en chômage structurel, et assurer une mobilisation suffisante de la main-d'œuvre dans le contexte d'une population vieillissante. Alors que la proportion de jeunes titulaires d'un diplôme de l'enseignement supérieur est relativement élevée, le nombre de ceux qui sortent de l'enseignement avec de faibles qualifications diminue trop peu et la formation tout au long de la vie reste insuffisante. Il s'agit notamment de développer les capacités de chacun sur l'ensemble de sa carrière. La hausse du taux d'emploi – pour certains groupes, ce taux reste particulièrement bas comparé à la moyenne européenne – demeure essentielle en vue de soutenir le potentiel de croissance et le système de sécurité sociale. La participation des femmes au marché du travail, qui s'est déjà fortement accrue, doit encore être encouragée et l'égalité de traitement par rapport aux hommes doit être respectée. Enfin, comme ailleurs en Europe, il faut faire en sorte que l'augmentation de l'espérance de vie aille de pair avec un allongement de la vie professionnelle, tout en tenant compte des caractéristiques de celle-ci, ainsi que de la nécessité d'offrir des chances égales aux personnes plus âgées et de leur permettre de rester plus longtemps au travail. Les délais de mise en œuvre des mesures nécessaires à cet effet peuvent être importants, comme l'a montré le relèvement progressif de l'âge de la retraite des femmes qui a déjà été mené à bien.

34. La compétitivité de l'économie belge et sa capacité à créer des emplois dépendent aussi de la formation des prix et des salaires. Par rapport à la zone euro, l'écart d'inflation négatif enregistré en 2009 a été moindre que l'écart positif de l'année précédente. Cette évolution résulte notamment de hausses à caractère permanent dans le secteur du gaz et de l'électricité, et d'une réaction, encore plus asymétrique que dans la zone euro, des prix d'un certain nombre de produits alimentaires transformés à l'évolution des prix des matières premières. L'Observatoire des prix installé en 2009 devrait fournir des analyses approfondies au Conseil de la concurrence et aux instances de contrôle des industries de réseau, dont le rôle est crucial pour combattre les rentes de position dominante. En outre, l'influence de la mauvaise conjoncture économique sur les prix des services et des biens industriels non énergétiques semble avoir été plus faible en Belgique que dans la zone euro, phénomène sans doute en partie dû à l'existence de nombreux mécanismes formels et informels d'indexation. Comme ils incorporent des délais d'adaptation aux mouvements de l'indice de référence, ces mécanismes pourraient en revanche exercer un impact modérateur sur l'inflation moyenne en 2010.
35. Mesuré par l'évolution relative des coûts salariaux horaires depuis 1996 au sens de la loi relative à la promotion de l'emploi et à la sauvegarde préventive de la compétitivité, le handicap salarial des entreprises se serait stabilisé à quelque 3,5 p.c. en 2009. Ce chiffre ne tient pas compte d'éléments pour lesquels les données nécessaires à une comparaison internationale font défaut, comme les subventions salariales sous la forme de réductions de précompte professionnel qui ont été accordées en Belgique. Toutefois, vu l'évolution plus défavorable de la productivité en Belgique, les coûts salariaux par unité produite y ont progressé nettement plus qu'en moyenne dans les trois principaux pays voisins au cours de la même période. Il faudra donc veiller à ce que le ralentissement attendu de ces coûts – lié à des indexations moindres, à la pression du chômage sur les formes variables de salaire et au regain cyclique de la productivité – soit suffisant pour améliorer la compétitivité et développer l'emploi. Jointe aux efforts d'innovation dont il a été question ci-dessus, une telle modération des coûts aiderait les exportateurs à tirer pleinement parti de la reprise de la demande mondiale.

## Conclusion

36. Dans les diverses régions du monde, la réaction des autorités en charge des politiques monétaire et budgétaire à la crise financière et économique la plus grave de l'après-guerre a été globalement appropriée et a permis d'éviter le pire. Il faudra encore naviguer entre les écueils que constituent un marasme conjoncturel prolongé et la contraction du crédit d'une part, de nouvelles bulles financières et le gonflement explosif des dettes publiques d'autre part. Si la manœuvre est délicate, il est clair que le cap doit être maintenu sur des objectifs de long terme. Loin de céder à un pessimisme auto-réalisateur, il s'agit d'affronter les nouvelles réalités avec courage et lucidité. Pour consolider la reprise économique, il faut renforcer la coopération internationale et européenne, poursuivre des politiques de stabilité monétaire, assainir graduellement mais résolument les finances publiques, réformer en profondeur le secteur financier, et encourager l'innovation et l'emploi. C'est dans cette même direction que doivent être orientées les politiques économiques en Belgique, tout en tenant compte des spécificités que sont le niveau élevé de la dette publique et le haut degré d'ouverture de l'économie. Une stratégie cohérente permettra au pays de faire valoir ses nombreux atouts, dont sa position au cœur de l'Europe et un bon niveau d'éducation, et de progresser sur la voie d'un développement durable.

Bruxelles, le 3 février 2010

# Comité de direction

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



1

2

3

4

5

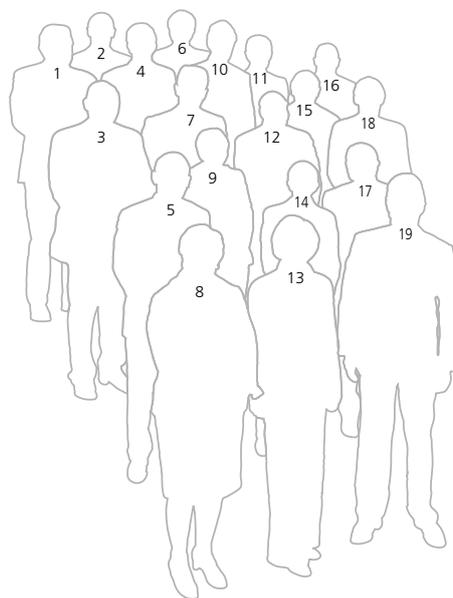
6

7

8

# Conseil de régence

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





## 1.

# Environnement international

## 1.1 Vue d'ensemble

À la fin de 2008 et au début de l'année sous revue, la plupart des pays avancés se sont enlisés dans une profonde récession en raison de l'aggravation de la crise financière

et de la chute de la production et du commerce mondial. Le tarissement des flux de capitaux et l'effondrement du commerce international ont aussi touché les économies émergentes. Ces évolutions ont entraîné en 2009, pour la première fois depuis des décennies, une contraction du

**TABLEAU 1** CROISSANCE DU PIB DANS LES PRINCIPALES ÉCONOMIES

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

	2007	2008	2009	<i>p.m.</i> 2008, part du PIB mondial <sup>(1)</sup>	<i>p.m.</i> 2009, contribution à la croissance du PIB mondial <sup>(1)</sup>
États-Unis .....	2,1	0,4	-2,5	20,8	-0,52
Japon .....	2,3	-0,7	-5,3	6,4	-0,34
Zone euro <sup>(2)</sup> .....	2,7	0,5	-4,0	15,8	-0,63
Danemark, Royaume-Uni et Suède .....	2,5	0,3	-4,7	4,2	-0,20
Autres pays membres de l'UE <sup>(3)</sup> .....	6,1	3,5	-4,8	1,7	-0,08
Autres pays avancés de l'OCDE <sup>(4)</sup> .....	3,2	1,3	-0,7	3,8	-0,03
Chine .....	13,0	9,6	8,7	11,5	1,00
Inde .....	9,4	7,3	5,6	4,8	0,27
Autres pays émergents d'Asie <sup>(5)</sup> .....	5,8	2,9	-0,8	6,9	-0,06
Amérique latine <sup>(6)</sup> .....	5,5	4,1	-2,5	8,2	-0,21
Principaux pays exportateurs de pétrole <sup>(7)</sup> .....	7,2	5,1	-3,3	7,9	-0,26
Monde <sup>(1)</sup> .....	5,1	3,0	-0,8	100,0	
<i>p.m. Commerce mondial</i> <sup>(8)</sup> .....	7,3	3,0	-12,5		

Sources: CE, FMI, OCDE.

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

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

(3) Bulgarie, Chypre, Estonie, Hongrie, Lettonie, Lituanie, Malte, Pologne, Roumanie, Slovénie 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 25 milliards de dollars des États-Unis sur la période 2006-2008 (Algérie, Angola, Arabie saoudite, Émirats arabes unis, République islamique d'Iran, Koweït, Jamahiriya arabe libyenne, Nigéria, Norvège, Qatar, Fédération de Russie et République bolivarienne du Venezuela).

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

PIB mondial, de 0,8 p.c. Ce recul a constitué une rupture nette avec l'expansion souvent très vive qui avait caractérisé l'économie mondiale au cours des dernières années. Soutenue par des plans de relance budgétaires de grande envergure et des politiques monétaires très accommodantes, l'économie mondiale s'est toutefois peu à peu remise de la crise la plus sévère qu'elle ait subie depuis la Seconde Guerre mondiale.

Les mesures fermes de politique économique prises en réponse à la crise financière ont permis d'éviter un effondrement du système financier. Au cours de l'année sous revue, les tensions sur les marchés financiers se sont progressivement relâchées et la confiance est renée, tandis que l'activité économique – tant dans les pays avancés que dans les économies émergentes – était en grande partie soutenue par la politique macroéconomique. De plus en plus de signes de redressement ont pu être observés et, dans le courant de l'année, l'économie mondiale a commencé à se rétablir. Les économies émergentes d'Asie, et particulièrement la Chine, ont été les premières à se redresser et d'autres pays émergents ont tiré profit du nouveau renchérissement des matières premières dans le cours de 2009. Dans les pays avancés également, l'activité a cessé de se contracter et une légère croissance a souvent pu être enregistrée au second semestre de l'année sous revue. Pour partie, ce redressement a résulté du retournement qui s'est opéré dans le cycle des stocks, après une phase de déstockage massif au plus fort de la crise.

En moyenne, ce sont surtout les exportations, les investissements des entreprises et la construction de logements qui ont été frappés de plein fouet dans les pays avancés. La consommation s'y est aussi tassée car les ménages ont renforcé leur épargne, compte tenu notamment de la dégradation de la situation sur le marché du travail ainsi que de la volonté de reconstituer leur patrimoine, qui avait considérablement pâti des moins-values enregistrées sur les logements et les actifs financiers. L'inflation a nettement ralenti en 2009, sous l'effet de la sous-utilisation des capacités de production et de la baisse des prix des matières premières en moyenne par rapport à 2008. Plusieurs économies ont même temporairement présenté un taux d'inflation négatif dans le courant de l'année.

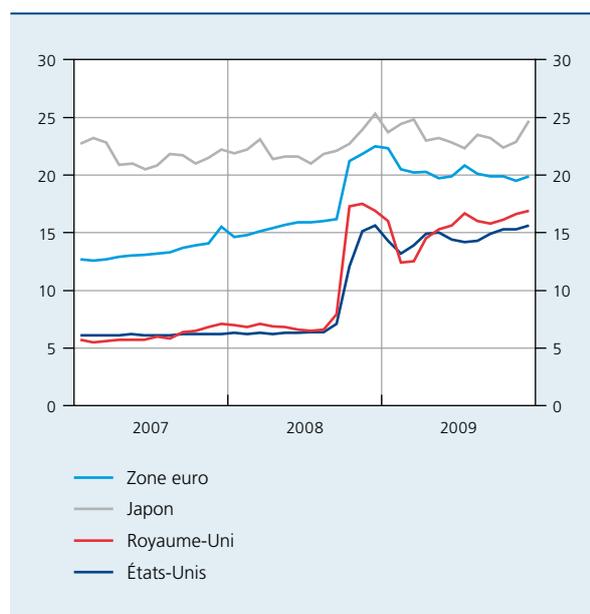
Conjugué au repli des cours du pétrole par rapport à leur pic de 2008, l'accroissement du taux d'épargne des ménages dans les pays où la balance des opérations courantes présentait chaque année d'importants déficits explique, dans une large mesure, la correction des déséquilibres affectant les comptes courants au niveau mondial. Par ailleurs, l'expansion plus modérée de la demande intérieure dans les pays déficitaires a pesé sur l'activité

économique dans le monde. Comme commenté plus en détail dans l'encadré 1, le rééquilibrage mondial de la demande est une nécessité pour garantir une croissance pérenne et permettre une résorption durable des déséquilibres de balances courantes dans le monde.

### Aperçu des principales politiques visant à remédier à la crise

Au cours de l'année sous revue, dans un grand nombre de pays, les pouvoirs publics ont intensifié leurs efforts visant à normaliser le fonctionnement des marchés financiers et à soutenir l'activité économique. Si de nombreux plans nationaux de relance avaient déjà été élaborés à la fin de 2008, la plupart n'ont été mis en œuvre qu'en 2009. De plus, certaines mesures ont été adaptées et de nouvelles initiatives ont été prises. Eu égard à la mondialisation de l'économie, une coordination de la politique de relance s'est imposée; les réunions du Groupe des vingt ou G20, qui rassemble les autorités des principales économies avancées et émergentes, ont contribué à cette évolution. La rapidité de la réaction a permis d'abord d'éviter un effondrement du système financier et, ensuite, d'améliorer le fonctionnement de différents marchés financiers. Un fragile redressement de l'activité économique s'est également amorcé.

**GRAPHIQUE 1** TOTAL DU BILAN DES BANQUES CENTRALES DES PRINCIPALES ÉCONOMIES AVANCÉES  
(moyennes mensuelles, pourcentages du PIB moyen durant la période 2007-2009)



Sources : FMI, Banque d'Angleterre, Banque du Japon, Réserve fédérale, BCE.

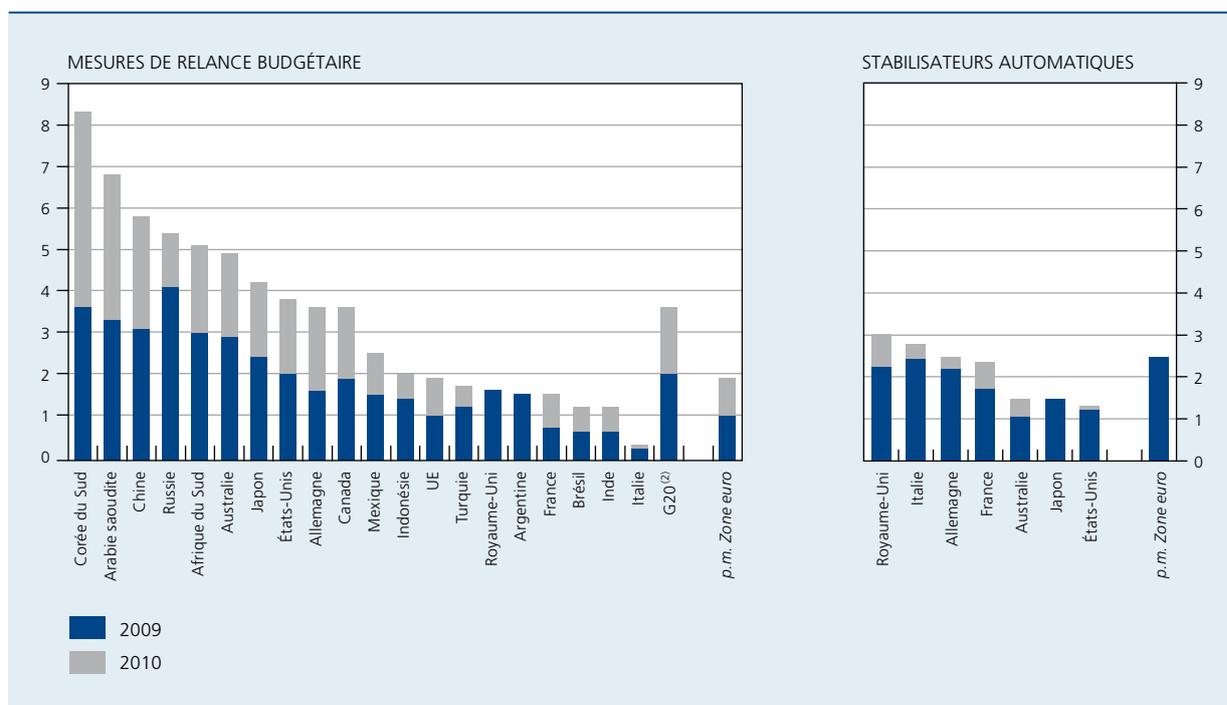
La politique monétaire est demeurée très accommodante, avec des taux d'intérêt directs proches de zéro dans la plupart des économies avancées. Les instruments conventionnels sur lesquels les autorités monétaires s'appuyaient avaient dès lors atteint leurs limites, de sorte que ces autorités ont encore davantage dû recourir à des mesures ciblées non conventionnelles en vue de soutenir des marchés financiers spécifiques. Il s'est essentiellement agi d'élargir et d'assouplir la fourniture de liquidités aux banques, d'intervenir sur certains marchés du crédit et d'acquérir des actifs financiers à long terme, en choisissant généralement les instruments en fonction de la structure des marchés financiers locaux. Cette politique a eu pour conséquence que le total du bilan des principales banques centrales, qui s'était accru de manière considérable à la fin de 2008, s'est maintenu à un niveau exceptionnellement élevé. Elle a aussi conduit à l'incorporation d'actifs plus risqués dans leur bilan. De plus, un certain nombre de banques centrales se sont engagées à maintenir leurs taux d'intérêt directs à un niveau bas pendant une longue période si les circonstances le justifiaient. Ces annonces avaient pour objectif, non seulement de contribuer au rétablissement des canaux de transmission monétaire

traditionnels qui ne fonctionnaient pas encore de manière adéquate, mais également d'exercer une pression à la baisse sur les taux à plus long terme et de stimuler ainsi les dépenses intérieures.

La politique budgétaire a aussi largement contribué au soutien de l'activité économique. Selon le FMI, les mesures discrétionnaires annoncées, liées à la crise, s'établiront en moyenne à 3,6 p.c. du PIB pour les pays du G20 durant la période 2009-2010. Les impulsions les plus vigoureuses ont été données en Corée du Sud, en Arabie saoudite et en Chine. Dans ce dernier pays, elles atteindraient au total quelque 6 p.c. du PIB pour la période 2009-2010 et concernent dans une large mesure des projets d'infrastructure. Aux États-Unis et dans l'UE, leur ampleur a été évaluée à respectivement 3,8 et 1,9 p.c. du PIB. Dans la plupart des pays, l'impulsion a été plus grande en 2009 que celle prévue pour 2010. En règle générale, on peut affirmer que les plans de relance budgétaires sont plus importants dans les économies caractérisées par des stabilisateurs automatiques moins puissants ou dont le gouvernement disposait d'une marge de manœuvre budgétaire plus confortable.

**GRAPHIQUE 2** AMPLITUDE DES MESURES DE RELANCE BUDGÉTAIRES ET DES STABILISATEURS AUTOMATIQUES DANS LE G20<sup>(1)</sup> DURANT LA PÉRIODE 2009-2010

(pourcentages du PIB)



Sources : CE, FMI, OCDE.

(1) Le G20 se compose, outre l'UE qui est représentée comme telle, de dix-neuf pays, à savoir l'Afrique du Sud, l'Allemagne, l'Arabie saoudite, l'Argentine, l'Australie, le Brésil, le Canada, la Chine, la République de Corée du Sud, les États-Unis, la France, l'Inde, l'Indonésie, l'Italie, le Japon, le Mexique, le Royaume-Uni, la Fédération de Russie et la Turquie.

(2) Moyenne pondérée pour les économies du G20, calculée sur la base du PIB en parités de pouvoir d'achat.

À côté de ces programmes de portée générale, les gouvernements ont mis en place des dispositifs destinés à porter assistance à des secteurs spécifiques. Dans de nombreux pays, des interventions ont bien sûr été menées dans le système financier pour en pérenniser le fonctionnement et rétablir la confiance. Elles ont consisté entre autres en des injections de capitaux, des acquisitions d'actifs, des avances de liquidités et des octrois de garanties sur des actifs toxiques, d'une part, et sur les prêts interbancaires et les dépôts de clientèle auprès des banques, d'autre part. Du début de la crise jusqu'au mois d'août 2009 inclus, le coût global de ces mesures d'aide, à l'exclusion des garanties, a représenté selon le FMI, un peu plus de 2 p.c. du PIB pour les pays du G20. La situation du secteur financier comporte néanmoins encore de nombreuses incertitudes, de sorte que la facture du soutien apporté pourrait encore s'élever, en tous les cas à court terme puisque, sur le long terme, lors du retour à des conditions normales, les pouvoirs publics auront la possibilité de réaliser les actifs ainsi acquis. Plusieurs propositions de réforme du secteur financier et de sa supervision ont par ailleurs été formulées, notamment dans le *Financial Sector Reform Plan* (plan de réforme du secteur financier) aux États-Unis et dans le rapport « de Larosière » en Europe. Leur suivi dans l'UE est détaillé dans le chapitre 8 consacré à la stabilité financière. Dans plusieurs pays, les pouvoirs publics ont également soutenu le secteur automobile, notamment par le biais de primes à la casse et, comme aux États-Unis, via des participations directes dans le capital de constructeurs automobiles.

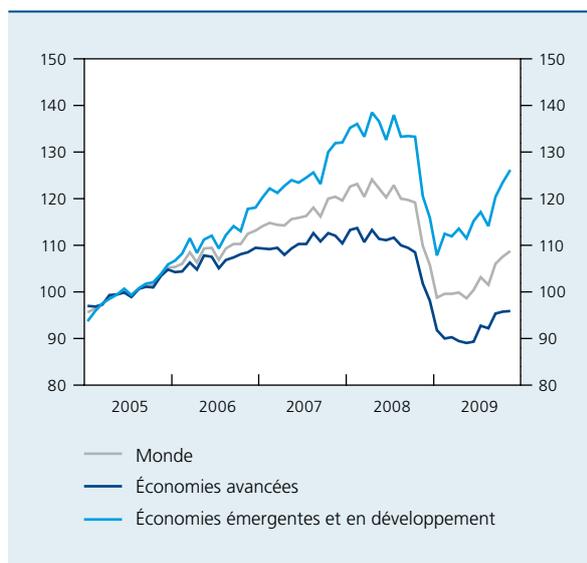
Au niveau mondial, la crise économique et financière a conduit les autorités des principales économies à se concerter en vue d'un renforcement de la coopération économique internationale, en particulier au travers des réunions organisées au niveau du G20 où des initiatives supplémentaires ont été prises en 2009 en vue de combattre la crise. Il a ainsi été décidé, au début d'avril à Londres, d'accroître la capacité d'octroi de crédits du FMI aux pays émergents et aux pays en développement, et de soutenir le financement du commerce international. Durant le sommet de Pittsburgh, en septembre, un nouveau cadre pour une croissance économique forte, durable et équilibrée a été proposé et des principes communs pour une stratégie de sortie de crise ont été dégagés.

### Le commerce international

Les échanges internationaux de biens se sont considérablement réduits à partir d'octobre 2008, dans le contexte de l'intensification de la crise financière. De septembre 2008 à mai 2009, les volumes globaux échangés ont diminué de quelque 20 p.c. au total. Le recul a été

### GRAPHIQUE 3 ÉCHANGES INTERNATIONAUX DE BIENS

(données mensuelles corrigées des variations saisonnières, moyenne des exportations et importations, en volume, indices 2005 = 100)



Source : CPB.

non seulement abrupt, mais aussi généralisé et simultané pour l'ensemble des pays et des secteurs. Le commerce international a dès lors constitué un canal de transmission important de la crise.

Cette forte diminution peut s'expliquer de plusieurs façons. Il convient, d'abord, de mentionner le tassement marqué et synchronisé de la demande mondiale et l'accroissement des incertitudes relatives aux perspectives économiques qui ont suivi la propagation de la crise financière en automne 2008. Selon le FMI, plus de 70 p.c. des pays ont été en récession dans le monde en 2009. La faiblesse des échanges internationaux s'est toutefois avérée beaucoup plus profonde que ce que l'on pouvait prévoir sur la base de la seule dégradation de la demande, de sorte que d'autres explications doivent être avancées. Ainsi, selon une étude de la Banque mondiale, la réactivité du commerce international aux fluctuations de la demande est plus forte durant des périodes de crise qui touchent l'ensemble de l'économie mondiale du fait entre autres des mesures protectionnistes qui tendent généralement à être introduites dans ces circonstances. Cette tendance est toutefois demeurée limitée durant la crise actuelle. Par ailleurs, cette dernière a principalement touché l'industrie manufacturière, dont les produits occupent une place importante dans les échanges internationaux, ainsi que les composantes de la dépense ayant un contenu élevé en importations. D'autre part, la disponibilité plus limitée de crédits commerciaux et le durcissement

des conditions d'octroi de crédits ont également joué un rôle, essentiellement dans les économies émergentes d'Asie. Enfin, l'internationalisation croissante des chaînes de production peut avoir contribué à l'importance du recul, ainsi qu'à son caractère soudain et synchrone.

La croissance des échanges internationaux de biens a commencé à se rétablir vers le milieu de l'année, parallèlement à la reprise de l'activité économique. L'amélioration des flux commerciaux a été essentiellement soutenue par les pays asiatiques, en particulier la Chine où le plan de relance prévoyait de grands projets d'infrastructure

nécessitant beaucoup de matières premières et de biens d'investissement. La reconstitution des stocks, de matières premières en Asie et d'articles électroniques de consommation chez les importateurs occidentaux, a constitué un stimulant supplémentaire. Enfin, il convient de mentionner l'initiative évoquée ci-avant des dirigeants du G20, lors du sommet de Londres en avril, de soutenir le financement du commerce international, en libérant à cette fin 250 milliards de dollars. La reprise des échanges commerciaux est toutefois restée globalement modérée, leur niveau demeurant au mois de novembre encore bien inférieur à celui d'avant la crise.

## Encadré 1 – Rééquilibrage de la demande mondiale

Malgré le redressement récent de l'économie mondiale, le délai dans lequel celle-ci renouera avec un rythme de croissance comparable à celui observé avant la crise économique et financière, voire même le retour à un tel rythme, est très incertain, d'autant que son dynamisme s'appuyait dans une mesure importante sur des déséquilibres macroéconomiques au niveau global. Ainsi, certaines économies occidentales étaient confrontées à un crédit en croissance rapide, des bulles dans les prix des actifs et des taux d'épargne exceptionnellement faibles, tandis que divers pays émergents sont caractérisés par des prix relatifs biaisés, des marchés financiers peu développés et des niveaux d'épargne excessifs. C'étaient ces déséquilibres qui avaient contribué au déclenchement de la crise financière et, partant, à la récession majeure en 2008 et 2009.

Ces déséquilibres trouvaient leur manifestation la plus marquante dans les soldes courants de balance des paiements. Le statut de monnaie de réserve internationale du dollar a assurément permis aux États-Unis de trouver de manière aisée des investisseurs étrangers pour financer le déficit courant, en particulier auprès des pays asiatiques. Ceux-ci ont en effet affiché une préférence marquée pour placer leurs excédents et, donc, les réserves de change qui y correspondent, dans les actifs sans risque que constituent les obligations du secteur public américain. Ces flux gigantesques de capitaux, conjugués à une politique monétaire extrêmement accommodante, s'étaient traduits aux États-Unis par des liquidités trop abondantes et des taux d'intérêt très bas, qui avaient concouru à faire baisser davantage le taux d'épargne déjà relativement faible des ménages américains. Compte tenu en outre d'une surveillance prudentielle du secteur financier inadéquate, ces développements avaient mené à des excès sur les marchés d'actifs et à la formation de bulles spéculatives, et en fin de compte à la crise financière.

Les glissements récents de la demande mondiale à la suite de la crise financière ont entraîné une correction partielle des déséquilibres extérieurs entre pays. Des pays en excédent orientés vers l'exportation, tels que l'Allemagne, la Chine et le Japon, ont été sérieusement touchés par l'effondrement du commerce mondial : en 2009, leur surplus courant s'est ainsi replié de respectivement 4, 2,5 et 0,7 points de pourcentage du PIB. À la suite de la dégrise du cours du pétrole en 2009 par rapport au pic atteint en 2008, le surplus des pays exportateurs de pétrole s'est par ailleurs considérablement réduit. Aux États-Unis, la faiblesse de la demande intérieure et son incidence sur les importations – plus importante que l'impact de la chute de la demande extérieure sur les exportations –, associées à une dépréciation du cours de change, ont entraîné une diminution sensible du déficit courant, lequel est revenu d'un maximum de 6 p.c. du PIB en 2006 à 3 p.c. en 2009. Des facteurs analogues expliquent aussi le retour du déficit courant à un niveau plus modeste au Royaume-Uni, et, hormis la dépréciation du cours de change, en Espagne et en Italie.

Une reprise vigoureuse et durable de l'économie mondiale nécessite une croissance équilibrée de la demande, ce qui implique que le glissement de la demande entre pays, observé depuis le début de la crise, se poursuive.



Cette condition a motivé l'engagement résolu pris lors du sommet de Pittsburgh, à la fin de septembre 2009, par les dirigeants du G20 dans le cadre du *Framework for strong, sustainable, and balanced growth*. Il a alors été convenu que les pays présentant un déficit courant prennent des mesures pour soutenir l'épargne privée et entament une consolidation budgétaire, tout en laissant leurs marchés ouverts et en renforçant leur secteur exportateur, tandis que les économies enregistrant un surplus courant doivent renforcer « leurs sources internes de croissance ». Cela nécessite que les déséquilibres intérieurs soient corrigés.

Durant la crise financière, une part considérable du patrimoine des ménages aux États-Unis est partie en fumée, en raison de la chute du cours des actions et des prix des logements. Ces ménages ont donc tenté de reconstituer leur patrimoine, de sorte que leur taux d'épargne a atteint en 2009 un niveau de quelque 4 p.c. du revenu disponible alors que, préalablement à la crise, il était presque nul. Un certain nombre d'observateurs, dont le FMI, prévoit que l'accroissement de l'épargne des particuliers aux États-Unis revêtira un caractère relativement structurel. Ces ménages devraient, en effet, se montrer davantage attentifs aux risques liés à leurs placements de portefeuille et faire preuve de plus de réalisme dans leurs anticipations en matière de rendement financier et immobilier. Le niveau de l'épargne aux États-Unis devrait toutefois s'améliorer davantage encore sous l'effet de l'assainissement drastique des finances publiques auquel les autorités de ce pays vont devoir procéder dans les prochaines années, la politique budgétaire de relance ayant conduit à une impasse budgétaire d'un niveau clairement insoutenable. Une stratégie crédible de consolidation budgétaire est de surcroît indispensable pour que les investisseurs étrangers continuent à considérer les titres souverains américains comme des placements sûrs, faute de quoi le financement de la dette extérieure pourrait s'avérer plus difficile et conduire à des variations abruptes du cours de change du dollar.

Même si la mesure dans laquelle le redressement du taux d'épargne des ménages américains est bien de nature structurelle ne peut être donnée pour certaine, il est vraisemblable que les États-Unis ne rempliront plus le rôle de « consommateur mondial en dernier ressort » pendant plusieurs années. Dès lors, nombreux sont ceux qui placent leur espoir dans l'Asie pour tirer la demande mondiale. En effet, la croissance asiatique a globalement bien résisté durant la crise et, ces dernières années, la région a apporté une contribution toujours plus importante à l'expansion de l'activité économique dans le monde : de 2000 à 2008, 32 p.c. de l'expansion du PIB mondial étaient dus à l'Asie émergente, alors que 31 p.c. provenaient du G7. La part de la Chine et celle de l'Inde dans le PIB mondial se sont considérablement accrues, atteignant respectivement 11,5 et 4,8 p.c. en 2008 (en parités de pouvoir d'achat – PPA). Ce mouvement est néanmoins allé de pair avec une montée importante du taux d'épargne des ménages et une part croissante des investissements dans le PIB. L'exemple le plus marquant est celui de la Chine : le taux d'épargne des particuliers y avait atteint quelque 40 p.c. du PIB en 2008 et la consommation privée était revenue de 46 p.c. du PIB en 2000 à 35 p.c. en 2008. À titre de comparaison, la part de la consommation atteint 70 à 80 p.c. dans de nombreuses économies avancées et 50 à 60 p.c. dans la plupart des pays asiatiques. L'ampleur de la consommation privée en Chine paraît donc pour l'heure trop faible pour compenser le ralentissement de la croissance de la consommation américaine, d'autant que l'économie chinoise ne représente, en PPA, que la moitié environ de celle des États-Unis. En outre, la composante importée de la consommation privée chinoise est beaucoup plus réduite et les biens de consommation importés en Chine et aux États-Unis sont très différents, de sorte qu'une adaptation de la structure de la production industrielle est nécessaire. L'Inde et le Brésil peuvent aussi apporter leur contribution mais, compte tenu de la taille de leur économie, ils ne peuvent pas non plus compenser le ralentissement de la dynamique de la consommation américaine.

En vue d'éliminer les déséquilibres tant intérieurs qu'extérieurs, la stimulation en Chine de la demande intérieure à terme nécessite moins de travaux publics d'infrastructure qu'une intervention dans les facteurs structurels qui déterminent dans l'économie les comportements d'épargne, d'investissement et de consommation. En premier lieu, la poursuite du développement des marchés financiers est primordiale : bien que les PME fournissent la plupart des emplois, principalement dans le secteur des services, elles n'ont pas encore un accès aisé au capital et se voient contraintes de constituer des réserves importantes avant de lancer des projets d'investissement. En revanche, les grandes entreprises publiques industrielles orientées vers l'exportation peuvent contracter des emprunts bon



marché auprès des banques publiques. Elles ont, en outre, des coûts de production modérés, car le prix des facteurs de production est biaisé, du fait, par exemple, du subventionnement de l'énergie et de l'eau et, jusqu'il y a peu, l'absence d'obligation de verser des dividendes. Au cours des dernières années, ces distorsions en faveur du secteur industriel orienté vers l'exportation ont favorisé une reprise de l'investissement, et donc l'expansion des capacités de production, qui a été énorme et même exagérée dans certains secteurs. En vue de freiner ce mouvement, les pouvoirs publics chinois ont introduit en juin 2009 une nouvelle réglementation concernant la cession au *National Social Security Fund* des dividendes sur les actions de l'État. Cette disposition permettra de soutenir le développement de la sécurité sociale et devrait décourager dès lors l'épargne de précaution des ménages. La transition vers une croissance plus équilibrée, au détriment de l'industrie lourde intensive en capital, et en faveur du secteur des services plus intensif en main-d'œuvre, est vitale pour développer la part des salaires dans le revenu national, et relancer ainsi la consommation privée. Les autorités chinoises ont aussi élaboré une réglementation relative à l'octroi de crédits à la consommation, dans le but d'influencer directement la consommation privée.

Une variable-clé dans le rééquilibrage de la demande mondiale est la compétitivité relative des pays présentant un déséquilibre extérieur, laquelle est pour partie fonction du cours de change. Dans cette perspective, la pression s'accroît en particulier sur la politique de change de la Chine: conjuguée à la croissance spectaculaire des exportations et à l'expansion de l'excédent de la balance commerciale, la progression exponentielle des réserves de change chinoises est généralement interprétée comme le signe d'une sous-évaluation du renminbi. La Chine avait laissé son cours de change s'apprécier lentement par rapport au dollar des États-Unis, de 6 p.c. par an, à partir du 21 juillet 2005. Depuis l'été 2008, toutefois, la monnaie chinoise est de nouveau fermement ancrée au dollar. À la suite de la crise asiatique, de nombreux autres pays de la région ont constitué des réserves de change confortables pour mieux se prémunir contre un brusque retournement du sentiment des investisseurs et contre des turbulences sur les marchés des changes. Dans ce cadre, de nouveaux dispositifs, tels que des *swaps* de change bilatéraux entre les banques centrales asiatiques et des facilités de crédit du FMI (comme prêteur en dernier ressort (*lender of last resort*)) sont de nature à freiner leur constitution de réserves et à rendre les cours plus flexibles, ce qui peut contribuer à un rééquilibrage international.

En raison des cours très élevés que le pétrole a connus en 2008, les surplus courants des pays exportateurs d'or noir avaient dépassé ceux de l'Asie en 2008, pour représenter plus de 600 milliards de dollars des États-Unis. L'excédent moyen était passé de moins de 4 p.c. du PIB en 2002 à 13,5 p.c. du PIB en 2008. Une partie des revenus du pétrole, ou pétrodollars, sont revenus chez les pays consommateurs de pétrole, par le biais d'importations ou d'investissements en actifs. Compte tenu du recul de la demande de pétrole et de celui du cours du *Brent*, le surplus des pays exportateurs de pétrole exprimé en dollar a fondu de quelque 80 p.c. en 2009. Il demeure important et ces économies sont donc appelées à contribuer au rééquilibrage de la demande mondiale, notamment en augmentant leurs importations et, dans certains cas, en appliquant des cours de change plus flexibles.

Dans d'autres pays en excédent, tels que l'Allemagne et le Japon, les pertes récentes de patrimoine pèseront sans doute encore quelques années sur la demande agrégée. Ces deux économies sont, en outre, confrontées au vieillissement de leur population et disposent d'une marge de manœuvre budgétaire limitée. Elles ont toutefois aussi un rôle à jouer en mettant en œuvre des réformes structurelles, afin d'accroître le potentiel de croissance de leur économie et de favoriser un glissement de l'industrie exportatrice vers le secteur des services. C'est par cette voie également que la zone euro dans son ensemble doit apporter une contribution au rééquilibrage de la demande mondiale.

Les mesures structurelles n'étant efficaces au mieux qu'à moyen terme, ce rééquilibrage s'accompagnera sans doute d'une phase de transition, durant laquelle le recul de la consommation américaine ne sera pas entièrement compensé par la hausse des dépenses d'autres pays. Le mouvement vers un rééquilibrage durable risque donc d'être un processus de longue haleine avec, dans l'intervalle, un ralentissement de la croissance mondiale. Dans de nombreux pays, la croissance a été soutenue jusqu'à présent par la politique monétaire et de vastes mesures de relance budgétaire. Ces mesures finiront par être supprimées et le centre de gravité devra dès lors se déplacer de la demande publique vers la demande privée.

## 1.2 L'évolution de la crise financière

La crise financière, qui s'était déclenchée au cours de l'été 2007 dans le secteur des crédits hypothécaires *subprime* aux États-Unis et qui avait essaimé l'année suivante à l'ensemble du système financier international après la défaillance de la banque d'investissement américaine *Lehman Brothers*, s'est poursuivie au début de 2009.

Les marchés financiers sont en effet demeurés tendus au cours des premiers mois de 2009. Après une amélioration temporaire du sentiment des intervenants de marché à la fin de 2008, en raison du nouvel assouplissement de la politique monétaire et de l'annonce d'aides publiques supplémentaires aux États-Unis, la situation s'est détériorée sur la plupart des marchés au début de 2009, lorsque les chiffres afférents au quatrième trimestre de 2008 ont mis en évidence l'ampleur du ralentissement généralisé de l'activité économique et que les entreprises ont publié des résultats décevants. Par conséquent, les cours boursiers ont poursuivi leur déclin et les écarts de rendement des obligations d'entreprise par rapport aux emprunts d'État se sont à nouveau creusés. Les incertitudes persistantes quant à la santé du secteur financier et au détail de plusieurs mesures décidées par les autorités en vue de le stabiliser ont accru la tension régnant sur les marchés des actions et du crédit. L'annonce de nouvelles aides publiques en faveur d'un certain nombre d'institutions actives dans le secteur financier en Europe et aux États-Unis a fait clairement apparaître que sa stabilité n'était pas encore restaurée durablement. Enfin, les intervenants de marché ont commencé à réaliser que l'impulsion substantielle donnée par les pouvoirs publics pour relancer l'activité économique allait peser durant de longues années sur les finances publiques. Sur les marchés monétaires, le resserrement de l'écart entre le taux d'intérêt interbancaire et le taux fixe des *Overnight Index Swaps* (OIS), c'est-à-dire le taux payé en échange d'un versement basé sur les taux d'intérêt au jour le jour observés sur une durée donnée, s'est interrompu pendant les premiers mois de l'année. Le rendement des obligations d'État émises par des pays émergents a également été mis sous pression en raison du nouveau repli dans ces économies de l'activité résultant du net affaiblissement du commerce international.

À partir de la mi-mars, la situation a commencé à se détendre sur les marchés financiers. Ainsi, l'aversion extrême pour le risque s'est inscrite en recul, dans un premier temps du fait de l'annonce de plusieurs mesures additionnelles par les autorités, telles que l'extension des interventions non conventionnelles de politique monétaire, la publication des détails des plans en faveur du secteur financier aux États-Unis et au

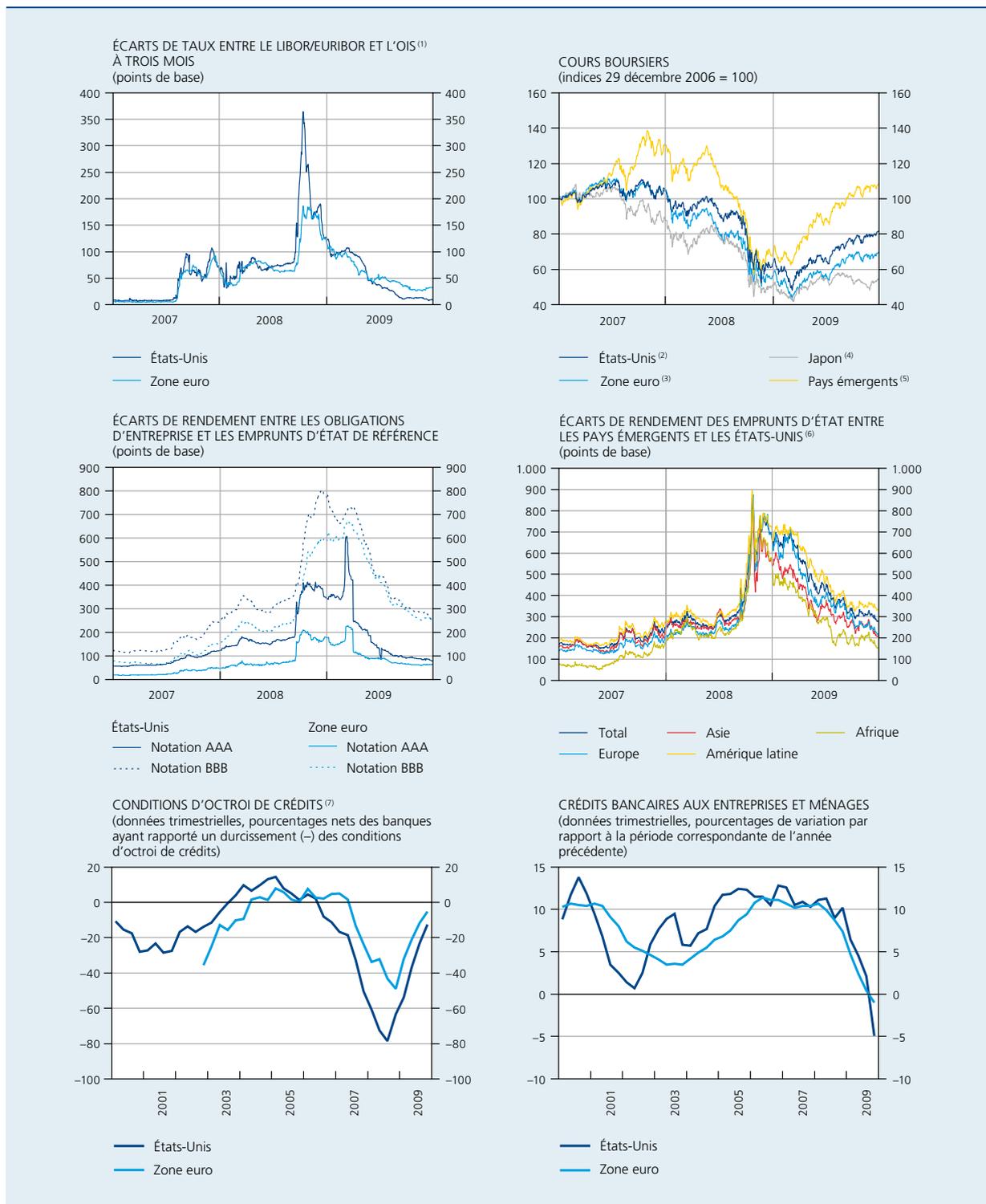
Royaume-Uni, le renforcement des impulsions budgétaires et l'intensification de la coopération internationale dans le cadre du G20. Cette détente s'est ensuite poursuivie eu égard à la contraction moins vive que redouté de l'activité économique, à l'évolution positive des résultats d'une série d'institutions financières, aux résultats favorables des « tests de résistance » réalisés aux États-Unis en vue d'évaluer les besoins en capital des principales institutions financières, ainsi qu'à l'amélioration des perspectives économiques. Le regain d'intérêt pour les placements plus risqués s'est traduit par, outre un fléchissement du dollar des États-Unis et une hausse des rendements des emprunts publics, une nette progression des cours boursiers durant le reste de l'année : elle a toutefois été insuffisante pour compenser les pertes considérables subies en 2007 et 2008. Les primes de risque sur les obligations d'entreprise se sont de leur côté réduites sensiblement, revenant en Europe à un niveau comparable à celui enregistré avant la défaillance de *Lehman Brothers*. Les pays émergents ont également profité dans leur ensemble du recul de l'aversion pour le risque, bénéficiant d'entrées de capitaux qui ont contribué au resserrement des écarts de taux d'intérêt sur leur dette souveraine et à la remontée des cours des actions de leurs entreprises. Enfin, sur les marchés monétaires, l'écart entre le taux interbancaire et le taux fixe de l'OIS s'est établi à un niveau proche, aux États-Unis, de celui relevé au début de la crise financière, en août 2007.

Le redressement ainsi observé a été relativement continu, même s'il a été parfois contrecarré par une recrudescence de l'incertitude relative à la persistance de la reprise économique, notamment au cours des mois de juin et de juillet, ainsi que pendant la deuxième moitié d'octobre. Une autre source de perturbation ont été les craintes relatives à l'endettement du secteur public à Dubaï et en Grèce, respectivement à la fin de novembre et en décembre. À la fin de l'année, la situation s'est clairement détendue sur la plupart des marchés financiers. Cependant, elle n'était toujours pas comparable à celle prévalant avant le début de la crise financière, le fonctionnement normal de plusieurs marchés étant toujours perturbé et, pour certains, dépendant encore de l'intervention des autorités.

Les implications de ce redressement pour les entreprises et les particuliers n'ont pas été négligeables. Tout d'abord, les coûts de financement ont diminué pour les sociétés sous l'effet de la réduction des primes de risque et de la remontée des cours boursiers, engendrant une reprise de l'activité d'émission de titres. En ce qui concerne les ménages, ces coûts se sont aussi inscrits en baisse, en raison notamment du repli des taux d'intérêt hypothécaires. Les banques ont toutefois continué à durcir les conditions d'octroi de crédits, mais dans une moindre mesure qu'en 2008. L'octroi de prêts par les banques

**GRAPHIQUE 4 ÉVOLUTION DES CONDITIONS DE MARCHÉ**

(données journalières, sauf mention contraire)



Sources : JPMorgan Chase, Thomson Reuters Datastream, Réserve fédérale, BCE.

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

aux sociétés non financières et aux ménages s'est encore ralenti, surtout en raison de la nette contraction de la demande de nouveaux crédits. Par ailleurs, la hausse des cours boursiers et, dans un certain nombre d'économies, celle des prix de l'immobilier ont conduit à une légère augmentation du patrimoine des particuliers, après le net recul observé en 2008.

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

#### Marchés des matières premières

Après avoir affiché un net repli au second semestre de 2008, les prix des matières premières se sont stabilisés au début de 2009, avant de progresser de manière quasiment ininterrompue dans la foulée du redressement des marchés financiers et de l'embellie des perspectives économiques, facteurs qui ont engendré la constitution de stocks des entreprises ainsi qu'une augmentation des investissements financiers en relation avec les matières premières. Plus tard dans l'année, le renchérissement a été alimenté par le début de reprise de l'économie mondiale et la dépréciation du dollar des États-Unis. La brusque remontée des cours des matières premières a relancé la discussion concernant l'incidence sur leur évolution de l'intérêt accru porté par les investisseurs financiers aux marchés des matières premières. Même si les opérations de ces derniers peuvent avoir contribué à renforcer temporairement la volatilité ainsi que l'évolution tendancielle des prix des matières premières, les publications récentes de plusieurs institutions internationales, à savoir l'Agence internationale de l'énergie (AIE), la Conférence des Nations Unies sur le commerce et le développement (CNUCED) et l'Organisation internationale des commissions de valeurs mobilières (OICV), montrent qu'aucun élément probant ne permet, pour l'heure, d'affirmer que ce type d'investissement exerce un effet persistant sur les cours, son évolution semblant en effet étroitement liée à celle des fondamentaux sous-jacents. Compte tenu de leur niveau particulièrement élevé pendant une grande partie de 2008, les prix des produits de base exprimés en dollar des États-Unis ont reculé en moyenne annuelle, de 33,3 p.c. d'après l'indice HWWI, en dépit d'une hausse de la fin de 2008 à la fin de 2009 qui s'est chiffrée à 56,5 p.c.

Des écarts notables ont caractérisé les augmentations de prix des principales catégories de produits pendant l'année. Ils ont résulté à la fois de différences de sensibilité au cycle conjoncturel – particulièrement élevée dans les

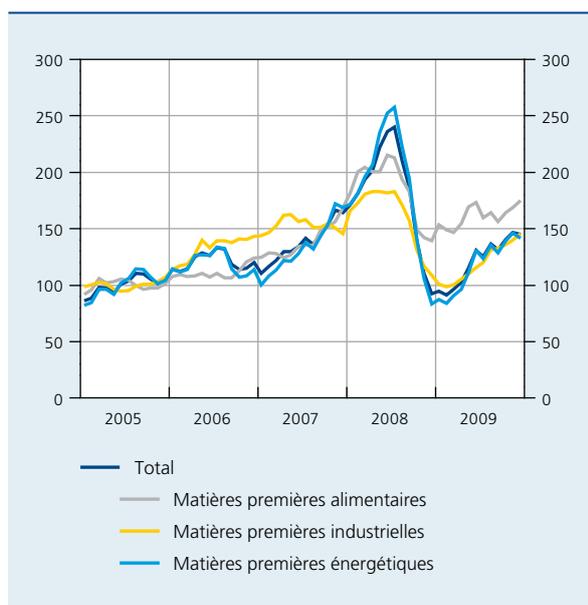
cas du pétrole et des métaux de base – et d'un certain nombre de facteurs spécifiques.

Ce sont les matières premières énergétiques qui ont enregistré le renchérissement le plus marqué en 2009 par rapport à la fin de 2008, à savoir 69,7 p.c.

Les cotations du pétrole brut de type *Brent*, exprimées en dollar des États-Unis, ont progressé de manière presque constante et ont doublé, passant de quelque 40 dollars à la fin de 2008 à environ 80 dollars à la fin de 2009. Au commencement de l'année sous revue, l'OPEP est parvenue à enrayer la baisse des cours en observant scrupuleusement la limitation de production qu'elle s'était imposée au second semestre de 2008. Cette mesure a permis de rapprocher l'offre de la demande, qui avait vivement diminué. Dans le courant du mois de mars, les cotations sont reparties à la hausse eu égard à l'amélioration des perspectives économiques. Après une brève interruption pendant la première moitié du mois de juillet, elles ont poursuivi leur ascension, la demande, surtout en provenance de l'Asie, ayant augmenté. Par rapport à 2008, la demande finale de pétrole a au total reculé en moyenne de 1,5 p.c., tandis que la production totale fléchissait de 1,9 p.c. De plus, la forte dépréciation du dollar des États-Unis a exercé une pression à la hausse sur les cotations du pétrole. À la fin de l'année, la baisse des cotations a été la conséquence d'une demande moins forte que prévu et de l'appréciation du dollar.

**GRAPHIQUE 5** PRIX DES PRODUITS DE BASE

(données mensuelles, dollar des États-Unis, indices 2005 = 100)



Source : HWWI.

Les prix du gaz naturel et du charbon se sont contractés fortement jusque pendant l'été, essentiellement sous l'effet conjugué de la vigueur de l'offre et du recul de la demande avant de remonter à des niveaux comparables à ceux du début de l'année. En conséquence, les évolutions des prix du gaz naturel et du pétrole ont temporairement divergé, alors qu'elles sont généralement comparables, à tout le moins en Europe et en Asie.

Les prix des matières premières industrielles se sont appréciés de 33,5 p.c. par rapport à la fin de 2008, à la suite principalement du renchérissement de certains métaux, tels que le plomb, le zinc et le cuivre, induit par le ralentissement de la production mondiale de ces minéraux et la hausse de la demande en provenance d'Asie, sous l'effet notamment de la reconstitution des stocks en Chine. Le cours de l'or, qui ne figure pas dans l'indice HWWI, a progressé de 40,6 p.c. pour atteindre le niveau record de plus de 1.200 dollars des États-Unis l'once au début de décembre, et redescendre à quelque 1.100 dollars ensuite. Cela s'explique essentiellement par l'affermissement de la demande aux fins d'investissement, l'or jouant traditionnellement un rôle de valeur refuge en période d'incertitudes. En outre, son prix a été soutenu par l'affaiblissement du billet vert et les achats d'or auxquels ont procédé plusieurs banques centrales de pays émergents.

Quant aux matières premières alimentaires, leur renchérissement s'est limité à 25,2 p.c. pendant l'année sous revue. Les hausses des prix les plus fortes enregistrées ont porté sur les boissons (cacao et thé) et le sucre ; elles sont dues à des récoltes décevantes, alors que la demande n'a reculé que de manière réduite. Le prix du lait, qui n'est pas couvert par l'indice HWWI, a aussi nettement augmenté.

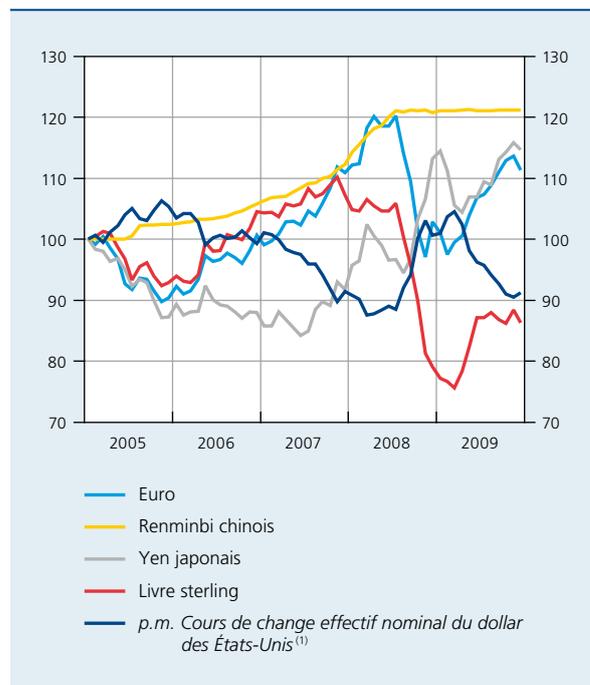
### Cours de change

La tendance à la hausse du cours de change moyen pondéré du dollar des États-Unis, qui s'était amorcée au cours de l'été 2008, s'est inversée au mois de mars. En raison de la détente sur les marchés financiers, le billet vert n'a en effet plus été soutenu par la fuite massive des investisseurs institutionnels vers la valeur refuge qu'avaient constituée à leurs yeux les placements en dollar. L'amélioration relative du climat économique en dehors des États-Unis a aussi joué un rôle-clé. Le dollar s'est alors affaibli de manière quasiment continue jusqu'au début de décembre par rapport à la plupart des autres monnaies, à l'exception du renminbi chinois, s'inscrivant ainsi en recul de quelque 9 p.c. sur l'ensemble de l'année. En moyenne annuelle, toutefois, son cours est demeuré supérieur de 4 p.c. environ à son niveau de 2008.

Pendant les deux premiers mois de 2009, l'euro s'est nettement déprécié vis-à-vis du dollar, en raison du resserrement des écarts de taux d'intérêt entre les deux monnaies et de la détérioration des perspectives de croissance relative de la zone euro, compte tenu notamment de la présentation du plan de relance économique du nouveau gouvernement aux États-Unis, de la publication de chiffres économiques défavorables pour la zone euro et d'inquiétudes liées aux finances publiques et au secteur financier dans certains États membres de cette zone. De ce fait, le cours de change du dollar est revenu au début de mars à 1,2555 pour 1 euro (*fixing* de la BCE). À partir de la deuxième semaine de mars, l'euro a cependant commencé à s'apprécier fortement, aidé par la stabilisation des marchés financiers et le recul de l'aversion extrême pour le risque qui en a résulté. Les mois qui ont suivi ont été caractérisés par une réappréciation presque ininterrompue de l'euro – jusqu'à un niveau de 1,5120 pour 1 euro – qui a notamment été soutenue par une amélioration des perspectives économiques relatives de la zone euro. Une inflexion s'est toutefois opérée en décembre lorsque, à l'inverse, le dollar s'est apprécié vis-à-vis de l'euro et de la plupart des autres monnaies, à la suite notamment de la divulgation de statistiques économiques plus favorables outre-Atlantique. À la fin de

**GRAPHIQUE 6** COURS DE CHANGE BILATÉRAL DES PRINCIPALES MONNAIES VIS-À-VIS DU DOLLAR DES ÉTATS-UNIS

(moyennes mensuelles, indices janvier 2005 = 100)



Sources : BRI, Thomson Reuters Datastream.

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

l'année, le cours de change de la monnaie européenne était de 1,4406, soit une progression de 3,5 p.c. par rapport à son niveau de la fin de 2008.

Au cours de la même période, la livre sterling s'est encore plus nettement appréciée vis-à-vis du dollar des États-Unis, à savoir de 10,6 p.c., mais elle est restée bien en deçà du niveau moyen qu'elle avait atteint en 2008, en raison du repli marqué qu'elle avait enregistré au second semestre. Sur la base de l'évolution des écarts de taux d'intérêt, des perspectives de croissance relatives et de l'appétit pour le risque, la livre s'est, à l'instar de l'euro, dépréciée pendant les deux premiers mois de l'année, avant de rebondir entre mars et le début d'août. Elle s'est ensuite inscrite en léger recul par rapport au dollar.

L'appréciation tendancielle du yen, qui s'était amorcée à la mi-2007, s'est temporairement interrompue au début de 2009, sous l'influence de la forte détérioration des perspectives économiques du Japon, le yen se dépréciant de quelque 10 p.c. par rapport au dollar. À partir de la fin d'avril, le yen s'est apprécié presque sans interruption jusqu'au début de décembre. Ce mouvement a été soutenu par le resserrement des écarts de taux d'intérêt. De ce fait, les investisseurs japonais ont commencé à rapatrier une part croissante de leurs placements à l'étranger, à la faveur notamment du dénouement de leurs opérations de portage. Au terme de l'année, la valeur du yen avait diminué de quelque 2 p.c. par rapport à la fin de 2008.

Le cours de change de la devise chinoise est demeuré presque inchangé pendant l'ensemble de l'année, à 6,83 renminbis en moyenne pour un dollar des États-Unis, conformément au régime de change quasiment fixe réinstauré par les autorités chinoises au cours de l'été 2008. La Banque populaire de Chine a indiqué dans son dernier rapport annuel qu'elle avait toutefois l'intention de passer à un régime de change plus flexible. Elle a, en outre, fait part de sa volonté de développer le marché des changes du renminbi.

## 1.4 Économies avancées

### 1.4.1 États-Unis

Dans le courant de 2009, l'économie américaine a commencé à se remettre de la plus lourde récession qu'elle ait traversée depuis la Seconde Guerre mondiale, et ce, essentiellement grâce à la politique de soutien de l'activité de la banque centrale américaine et de l'administration fédérale. Sur l'ensemble de l'année, la croissance est toutefois demeurée négative, à hauteur de 2,5 p.c., en raison de l'important

effet de niveau négatif hérité de l'année précédente et de la nouvelle contraction enregistrée au premier semestre de l'année sous revue, durant lequel seules les exportations nettes ont apporté une contribution positive. Le recul le plus sensible de l'activité sur une base trimestrielle s'est marqué pendant les trois premiers mois de 2009, atteignant 1,6 p.c. Dès le deuxième trimestre, de nombreuses initiatives des pouvoirs publics ont apporté un soutien massif pour relancer l'activité économique, qui s'est néanmoins encore affichée en léger repli. La croissance n'est redevenue positive qu'au troisième trimestre, s'élevant à 0,6 p.c., grâce principalement au redressement de la demande intérieure finale. Compte tenu de l'atténuation plus marquée encore du mouvement de réduction des stocks, elle s'est accélérée au quatrième trimestre, pour passer à 1,4 p.c.

Réagissant à la poursuite de l'effondrement de l'économie et aux tensions persistantes sur les marchés financiers en début d'année, la Réserve fédérale et le gouvernement ont pris des mesures supplémentaires en vue de normaliser le fonctionnement des marchés financiers et de soutenir l'activité économique.

La banque centrale américaine a ainsi continué de mener une politique extrêmement accommodante. Elle a laissé inchangé le taux cible des fonds fédéraux, qu'elle avait

**GRAPHIQUE 7** PROFIL TRIMESTRIEL DU PIB ET DES PRINCIPALES CATÉGORIES DE DÉPENSES AUX ÉTATS-UNIS

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



Source : BEA.

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

ramené à la fin de 2008 dans une fourchette comprise entre 0 et 0,25 p.c., et son instance dirigeante a répété à plusieurs reprises durant l'année sous revue qu'elle souhaitait maintenir ce taux à un niveau bas aussi longtemps que les circonstances économiques le justifieraient. Par ailleurs, la Réserve fédérale a poursuivi la mise en œuvre, entamée en 2008, de mesures non conventionnelles, visant l'« assouplissement du crédit » (*credit easing*). Elle est à cet égard intervenue dans trois domaines. D'abord, elle a continué de fournir des liquidités en abondance et à des conditions souples aux institutions financières. Ensuite, par le biais notamment de la *Term Asset-backed Securities Loan Facility* (TALF – financement de l'achat de titres adossés à des créances constituées de prêts étudiants, crédits automobiles, encours de cartes de crédit et autres prêts garantis), elle a élargi son octroi direct de liquidités aux opérateurs de certains marchés de crédit considérés comme cruciaux, avec pour objectif de raviver le marché des crédits à la consommation et aux entreprises. Enfin, en vue de faire baisser les taux d'intérêt à long terme, en particulier les taux hypothécaires, et d'améliorer le fonctionnement des marchés de crédit au secteur privé, elle a également accru ses acquisitions de titres à long terme de qualité supérieure. Le montant de la reprise de dettes des agences gouvernementales américaines de refinancement hypothécaire a ainsi été porté de 100 à 175 milliards de dollars, et la limite d'achat de titres adossés à des créances hypothécaires de ces agences a été relevée de 500 à 1.250 milliards de dollars. De plus, un programme de 300 milliards de dollars d'acquisition d'emprunts publics à long terme a été lancé en mars. L'importance relative de ces dernières mesures a fortement augmenté en cours d'année puisque, à la suite du redressement des marchés financiers, la demande de liquidités par les institutions financières et les opérateurs sur certains marchés-clés du crédit a diminué. En raison de la politique d'assouplissement du crédit, le total du bilan de la Réserve fédérale s'est établi durant toute l'année au niveau très élevé de quelque 2.000 milliards de dollars, soit plus du double de ce qu'il atteignait avant l'éclatement de la crise financière.

Le nouveau gouvernement fédéral, mis en place à la suite des élections présidentielles de la fin de 2008, a par ailleurs pris plusieurs initiatives importantes, parmi lesquelles l'*American Recovery and Reinvestment Act* (loi pour le redressement et le réinvestissement américain), que le Congrès a voté en février 2009. Ce plan pluriannuel, dont le coût budgétaire a été évalué à 787 milliards de dollars des États-Unis, soit 5,4 p.c. du PIB, consiste essentiellement en des réductions d'impôts, des aides financières aux pouvoirs locaux et des dépenses destinées à des travaux d'infrastructure, à l'enseignement et à des programmes d'aide sociale. Le *Central Budget Office*

a estimé qu'un peu plus du tiers de l'impulsion totale devrait se produire en 2009 et qu'elle sera du même ordre de grandeur en 2010. Le *Financial Stability Plan* (plan de stabilité financière) associant la Réserve fédérale et plusieurs autres institutions fédérales a pour sa part lui aussi été rendu public en février 2009. Il englobe une série de mesures en faveur du marché du logement et du secteur financier. Celles-ci comprennent notamment le *Public-Private Investment Program* (programme d'investissement public-privé), qui inclut des propositions de rachat des actifs toxiques des institutions financières, et le *Capital Assistance Program* (programme d'aide sous la forme de capital) qui prévoyait des injections de capital dans lesdites institutions en fonction des résultats de « tests de résistance » auxquelles celles-ci devaient se soumettre. Il convient également de mentionner le *Car Allowance Rebate System* (système de ristourne d'indemnisation sur automobile), qui a été d'application en juillet et en août. Afin de lutter contre le malaise dans le secteur automobile américain, ce programme prévoyait une prime pour la mise à la casse d'une voiture usagée à l'achat d'un véhicule neuf plus écologique. Le coût de ce programme a été évalué à 3 milliards de dollars. De plus, les pouvoirs publics sont directement intervenus dans le sauvetage des constructeurs automobiles *Chrysler* et *General Motors* en y injectant des capitaux.

Dans ce contexte, le déficit budgétaire de l'ensemble des administrations publiques s'est encore alourdi, s'envolant de 6,5 à 11,2 p.c. du PIB, tandis que leur taux d'endettement brut a atteint 83,9 p.c. du PIB, contre 70 p.c. en 2008.

Les mesures de relance adoptées par les pouvoirs publics ont contribué à l'augmentation en cours d'année des principales catégories de dépenses intérieures mais, en moyenne annuelle, celles-ci ont, pour la plupart, reculé par rapport à 2008. En 2009, selon les estimations officielles, l'incidence des impulsions budgétaires sur le taux de croissance trimestriel annualisé du PIB aurait été de 2 à 3 points de pourcentage à partir du deuxième trimestre.

Les dépenses de consommation finale des ménages ont diminué pour la deuxième année consécutive, de 0,6 p.c. contre 0,2 p.c. en 2008. Soutenues par diverses dispositions du *Recovery and Reinvestment Act*, parmi lesquelles des réductions d'impôts et une augmentation de l'aide aux chômeurs, ainsi que par l'effet de la prime à la casse sur les ventes de voitures, elles sont lentement reparties à la hausse au second semestre. La prudence dont a fait preuve le consommateur américain peut s'expliquer par plusieurs facteurs. D'abord, la progression de son revenu disponible réel s'est limitée à 0,6 p.c. La situation sur le marché du travail s'est en effet sensiblement dégradée.

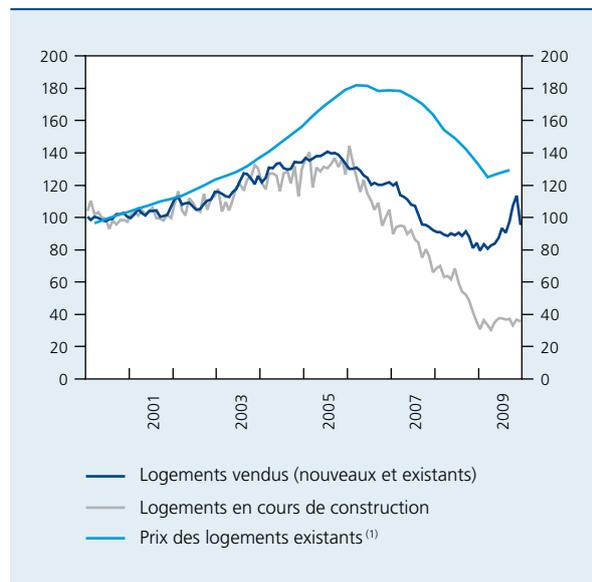
Sur l'ensemble de l'année, l'emploi a en moyenne reflué de 3,8 p.c., tandis que le taux de chômage a atteint quelque 10 p.c. à la fin de l'année, soit le niveau le plus élevé depuis le début des années 1980. Les évolutions salariales ont, par ailleurs, elles aussi été défavorables pour les travailleurs. Le pouvoir d'achat des particuliers a, en revanche, été soutenu par la baisse du niveau général des prix à la consommation. Ensuite, les critères que les institutions financières appliquaient à l'octroi de crédits aux ménages sont demeurés stricts, même s'ils se sont quelque peu assouplis à partir de la fin de 2008. Le volume des crédits accordés aux particuliers a continué de se contracter, essentiellement en raison du recul de la demande consécutif à la volonté des ménages de se désendetter. Leur patrimoine net, même s'il s'est inscrit en hausse à partir du deuxième trimestre à la suite du redressement boursier et de l'augmentation du prix des logements, est en effet encore resté inférieur de quelque 19 p.c. à son niveau d'avant la crise, au troisième trimestre, ce qui les a incités à accroître leur épargne. Leur taux d'épargne a donc poursuivi son redressement, passant de 2,7 à 3,9 p.c.

Les investissements en logements des particuliers ont faibli pour la quatrième année consécutive, et ce, de 20 p.c., mais une reprise s'est aussi dessinée en cours d'année, sous l'effet de plusieurs initiatives des pouvoirs publics. Le programme de la banque centrale d'acquisition de titres adossés à des créances hypothécaires a ainsi contribué à faire fortement baisser les taux d'intérêt hypothécaires. Par ailleurs, le pouvoir fédéral a soutenu le secteur du logement, entre autres en accordant des crédits d'impôt en cas d'acquisition de logements et en facilitant la renégociation des conditions de certains prêts. Conjuguées au vif repli des prix immobiliers, ces mesures ont rendu l'achat d'habitations plus accessible. Le nombre de logements vendus s'est dès lors fortement accru à partir du début de 2009, et l'important stock d'inventés a commencé à fondre. Associée à l'amélioration des perspectives en matière de prix immobiliers, qui s'est amorcée au deuxième trimestre, cette situation a entraîné un léger rebond des mises en chantier.

La formation brute de capital fixe des entreprises américaines a sensiblement diminué, de 17,8 p.c., alors qu'elle s'était encore accrue de 1,6 p.c. en 2008. Cette baisse est essentiellement imputable à la mauvaise situation économique et aux perspectives incertaines et relativement peu engageantes. Les investissements, qu'il s'agisse de ceux de construction non résidentielle ou de ceux en équipements et logiciels, ont en moyenne fortement reculé, mais ils ont évolué de manière différente durant l'année. Les dépenses de construction non résidentielle, qui s'étaient inscrites en forte hausse jusqu'en 2008, ont été sensiblement

**GRAPHIQUE 8** ACTIVITÉ ET PRIX DANS LE SECTEUR DE L'IMMOBILIER RÉSIDENTIEL AUX ÉTATS-UNIS

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



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

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

comprimées tout au long de 2009, en raison de l'inoccupation croissante des bâtiments et de la chute des loyers qui en a découlé. Les dépenses en équipements et logiciels, par contre, se sont repliées au début de l'année, mais sont ensuite reparties à la hausse, sous l'effet de l'amélioration des conditions de financement et des perspectives économiques. En cours d'année, les entreprises ont réduit leurs stocks plus vivement qu'en 2008, de sorte que les variations des stocks ont de nouveau apporté une contribution négative à la croissance économique.

À l'instar de l'année précédente, les exportations nettes de biens et de services ont, contrairement à la demande intérieure, contribué à la croissance économique. Cette situation s'explique par la contraction des importations plus marquée que celle des exportations, du fait du recul plus prononcé de la demande intérieure aux États-Unis que chez la plupart des partenaires commerciaux et de l'amélioration de la compétitivité-prix américaine, due à la dépréciation du dollar les dernières années. Les exportations comme les importations ont commencé à se redresser à la fin du deuxième trimestre. Les termes de l'échange se sont par ailleurs fortement améliorés, essentiellement en raison du repli moyen des prix de l'énergie, et le déficit commercial s'est quasiment réduit de moitié. Cette évolution a entraîné une baisse substantielle du solde négatif de la balance courante, qui est revenu de 4,9 à 3 p.c. du PIB, soit le déficit le moins important depuis 1999.

**TABLEAU 2** ÉVOLUTION ÉCONOMIQUE AUX ÉTATS-UNIS

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

	2007	2008	2009
<b>Dépenses (en volume)<sup>(1)</sup></b>			
Demande intérieure finale . . . . .	1,7	-0,4	-2,6
Consommation privée <sup>(2)</sup> . . . . .	2,7	-0,2	-0,6
Consommation publique <sup>(2)</sup> . . . . .	1,4	3,0	2,0
Formation brute de capital fixe	-1,2	-3,6	-14,3
Logements . . . . .	-18,5	-22,9	-20,0
Entreprises . . . . .	6,2	1,6	-17,8
Administrations publiques . . . . .	3,2	3,4	2,4
Variation des stocks <sup>(3)</sup> . . . . .	-0,3	-0,4	-0,7
Exportations nettes de biens et de services <sup>(3)</sup> . . . . .	0,6	1,2	1,2
Exportations . . . . .	8,7	5,4	-10,8
Importations . . . . .	2,0	-3,2	-14,8
PIB . . . . .	2,1	0,4	-2,5
<b>Marché du travail<sup>(4)</sup></b>			
Emploi . . . . .	1,1	-0,5	-3,8
Chômage <sup>(5)</sup> . . . . .	4,6	5,8	9,3
<b>Prix et coûts</b>			
Prix à la consommation (IPC) . . . . .	2,9	3,8	-0,4
Coûts salariaux unitaires . . . . .	3,0	1,8	-1,1
Prix des importations de biens et de services . . . . .	3,7	10,7	-11,3
Termes de l'échange . . . . .	-0,2	-5,2	6,3
<b>Balance des paiements et solde budgétaire<sup>(6)</sup></b>			
Balance des opérations courantes	-5,2	-4,9	-3,0
Solde de financement des administrations publiques			
Observé . . . . .	-2,8	-6,5	-11,2
Structurel <sup>(7)</sup> . . . . .	-3,3	-6,0	-8,8
<i>p.m.</i> Épargne des particuliers <sup>(8)</sup> . . . . .	1,7	2,7	3,9
<i>Endettement brut des   administrations publiques<sup>(6)</sup></i>	61,8	70,0	83,9

Sources : OCDE, Bureau of Labor Statistics.

(1) Données corrigées des effets de calendrier.

(2) Dépenses de consommation finale.

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

(4) Selon l'enquête auprès des ménages.

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

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

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

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

L'inflation, mesurée par la variation de l'IPC, s'est établie à -0,4 p.c. en moyenne au cours de l'année sous revue, contre 3,8 p.c. en 2008. Il s'agit là de la première valeur négative enregistrée sur un an depuis 1956. Cette forte

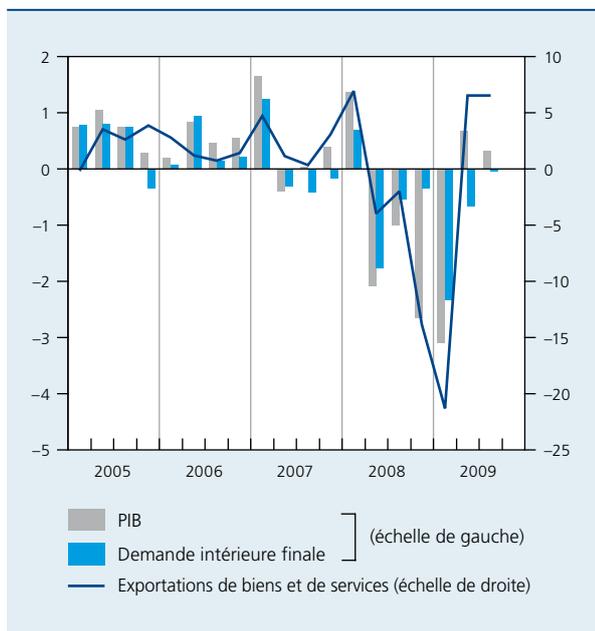
contraction est essentiellement imputable à la baisse des prix de l'énergie, de l'alimentation et du logement. La baisse du niveau général des prix, qui était encore légère à la fin de 2008, s'est poursuivie à un rythme accéléré, atteignant 2,1 p.c. en juillet, avant de ralentir, essentiellement sous l'influence des effets dits de base suscités par l'évolution des prix de l'énergie d'une année à l'autre, et de disparaître à partir de novembre, mois à partir duquel l'inflation est redevenue positive. La tendance sous-jacente de l'inflation, par contre, est restée relativement stable, aux alentours de 1,7 p.c.

#### 1.4.2 Japon

Frappée de plein fouet par l'effondrement dramatique du commerce international, l'économie japonaise, très dépendante de l'exportation a été en proie à sa plus grave récession depuis la Seconde Guerre mondiale : en moyenne, le PIB a été inférieur de 5,3 p.c. à son niveau de 2008. Comme pour les États-Unis, ce plongeon découle de l'acquis de croissance négatif accumulé au fil de 2008 et a été aggravé par le repli encore marqué de l'activité au premier trimestre de 2009. Le net tassement de la demande de biens de consommation durables en provenance des États-Unis et d'Europe a été préjudiciable tant aux exportations qu'à la production industrielle du Japon, et ce surtout au cours du dernier trimestre de 2008 et du trimestre suivant. À partir du deuxième trimestre, l'économie japonaise a lentement remonté la pente, soutenue par des impulsions budgétaires ainsi que par un redressement des exportations, sous l'effet notamment de la hausse de la demande chinoise de biens d'investissement. Les travaux d'infrastructure prévus dans le plan de relance chinois ont, en effet, contribué dans une large mesure à la reprise du commerce régional en Asie, dès le début de l'année. Toutefois, en raison de l'appréciation marquée du yen depuis l'émergence de la crise financière, découlant de la liquidation des positions prises dans le cadre d'opérations de portage, le Japon a encore perdu des parts de marché, au profit notamment de la Corée du Sud et de Taïwan. Sur l'ensemble de 2009, les importations ont mieux résisté que les exportations, si bien que les exportations nettes ont apporté une contribution négative à la croissance. L'excédent commercial a aussi fortement diminué en dépit de l'amélioration des termes de l'échange, consécutive à l'appréciation du yen, et de la diminution des prix des matières premières par rapport à l'année précédente. La force du yen a pesé sur les revenus d'investissements étrangers, de sorte que le boni du compte de revenus a de nouveau reculé, ce qui a renforcé la réduction du surplus de la balance des opérations courantes.

**GRAPHIQUE 9** PROFIL TRIMESTRIEL DU PIB ET DES PRINCIPALES CATÉGORIES DE DÉPENSES AU JAPON

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



Source : ESRI (Japon).

En 2009, toutes les composantes de la dépense intérieure, à l'exception de celles des administrations publiques japonaises, ont affiché une croissance négative sur une base annuelle. Les pouvoirs publics ont tenté d'enrayer la récession en menant une politique contracyclique énergique, consistant entre autres à augmenter de près de 9 p.c. les investissements publics.

En revanche, la formation brute de capital fixe des entreprises a été extrêmement faible, se contractant de 18 p.c. En raison notamment des médiocres perspectives de la demande, la confiance des chefs d'entreprise a en effet atteint en mars 2009 un plancher sans précédent depuis 1975. En outre, le retour de la déflation a engendré une augmentation des taux d'intérêt réels, l'appréciation du yen a comprimé les marges bénéficiaires et les banques ont resserré les conditions d'octroi de crédits. Ces facteurs ont conduit à un report massif des plans d'investissement.

Le choc négatif affectant les entreprises s'est propagé aux ménages via le marché du travail. Dans un contexte de réduction des salaires et de recrudescence du chômage, lequel aurait indéniablement été encore plus élevé sans les subventions à l'emploi accordées aux entreprises, la confiance des consommateurs s'est fortement érodée et le revenu disponible des particuliers a diminué.

L'effondrement des bourses a, en outre, entraîné des pertes sensibles de patrimoine. Sur l'ensemble de l'année, les dépenses privées se sont, dès lors, inscrites en baisse. La vente de biens de consommation durables est pour ainsi dire la seule catégorie de produits ayant à nouveau enregistré une croissance positive durant l'année, grâce aux mesures décidées par les pouvoirs publics pour réduire les prix. Les investissements résidentiels ont aussi fortement régressé, sur fond d'incertitude accrue et de resserrement des conditions d'octroi de crédits hypothécaires.

Les compressions de salaires, la vigueur du yen et la diminution des prix des matières premières en moyenne par rapport à 2008 ont accentué les pressions déflationnistes découlant de l'atonie de la demande intérieure. Par conséquent, l'évolution sur une base annuelle de l'indice des prix à la consommation a été négative pendant toute l'année sous revue et les baisses de prix se sont accélérées au premier semestre. En octobre 2009, les prix étaient inférieurs de 2,5 p.c. à ceux enregistrés l'année précédente. L'inflation sous-jacente (excluant les prix des produits alimentaires et des produits énergétiques) est aussi devenue de plus en plus négative, atteignant un creux de -1,1 p.c. en octobre. À la fin de l'année, les pressions déflationnistes se sont quelque peu atténuées, en raison non seulement de la reprise de l'économie mondiale, mais aussi du renchérissement modéré de l'énergie et d'autres matières premières. Le danger de spirale déflationniste est néanmoins demeuré bien présent.

Au total, le gouvernement japonais en fonction avant les élections de l'été 2009 a lancé quatre plans de relance budgétaire, à hauteur de 4,8 p.c. du PIB, lesquels devaient être mis en œuvre entre la fin de 2008 et la fin de 2009. L'essentiel de ces plans, soit quelque 4,2 p.c. du PIB, consistait à accroître les dépenses publiques, notamment par le biais de transferts non récurrents aux ménages. Le troisième plan, approuvé à la fin de mai 2009, comprenait, comme piliers majeurs pour le consommateur, des mesures visant à stimuler la vente d'appareils électroménagers et de voitures écologiques («écopoints» et réduction de la taxe automobile). Ces incitants disparaîtront en principe en mars 2010. Les autorités ont aussi approuvé un plan portant sur de nouvelles injections de capital dans les banques et sur la promotion de l'octroi de crédits aux PME. Elles ont également mis en place un programme ayant pour objectif d'accorder des prêts d'urgence aux entreprises.

Du fait de ces mesures de relance, le déficit public, qui sous l'effet de l'assainissement budgétaire progressif mené depuis 2002 était revenu à 2,5 p.c. en 2007, est passé à 7,4 p.c. en 2009, et l'endettement brut des administrations publiques, déjà exceptionnellement

**TABLEAU 3 ÉVOLUTION ÉCONOMIQUE AU JAPON**

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

	2007	2008	2009
<b>Dépenses (en volume)<sup>(1)</sup></b>			
Demande intérieure finale . . . . .	0,9	-0,7	-3,2
Consommation privée <sup>(2)</sup> . . . . .	0,7	0,6	-0,7
Consommation publique <sup>(2)</sup> . . . . .	1,9	0,8	1,1
Formation brute de capital fixe	0,8	-5,0	-12,8
Logements . . . . .	-9,7	-7,6	-13,3
Entreprises . . . . .	5,7	-3,9	-18,0
Administrations publiques . . . . .	-7,3	-6,9	8,8
Variation des stocks <sup>(3)</sup> . . . . .	0,3	-0,2	-0,2
Exportations nettes de biens et de services <sup>(3)</sup> . . . . .	1,1	0,2	-1,8
Exportations . . . . .	8,4	1,8	-25,1
Importations . . . . .	1,5	0,9	-14,7
PIB . . . . .	2,3	-0,7	-5,3
<b>Marché du travail</b>			
Emploi . . . . .	0,5	-0,4	-1,8
Chômage <sup>(4)</sup> . . . . .	3,9	4,0	5,1
<b>Prix et coûts</b>			
Prix à la consommation . . . . .	0,1	1,4	-1,4
Coûts salariaux unitaires . . . . .	-1,9	1,4	1,3
Prix des importations de biens et de services . . . . .	7,4	5,8	-21,8
Termes de l'échange . . . . .	-4,6	-9,5	12,5
<b>Balance des paiements et solde budgétaire<sup>(5)</sup></b>			
Balance des opérations courantes	4,9	3,2	2,5
Solde de financement des administrations publiques			
Observé . . . . .	-2,5	-2,7	-7,4
Structurel <sup>(6)</sup> . . . . .	-3,9	-4,7	-6,5
<i>p.m. Épargne des particuliers<sup>(7)</sup> . . . . .</i>	<i>3,3</i>	<i>2,7</i>	<i>2,8</i>
<i>Endettement brut des administrations publiques<sup>(5)</sup> 167,1 172,1 189,3</i>			

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

(1) Données corrigées des effets de calendrier.

(2) Dépenses de consommation finale.

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

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

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

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

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

élevé, a augmenté considérablement pour s'élever à quelque 190 p.c. du PIB. Le gouvernement mis en place à la suite des élections du 30 août 2009 a annoncé en décembre un nouveau plan de relance en vue de soutenir une reprise jugée encore fragile, ce qui devrait gonfler

encore plus l'impasse budgétaire, à plus de 10 p.c. du PIB en 2011.

La Banque du Japon a continué à mener une politique monétaire très accommodante. Elle a maintenu son taux d'intérêt directeur au bas niveau de 0,1 p.c., en vigueur depuis le 19 décembre 2008. Plus spécifiquement, elle a essayé de faciliter le financement des entreprises. À cette fin, elle a mis, sans limitations, des liquidités à la disposition des institutions financières par le biais de prêts spéciaux à court terme afin que les entreprises puissent obtenir des crédits à des conditions favorables. Toujours dans le cadre du soutien apporté aux marchés du crédit, elle a procédé à l'achat de papier commercial et d'obligations d'entreprise, mesure qui a été prolongée à deux reprises. Elle a, par ailleurs, accru ses achats d'obligations publiques.

### 1.4.3 Zone euro

#### ACTIVITÉ

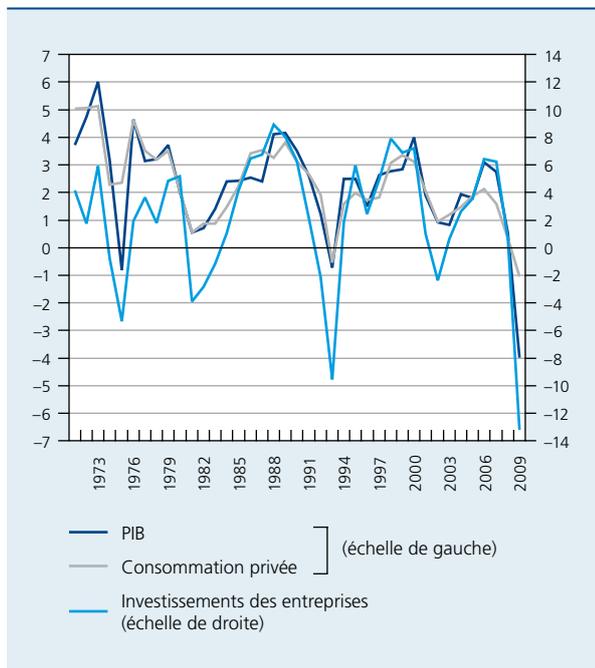
En 2009, le PIB de la zone euro a diminué de 4 p.c., soit le recul le plus sensible de l'activité économique depuis plusieurs décennies. Après avoir déjà quelque peu baissé sur une base trimestrielle aux deuxième et troisième trimestres de 2008, il s'est encore contracté plus nettement par la suite, de 1,9 p.c. au dernier trimestre de 2008 et de 2,5 p.c. au premier trimestre de 2009. Cette lourde chute a exercé une incidence très négative sur la croissance annuelle moyenne de 2009. Toutefois, des signes d'amélioration de plus en plus nombreux se sont fait jour à mesure que le temps passait et la récession a pris progressivement fin. Ainsi, le fléchissement du PIB s'est limité à 0,1 p.c. au deuxième trimestre de 2009, et a fait place à de légères progressions, de 0,4 p.c. au troisième trimestre et, selon les prévisions, de 0,2 p.c. ensuite.

La reprise qui s'est ainsi dessinée dès le milieu de l'année sous revue est en partie attribuable à des facteurs temporaires, principalement le retournement du cycle des stocks que constituent les entreprises et les mesures adoptées par la plupart des États membres de la zone euro dans le cadre du plan européen de relance économique visant à contenir la crise.

Ce plan avait été approuvé lors du sommet européen de décembre 2008. Il prévoyait la coordination des efforts nationaux consentis pour relancer l'économie ainsi qu'un certain nombre d'initiatives à charge des institutions communautaires, indépendamment des interventions massives de sauvetage du secteur financier. Les mesures budgétaires de relance annoncées dans ce cadre représentaient 1,5 p.c. du PIB pour l'ensemble de l'Union,

**GRAPHIQUE 10 PIB, CONSOMMATION PRIVÉE ET INVESTISSEMENTS DES ENTREPRISES DANS LA ZONE EURO <sup>(1)</sup>**

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



Source : OCDE.

(1) À l'exclusion de Chypre, de Malte et de la Slovaquie, et, jusqu'en 1991, de l'Allemagne de l'Est.

en ce compris 0,3 point de pourcentage à charge des institutions communautaires. Une part substantielle des moyens budgétaires était réservée au renforcement du pouvoir d'achat des ménages, notamment par le biais de réductions d'impôts et d'un soutien aux groupes vulnérables. Une autre part était destinée à la promotion des investissements. De plus, des fonds ont été dégagés pour aider les entreprises et certains secteurs, comme le secteur de la construction ou l'industrie automobile, où des systèmes de primes à la casse ont entre autres été mis en place. Enfin, des ressources budgétaires ont aussi été déployées pour soutenir le marché du travail et améliorer son fonctionnement, notamment par l'introduction ou l'assouplissement de régimes de travail flexibles et de mesures visant à prévenir la hausse du chômage structurel. En sus de l'enveloppe budgétaire initiale, plusieurs États membres ont adopté des mesures en réaction à la nouvelle détérioration des conditions économiques au début de l'année sous revue et dans le but de soutenir la croissance à moyen et long termes. Selon les estimations de la CE, ces efforts porteraient l'impulsion budgétaire discrétionnaire dans la zone euro au total à 1,3 p.c. du PIB en 2009 et à 1,2 p.c. du PIB en 2010. Ainsi qu'on le commente plus en détail dans la partie consacrée à

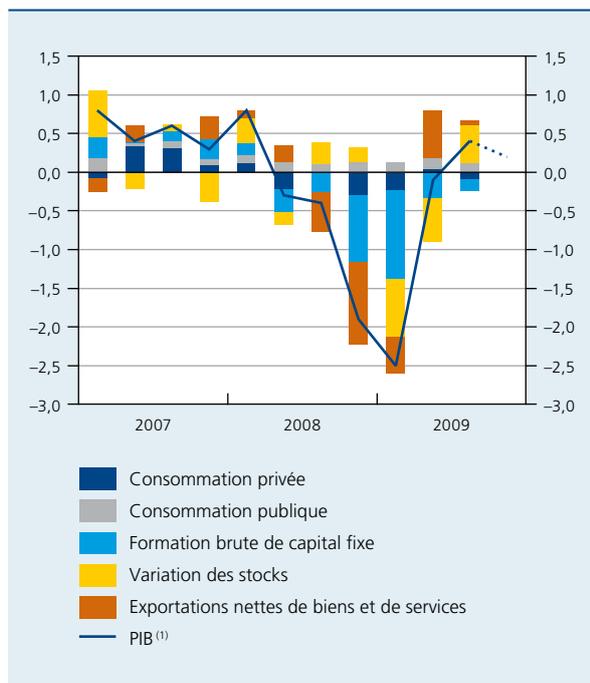
la politique budgétaire de ce chapitre, outre l'impulsion discrétionnaire susmentionnée, le fonctionnement des stabilisateurs automatiques a contribué dans une large mesure au soutien de l'activité économique.

La consommation privée s'est avérée être un facteur de stabilisation durant la période de crise. Elle s'est certes tassée au cours de l'année sous revue, de 1 p.c., mais cette diminution est demeurée globalement limitée par rapport au repli du PIB et des autres composantes des dépenses. Les dépenses de consommation finale des ménages n'ont fortement chuté qu'en Irlande et en Espagne, pays confrontés à une recrudescence du chômage nettement plus marquée. Dans les autres États membres, elles ne se sont détériorées que modérément ou ont même quelque peu progressé en France, en Allemagne et en Autriche.

L'affaiblissement de la consommation privée a largement reflété la nouvelle et vive augmentation du taux d'épargne des particuliers. En moyenne, la confiance des consommateurs a été faible au cours de l'année sous revue – elle a atteint un plancher historique en mars 2009 –, les ménages décidant dès lors d'épargner une plus grande part de leur revenu. Plus particulièrement, la hausse du

**GRAPHIQUE 11 PROFIL TRIMESTRIEL DU PIB ET DES PRINCIPALES CATÉGORIES DE DÉPENSES DANS LA ZONE EURO**

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



Source : CE.

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

**TABLEAU 4** ÉVOLUTION ÉCONOMIQUE DANS LA ZONE EURO

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

	2007	2008	2009
<b>Dépenses (en volume)<sup>(1)(2)</sup></b>			
Demande intérieure finale . . . . .	2,4	0,4	-2,5
Consommation privée <sup>(3)</sup> . . . . .	1,6	0,3	-1,0
Consommation publique <sup>(3)</sup> . . . . .	2,3	2,0	2,3
Formation brute de capital fixe	4,7	-0,7	-10,6
Logements . . . . .	0,9	-4,6	-10,3
Entreprises . . . . .	6,2	0,6	-13,2
Administrations publiques . . . . .	4,8	0,9	2,4
Variation des stocks <sup>(4)</sup> . . . . .	0,0	0,1	-0,6
Exportations nettes de biens et de services <sup>(4)</sup> . . . . .	0,5	0,0	-0,9
Exportations . . . . .	6,3	1,0	-14,2
Importations . . . . .	5,5	1,1	-12,5
PIB . . . . .	2,7	0,5	-4,0
<b>Marché du travail</b>			
Emploi <sup>(1)</sup> . . . . .	1,8	1,0	-1,6
Chômage <sup>(5)</sup> . . . . .	7,5	7,5	9,4
<b>Prix et coûts</b>			
Prix à la consommation (IPCH) . . . . .	2,1	3,3	0,3
Coûts salariaux unitaires <sup>(1)</sup> . . . . .	1,7	3,6	3,8
Prix des importations de biens et de services . . . . .	1,4	3,7	-5,1
Termes de l'échange . . . . .	0,2	-1,2	3,0
<b>Balance des paiements et solde budgétaire<sup>(6)</sup></b>			
Balance des opérations courantes <sup>(1)</sup>	0,5	-0,8	-0,6
Solde de financement des administrations publiques . . . . .			
Observé . . . . .	-0,6	-2,0	-6,4
Structurel <sup>(7)</sup> . . . . .	-1,9	-2,8	-4,9
<i>p.m.</i> Épargne des particuliers <sup>(1)(8)</sup> . . . . .	9,1	9,8	11,8
Endettement brut des administrations publiques <sup>(6)</sup>	66,0	69,3	78,2

Sources: CE, OCDE.

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

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

(3) Dépenses de consommation finale.

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

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

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

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

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

chômage et celle de la dette publique ont pu les inciter à augmenter leur épargne eu égard à la perspective corrélative d'une évolution moins favorable et plus incertaine de

leur revenu disponible dans le futur. En outre, en agissant de la sorte, ils ont sans doute aussi tenté de reconstituer leur patrimoine financier, après l'importante moins-value subie entre la mi-2007 et mars 2009.

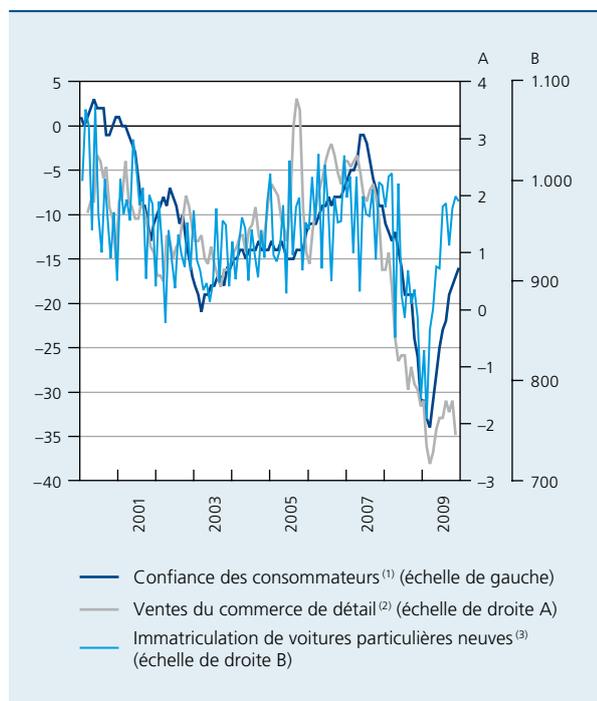
La relative résistance de la consommation privée peut en premier lieu s'expliquer par la progression du revenu disponible des ménages en termes réels qui s'est quelque peu accélérée par rapport à 2008. Si en termes nominaux, la hausse de leur revenu disponible a été nettement plus lente que l'année précédente, l'incidence de cette évolution a été plus que largement compensée par le ralentissement marqué de l'inflation des prix à la consommation. Le revenu disponible nominal a certes bénéficié des mesures prises dans le cadre du plan européen de relance économique visant à soutenir le marché du travail et la demande des particuliers, ainsi que du fonctionnement des stabilisateurs automatiques des finances publiques, mais l'effet de ces facteurs a été plus que contrebalancé par la réduction de l'emploi et du nombre d'heures de travail ouvrées par travailleur.

Par ailleurs, d'autres mesures contenues dans le plan européen de relance économique, comme le soutien octroyé à des secteurs spécifiques – notamment l'industrie automobile –, ont aussi concouru à la relative stabilité de la consommation privée. Ainsi, après la nette baisse observée dans le courant de 2008, le nombre d'immatriculations de voitures particulières neuves est clairement reparti à la hausse au cours du premier semestre de l'année sous revue, indiquant que les systèmes de primes à la casse mis en place dans plusieurs États membres ont pu stimuler la demande intérieure de voitures neuves. Tel est particulièrement le cas en Allemagne, où les ménages ont sans doute anticipé une partie de leurs achats prévus de voitures. Toutefois, l'incidence de ces systèmes sur la consommation privée est probablement demeurée plus limitée que ne le laisse supposer l'immatriculation de voitures neuves, dans la mesure où un effet de substitution peut s'être manifesté entre catégories de véhicules au profit de modèles moins dispendieux, ou encore entre catégories de biens aux dépens d'autres produits durables.

Les investissements ont été très durement touchés par la crise en 2009. Ce sont surtout les investissements des entreprises qui ont soudainement plongé: alors qu'ils avaient encore légèrement progressé en 2008, ils ont chuté de 13,2 p.c. Ce recul a été le plus profond depuis de nombreuses années. Son ampleur dépasse la contraction observée lors de la récession de 1992-1993 à la suite de l'unification allemande. Sous l'effet du déclin de la production industrielle jusqu'en avril de l'année sous revue, laquelle avait alors atteint un niveau inférieur de

**GRAPHIQUE 12** CONFIANCE DES CONSOMMATEURS, VENTES DU COMMERCE DE DÉTAIL ET IMMATRICULATION DE VOITURES PARTICULIÈRES NEUVES DANS LA ZONE EURO

(données mensuelles)



Sources : CE, BCE.

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

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

(3) Nombre en milliers.

plus de 20 p.c. à celui enregistré un an plus tôt, le degré d'utilisation des capacités de production dans l'industrie s'est effondré jusqu'à un plancher record, bien en deçà du creux noté durant la récession de 1992-1993. Cette sous-utilisation marquée des capacités de production dans le secteur industriel, l'atonie de l'activité dans les services, le niveau réduit de la rentabilité, les conditions d'octroi de crédits plus strictes, ainsi que les anticipations initialement très sombres quant à la demande future, ont constitué un frein majeur aux investissements.

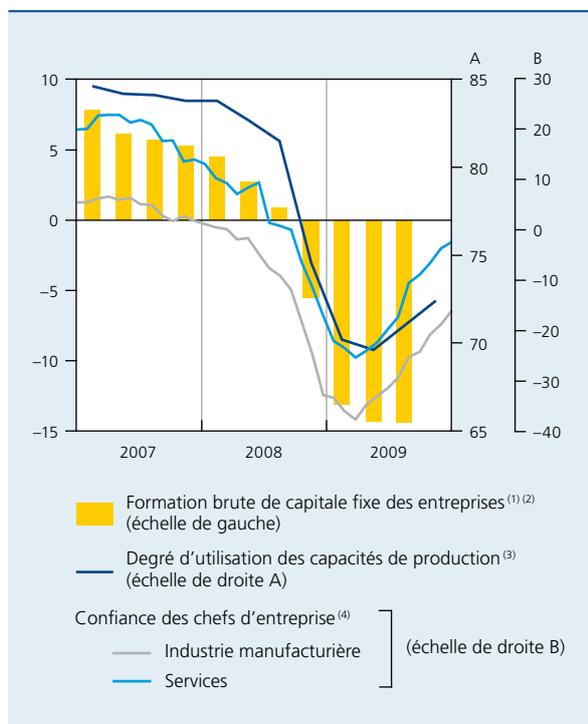
Nonobstant l'amélioration des conditions financières en général, et en particulier la baisse des taux d'intérêt du crédit bancaire, la contraction des investissements s'est traduite par un nouvel affaiblissement de la demande de crédits émanant des entreprises. Par ailleurs, les critères d'octroi de crédits bancaires aux sociétés sont devenus nettement plus stricts depuis l'éclatement de la crise financière – bien que le pourcentage net des banques ayant indiqué un durcissement ait diminué dans le courant de l'année. Globalement, l'expansion des crédits bancaires octroyés aux entreprises s'est considérablement

ralentie, revenant de près de 10 p.c. sur une base annuelle en décembre 2008 à 0,7 p.c. à peine en août 2009, pour faire place ensuite à un tassement, le recul sur une base annuelle s'établissant à 1,9 p.c. en novembre.

Les investissements en logements ont aussi fortement reculé, de 10,3 p.c., soit le repli le plus grave en plusieurs décennies. Contrairement à ce qui a été observé pour la formation brute de capital fixe des entreprises, ce mouvement s'était déjà amorcé en 2008. D'importantes disparités sont apparues au sein de la zone euro, un fléchissement très net étant observé en Irlande et, dans une moindre mesure, en Espagne. Les investissements de construction résidentielle ont en effet fortement réagi à l'effritement des marchés du logement, qui s'est manifesté après une décennie caractérisée par des hausses de prix insoutenables dans différents pays. Le ralentissement a d'abord été ressenti en Irlande – où les prix nominaux des logements diminuaient déjà clairement depuis 2007 – mais s'est propagé à partir de la mi-2008 à d'autres pays, comme l'Espagne et la France.

**GRAPHIQUE 13** INVESTISSEMENTS DES ENTREPRISES ET CONFIANCE DES CHEFS D'ENTREPRISE DANS LA ZONE EURO

(données corrigées des variations saisonnières)



Sources : CE, OCDE.

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

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

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

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

Outre le refroidissement du marché de l'immobilier résidentiel, d'autres facteurs résultant de la crise financière et ayant aussi freiné la consommation privée, tels que la détérioration de la situation sur le marché du travail ou le choix opéré par les particuliers de reconstituer leur patrimoine financier, ont sans doute poussé ces derniers à reporter ou revoir à la baisse leurs projets de construction de logements neufs.

La poursuite de l'effritement des marchés immobiliers et le tassement des investissements de construction résidentielle se sont reflétés dans l'octroi de crédits bancaires pour l'achat de logements qui a à nouveau ralenti. Ainsi, ces crédits, qui avaient encore progressé de 1,5 p.c. sur une base annuelle en décembre 2008, se sont globalement stabilisés en 2009. Par ailleurs, d'après l'enquête de l'Eurosystème sur la distribution du crédit bancaire, de plus en plus de banques ont rapporté un accroissement de la demande de crédits hypothécaires.

Pour leur part, les dépenses des administrations publiques ont soutenu l'activité économique. La consommation publique a augmenté de 2,3 p.c., un rythme de progression correspondant plus ou moins à la moyenne enregistrée les dix dernières années. Les investissements publics ont crû de 2,4 p.c., sous l'effet notamment des dépenses d'infrastructure, généralement de transport, que plusieurs États membres de la zone euro ont réalisées dans le cadre du plan européen de relance économique.

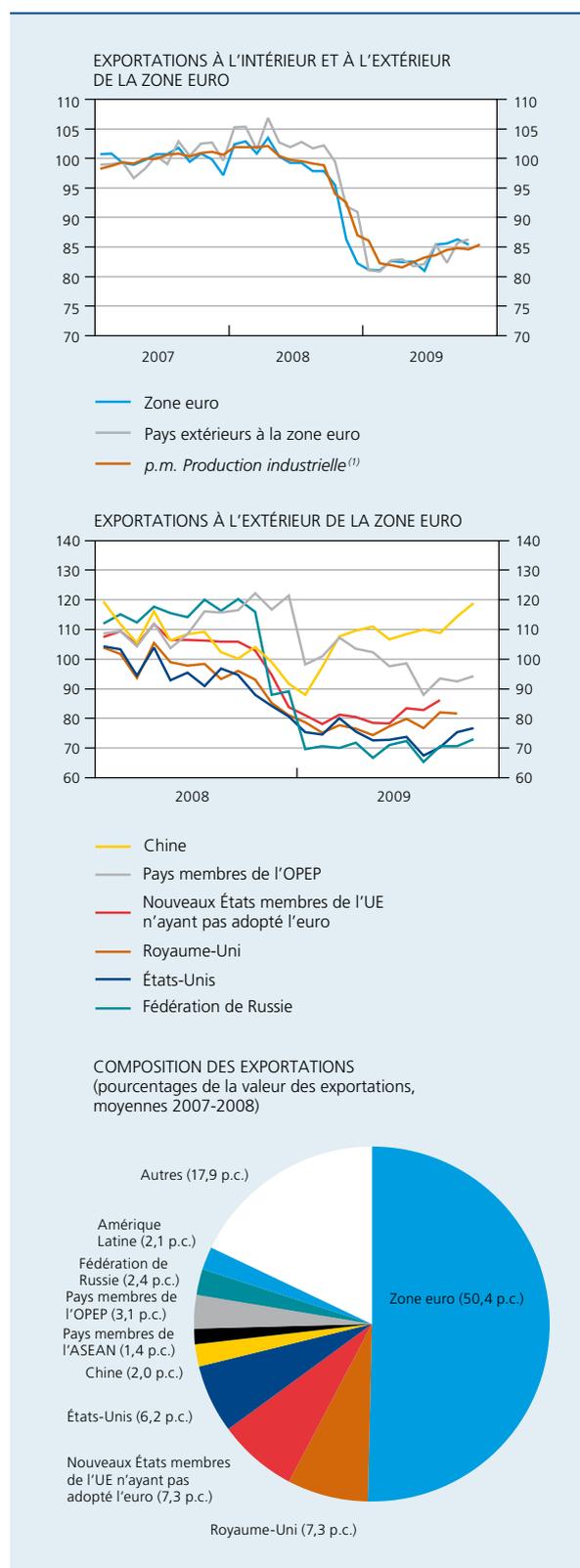
La variation des stocks a entraîné une contraction sensible du PIB de la zone euro en 2009, à concurrence de 0,6 point de pourcentage. La réduction des stocks a largement concouru au repli de l'activité durant le premier semestre. Par la suite, toutefois, ils ont de nouveau contribué positivement à la croissance, lorsque la perspective d'une reprise de l'activité économique a incité les entreprises à revoir leur politique de stockage.

À l'instar de la formation brute de capital, les exportations de biens et de services se sont inscrites en net recul : la baisse a atteint 14,2 p.c., soit une ampleur inédite pour la zone euro. Sous l'effet de cette évolution ainsi que de la vive contraction de la demande intérieure, les importations se sont aussi considérablement tassées, de 12,5 p.c., mais dans une moindre mesure donc, de sorte que les exportations nettes de biens et de services ont contribué à la diminution du PIB à raison de 0,9 point de pourcentage.

Même si l'appréciation moyenne pondérée de l'euro peut avoir joué un certain rôle dans l'évolution du volume des exportations pendant l'année sous revue, c'est avant tout l'effondrement du commerce mondial qui permet d'expliquer le fort repli à la fin de 2008 et au cours des

#### GRAPHIQUE 14 EXPORTATIONS DE BIENS DE LA ZONE EURO

(données corrigées des variations saisonnières et des effets de calendrier, en volume, indices 2007 = 100, sauf mention contraire)



Source : CE.

(1) Données corrigées des variations saisonnières.

premiers mois de 2009. Compte tenu du tassement de la production industrielle, ce recul a été plus prononcé pour les exportations de biens, en particulier les produits issus de l'industrie manufacturière, que pour celles de services. Tant les exportations de biens vers des pays membres de la zone euro que celles à destination de pays situés hors de la zone euro ont fortement régressé. S'agissant des exportations à destination de pays extérieurs à la zone euro, celles vers des partenaires commerciaux majeurs, comme le Royaume-Uni, les États-Unis et les nouveaux pays membres de l'UE, de même que vers la Russie, ont affiché un net recul. Les exportations à destination notamment de la Chine et des pays exportateurs de pétrole – des marchés à l'exportation encore peu importants pour la zone euro – ont en revanche été davantage épargnées. Après la vive contraction observée à la fin de 2008 et pendant les premiers mois de 2009, qui a exercé un effet particulièrement négatif sur l'évolution moyenne pour l'ensemble de l'année, les volumes exportés se sont stabilisés à partir de mars environ, avant que ne s'amorce une reprise pendant les mois d'été, en particulier pour les produits émanant de l'industrie manufacturière.

Le repli économique a affecté l'ensemble des pays de la zone euro. Le PIB a en effet reculé dans tous les États membres, il est vrai dans des mesures différentes. Ainsi, c'est en Irlande que la contraction la plus forte a été enregistrée, ce pays pâtissant, en plus des conséquences de la crise économique mondiale, de la crise sur le marché de l'immobilier résidentiel, qui avait déjà largement contribué au recul du PIB l'année précédente. Dans d'autres pays également, qui avaient enregistré une croissance rapide de l'activité les dernières années grâce à une expansion robuste de leur demande intérieure, l'activité s'est considérablement essoufflée et une correction sensible des dépenses intérieures a été enregistrée. Tel a été le cas de la Slovaquie, de la Slovénie, ainsi que de l'Espagne, à ceci près que le PIB a affiché dans ce dernier pays un recul légèrement plus modéré que la moyenne de la zone euro. Comme en Irlande, les investissements en logements ont payé en Espagne un lourd tribut à la crise qui a touché le marché de l'immobilier résidentiel. Par ailleurs, tant en Espagne qu'en Irlande, la consommation privée s'est fortement infléchi, contrairement au reste de la zone euro. Il est probable que le taux de chômage très élevé dans ces deux pays y a contribué. Cela étant, les pays où la demande intérieure avait été le principal moteur de la croissance au cours des dernières années n'ont pas été les seuls à devoir faire face à une baisse marquée du PIB. Ainsi, l'activité économique a aussi reculé en Allemagne, davantage que dans l'ensemble de la zone euro, essentiellement du fait de l'effondrement des exportations, en particulier de biens d'investissement, dans lesquels ce pays est très spécialisé; néanmoins, ce

**TABLEAU 5** CROISSANCE DU PIB DANS LES PAYS DE LA ZONE EURO <sup>(1)</sup>

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

	2007	2008	2009
Allemagne .....	2,5	1,3	-5,0
France .....	2,3	0,4	-2,2
Italie .....	1,6	-1,0	-4,7
Espagne .....	3,6	0,9	-3,7
Pays-Bas .....	3,6	2,0	-4,5
Belgique .....	2,9	1,0	-2,9
Autriche .....	3,5	2,0	-3,7
Grèce .....	4,5	2,0	-1,1
Finlande .....	4,2	1,0	-6,9
Irlande .....	6,0	-3,0	-7,5
Portugal .....	1,9	0,0	-2,9
Slovaquie .....	10,4	6,4	-5,8
Luxembourg .....	6,5	0,0	-3,6
Slovénie .....	6,8	3,5	-7,4
Chypre .....	4,4	3,7	-0,7
Malte .....	3,7	2,1	-2,2
Zone euro <sup>(2)</sup> .....	2,7	0,5	-4,0

Sources: CE, OCDE.

(1) Les pays de la zone euro sont classés en fonction de l'importance de leur PIB en 2009.

(2) À l'exclusion de Chypre, de Malte et de la Slovénie; données corrigées des effets de calendrier.

reflux a été partiellement compensé par le léger redressement de la consommation privée. La forte décline de l'activité économique en Finlande s'explique pour sa part très largement par celle des exportations. Dans plusieurs autres pays, le déclin du PIB est demeuré assez modéré par rapport au reste de la zone euro. Tel a été le cas en France, où les investissements et les exportations ont accusé une baisse relativement moins prononcée et où la consommation privée a augmenté dans une certaine mesure. Des replis plus faibles encore ont été enregistrés à Chypre et en Grèce. Globalement, le tassement généralisé de l'activité dans la zone euro s'est accompagné d'une réduction des écarts de croissance entre les pays. S'agissant des évolutions en cours d'année, l'Allemagne, la France, le Portugal, la Slovaquie et la Slovénie ont bénéficié d'une reprise de la croissance du PIB dès le deuxième trimestre, suivis par la plupart des autres États membres le trimestre suivant, à l'exception entre autres de l'Espagne.

## MARCHÉ DU TRAVAIL

L'essoufflement de l'activité économique a affecté le marché du travail. Alors que l'emploi dans la zone euro n'avait, en moyenne annuelle, plus baissé depuis la récession de 1992-1993, on a commencé à dénombrer beaucoup de pertes d'emplois à partir de la mi-2008 environ, d'abord dans le secteur de la construction, puis dans celui de l'industrie et, dans une moindre mesure, dans celui des services marchands. Au premier semestre de 2009, les destructions de postes de travail se sont accélérées, l'emploi reculant de 1,6 p.c. en moyenne pendant l'année sous revue. Le chômage, qui avait atteint un creux au premier trimestre de 2008, a nettement progressé depuis lors et s'établissait à 10 p.c. de la population active en décembre de l'année sous revue, un niveau qui n'avait plus été atteint au cours des dix dernières années.

La plupart des pertes d'emplois ont concerné les contrats temporaires, les travailleurs moins qualifiés et les travailleurs moins expérimentés. Ainsi, le chômage des jeunes s'élevait à un peu plus de 20 p.c. en novembre 2009. Les hommes, qui sont relativement plus représentés dans le secteur de la construction et dans l'industrie manufacturière, ont été plus affectés que les femmes.

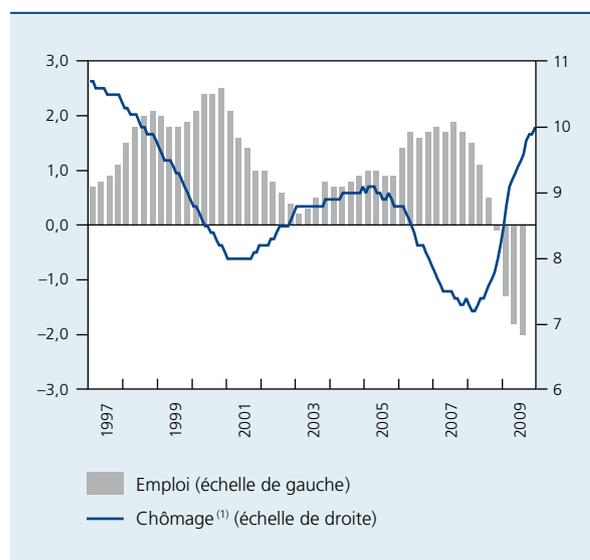
Nonobstant la gravité de la situation sur le marché du travail, le recul de l'emploi est demeuré limité jusqu'au terme de l'année sous revue si on le compare à son évolution lors d'autres périodes de récession économique où le repli de l'activité avait été moins important. Cette situation peut avoir contribué au rôle stabilisateur joué par la consommation privée.

D'une comparaison entre les États membres, il ressort que la réaction du marché du travail a connu des développements parfois bien différents. Dans certains d'entre eux, les pertes d'emplois sont demeurées relativement modestes au regard de la chute sensible du PIB. C'est le cas, entre autres, des Pays-Bas et, surtout, de l'Allemagne. Le chômage n'y a, du reste, augmenté que modérément, et est resté à un niveau inférieur à la moyenne de la zone euro. Dans d'autres pays membres, dont la France et la Belgique, l'emploi et le chômage se sont également moins aggravés que dans l'ensemble de la zone, mais le tassement de l'activité économique y a été inférieur à la moyenne. L'emploi et le chômage n'ont toutefois pas aussi bien résisté ailleurs. Ainsi, l'Irlande et l'Espagne ont enregistré des pertes d'emplois massives, tandis que le chômage y a véritablement explosé.

Un premier facteur d'explication de ces évolutions divergentes est à rechercher dans la répartition différente selon les pays de l'emploi entre les secteurs, ceux-ci ayant en

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

effet été touchés à des degrés divers par la crise. Ainsi, les pertes de postes de travail en Irlande et en Espagne ont été, dans une large mesure, imputables à l'effondrement de l'activité dans le secteur de la construction, dont la part dans l'emploi total national était relativement élevée. Des facteurs institutionnels sont également susceptibles d'avoir joué un rôle. À cet égard, le marché du travail en Espagne se caractérise par une segmentation prononcée entre les emplois temporaires et les emplois fixes. Cette dualité est entretenue par le degré élevé de protection d'emploi des travailleurs ayant un emploi fixe : les nouveaux travailleurs sont souvent engagés dans le cadre d'un contrat temporaire, et l'obtention d'un emploi fixe demeure limitée, en raison notamment de l'importance des indemnités de licenciement auxquelles les travailleurs pourraient prétendre. Les contrats de travail temporaires – qui à la fin de 2008 représentaient 29,3 p.c. de l'emploi total, contre 16,4 p.c. en moyenne dans la zone euro – ont dès lors joué un rôle d'amortisseur, permettant à l'emploi de s'ajuster plus rapidement aux développements de l'activité économique que dans certains autres pays de la zone euro. Quant à la hausse plutôt modérée du chômage en Allemagne, elle traduit sans doute en partie un meilleur fonctionnement du marché du travail à la suite des profondes réformes menées au cours des dernières années.

L'évolution de l'emploi exprimé en nombre de personnes occupées et celle du chômage n'offrent cependant pas une vision complète de la réaction du marché du travail à

l'effondrement de l'activité économique. Dans l'ensemble de la zone euro, des pertes de postes de travail relativement limitées sont en effet allées de pair avec un recul significatif du nombre d'heures de travail ouvrées par travailleur. Celui-ci a été nettement plus prononcé que la diminution enregistrée en moyenne les dernières années. Ainsi, au deuxième trimestre de l'année sous revue, selon les données de la CE, un travailleur occupé à temps plein dans la zone euro travaillait en moyenne 40 heures par semaine, contre 40,8 un an auparavant. En outre, la part du travail à temps partiel dans l'emploi total est passée à 20 p.c., contre 19,6 p.c. un an plus tôt. Par conséquent, la contraction du volume total de travail au cours de la période sous revue ne s'est pas complètement traduite en pertes d'emplois et a donc été plus sensible que ne le laisse supposer l'emploi exprimé en nombre de personnes occupées.

Le nombre d'heures de travail ouvrées par travailleur s'est inscrit en baisse dans presque tous les États membres, quoique à des degrés divers. Dans certains pays, notamment en Allemagne, le repli a été relativement fort, ce qui a contribué à limiter les pertes d'emplois. Le recours croissant des entreprises aux régimes de travail flexibles, une des mesures encouragées par le plan européen de relance économique, a probablement joué un rôle dans cette évolution.

Dans le cadre de ce plan, les États membres de la zone euro ont pratiquement tous adopté des mesures visant à limiter de manière directe les conséquences de la crise sur le marché du travail, en vue en particulier d'éviter une remontée importante du chômage structurel et de favoriser la réinsertion des demandeurs d'emploi, notamment par la reconversion. Il a aussi été tenté de stimuler la demande de main-d'œuvre, en abaissant notamment les cotisations de sécurité sociale. Enfin, certains pays ont adopté des mesures destinées à permettre aux entreprises de conserver leur personnel en recourant à des réductions temporaires du temps de travail et à des systèmes de chômage temporaire ou à d'autres dispositifs de réduction du temps de travail. Pour soutenir ces systèmes, ces pays ont souvent introduit de nouvelles formes d'aides publiques ou prolongé des mécanismes existants consistant à compenser la baisse de revenu des travailleurs.

Toutefois, le recours à ces régimes de travail flexibles a été très inégal. Ce sont notamment les entreprises actives en Allemagne qui ont largement fait appel à ceux-ci ainsi qu'aux réductions du temps de travail. Elles ont été aidées par la décision des autorités de porter à deux ans la durée maximale de l'indemnité accordée aux travailleurs à temps réduit (*Kurzarbeitsgeld*) et d'octroyer des incitants

financiers supplémentaires. Les entreprises actives en Italie, aux Pays-Bas et en Belgique, notamment, ont aussi eu recours aux régimes de travail flexibles ou de chômage temporaire soutenus par les autorités.

L'incidence relativement modérée de la crise sur le nombre d'emplois ne s'explique pas seulement par l'évolution du nombre d'heures de travail ouvrées, mais aussi par le tassement de la productivité horaire. Elle peut s'expliquer par le fait qu'en période de crise, les entreprises hésitent à licencier même si elles ne peuvent employer intégralement leur main-d'œuvre, étant donné la perte de capital humain et les coûts afférents aux licenciements et aux éventuels engagements ultérieurs qu'entraînerait cette décision, d'autant que dans certains pays le vieillissement démographique a pu alimenter la crainte de pénuries pour certaines qualifications.

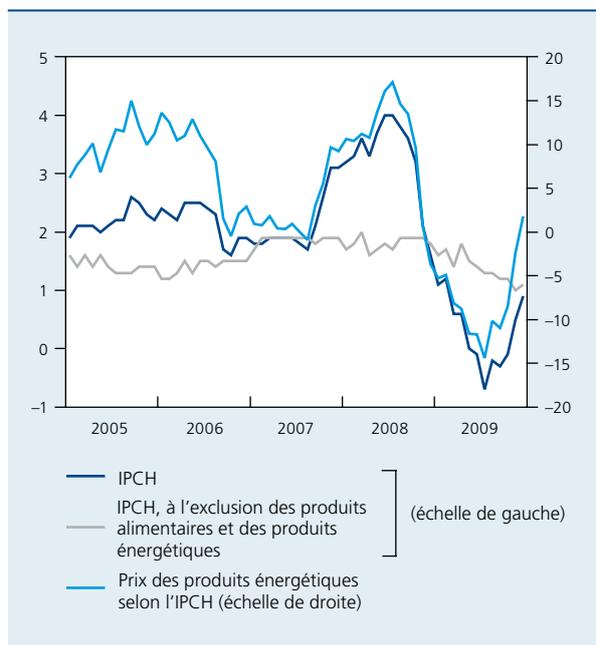
## PRIX ET COÛTS

Si, dans la zone euro, l'inflation mesurée par la variation annuelle de l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH), s'était encore nettement accrue en 2008, s'établissant à 3,3 p.c., elle est revenue à un taux particulièrement bas de 0,3 p.c. au cours de l'année sous revue. Au second semestre de 2008, la hausse des prix à la consommation en base annuelle s'est peu à peu ralentie. En raison notamment d'effets de base, le recul de l'inflation s'est poursuivi au cours des sept premiers mois de l'année sous revue. En juin, l'IPCH s'est établi, pour la première fois depuis la création de l'union monétaire, à un niveau inférieur à celui de l'année précédente et l'inflation a atteint un creux historique de -0,7 p.c. en juillet. Ensuite, la baisse du niveau général des prix s'est progressivement atténuée et les prix à la consommation ont à nouveau augmenté légèrement sur une base annuelle à partir de novembre. Comme l'année précédente, l'évolution de l'inflation a largement reflété celle des prix de l'énergie et, dans une moindre mesure, celle des produits alimentaires. La tendance sous-jacente de l'inflation, c'est-à-dire la variation de l'IPCH à l'exclusion des produits alimentaires et des produits énergétiques, a également décéléré depuis la fin de 2008 et s'est élevée en moyenne à 1,4 p.c. pendant l'année sous revue, contre 1,8 p.c. l'année précédente. Le taux d'inflation des services a également diminué, revenant de 2,6 p.c. en 2008 à 2 p.c., tandis que celui des biens industriels non énergétiques a légèrement fléchi, de 0,8 à 0,6 p.c.

*A contrario*, les coûts salariaux par unité produite ont de nouveau augmenté à un rythme plus soutenu pendant l'année sous revue, à savoir de 3,8 p.c. contre 3,6 p.c. en 2008. L'évolution de la productivité du travail, qui a

**GRAPHIQUE 16** INFLATION, TENDANCE SOUS-JACENTE DE L'INFLATION ET PRIX DE L'ÉNERGIE DANS LA ZONE EURO

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



Source : CE.

enregistré une baisse exceptionnelle de 2,4 p.c., permet en grande partie d'expliquer ce constat. Cette diminution doit s'interpréter dans le contexte du recul relativement modéré de l'emploi par rapport à la nette contraction de l'activité économique dans la zone euro. Si les coûts salariaux par travailleur sont restés orientés à la hausse dans le secteur privé, ils ont progressé à un rythme de plus de deux tiers inférieur à celui de 2008, à savoir 0,8 p.c. Ce ralentissement reflète, entre autres, la réduction du nombre d'heures ouvrées par travailleur. Le coût horaire de la main-d'œuvre et les salaires conventionnels, pour leur part, ont continué d'augmenter relativement vite au premier semestre de l'année sous revue, mais leur hausse s'est ralentie ensuite.

#### POLITIQUE BUDGÉTAIRE

La politique budgétaire a joué dans la zone euro un rôle central dans le traitement de la crise économique et financière. D'une part, les pouvoirs publics ont porté le fardeau des plans de sauvetage du système bancaire et ont contribué à relancer la fonction d'intermédiation des marchés financiers, entre autres en recapitalisant les institutions financières défaillantes, en rachetant ou garantissant des actifs toxiques présents dans leur portefeuille et en couvrant les engagements du secteur

financier de leur garantie. D'autre part, du fait de la profondeur de la récession, ils ont non seulement dû laisser jouer à plein les stabilisateurs automatiques des finances publiques, mais aussi pris des mesures discrétionnaires de relance pour compenser le repli de la demande agrégée.

L'augmentation du déficit public qui en a résulté en 2009 a été considérable, s'élevant à 4,4 points de pourcentage du PIB pour l'ensemble de la zone euro. Plus de la moitié de cet accroissement a été le simple fait du jeu des stabilisateurs automatiques des finances publiques, tandis que les mesures discrétionnaires prises dans le cadre du plan européen de relance économique ont contribué à détériorer le solde budgétaire d'un peu plus de 1 point de pourcentage.

Au total, les dépenses primaires ont progressé de 3,6 points de pourcentage du PIB en 2009. Cette hausse revêt toutefois un caractère mécanique dès lors qu'elle a simplement traduit le fait que le PIB nominal a diminué, tandis que les dépenses ont continué à croître sur leur lancée. À ceci se sont ajoutées bien entendu l'augmentation conjoncturelle des dépenses de chômage et l'incidence des impulsions données en vue de relancer l'économie, telles que celles visant la promotion des investissements et le soutien au pouvoir d'achat des ménages. Les recettes publiques ont, quant à elles, enregistré un recul équivalant à 0,8 point de pourcentage du PIB, sous l'effet notamment de la progressivité des impôts et du déclin de secteurs d'activité, tels que l'immobilier et la construction, qui avaient généré des recettes fiscales élevées dans de nombreux pays. Cela a été tout particulièrement le cas de l'Espagne et de l'Irlande, durement frappées par l'explosion de la bulle immobilière.

L'impasse budgétaire s'est considérablement élargie dans tous les États membres de la zone euro, hormis Malte. L'évolution a été particulièrement préoccupante dans trois pays où les déficits ont dépassé largement les 10 p.c. du PIB en 2009, à savoir l'Espagne, la Grèce et l'Irlande. Le dérapage est resté, en revanche, relativement modéré en Allemagne et en Italie, où il n'a été que de l'ordre de 3 points de pourcentage du PIB.

Pour l'ensemble de cette zone, la dette publique a augmenté de 8,9 points de pourcentage du PIB en 2009, atteignant de la sorte 78,2 p.c. du PIB. Cette dégradation tient d'abord naturellement au niveau élevé des déficits publics, mais également à la contraction du PIB nominal. De plus, les opérations de recapitalisation du secteur financier, dont l'effet n'est en général pas repris par convention comptable dans le calcul du déficit budgétaire, ont contribué à l'alourdissement de

l'endettement public, à concurrence de 1,7 point de pourcentage du PIB.

La forte hausse de la dette publique et les coûts futurs liés au vieillissement de la population nécessitent qu'une consolidation budgétaire coordonnée soit entreprise de manière à assurer la soutenabilité des finances publiques (voir aussi à ce propos l'encadré 2). À défaut d'une stratégie claire et crédible de retour à la normale pour réduire les déficits publics, les taux d'intérêt à long terme pourraient augmenter, ce qui accroîtrait la charge de la dette et les coûts de financement pour les ménages et les entreprises, freinant ainsi la croissance économique elle-même. Il a été décidé lors du Conseil européen des ministres de l'économie et des finances (ECOFIN) d'octobre 2009 que cette consolidation devrait s'opérer dans le cadre du pacte

de stabilité et de croissance, tout en restant compatible avec la poursuite des mesures de relance pour soutenir la reprise économique en 2010.

Le Conseil ECOFIN a décidé qu'hormis Chypre, la Finlande et le Luxembourg, tous les pays de la zone euro présentaient en 2009 un déficit budgétaire excessif, c'est-à-dire un besoin de financement supérieur à 3 p.c. du PIB. Le déficit public aurait également dépassé 3 p.c. en 2009 à Chypre, mais la Commission n'avait pas encore entamé une procédure de déficit public excessif à l'égard de ce pays à la date de clôture du présent rapport. Si pour une majorité des pays en infraction, la décision est intervenue le 2 décembre 2009, le Conseil l'avait déjà prise en avril ou juillet dans le cas de l'Espagne, de la France, de la Grèce, de l'Irlande et de Malte.

**TABLEAU 6 SOLDE DE FINANCEMENT ET DETTE DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES DANS LES PAYS DE LA ZONE EURO<sup>(1)(2)</sup>**  
(pourcentages du PIB, sauf mention contraire)

	Solde de financement				Efforts de consolidation budgétaire préconisés dans le cadre de la procédure sur les déficits publics excessifs (EDP)		Endettement brut	
	2006	2007	2008	2009 <sup>(3)</sup>	Période de correction <sup>(4)</sup>	Rythme annuel moyen d'ajustement structurel <sup>(4)(5)</sup>	2008	2009 <sup>(3)</sup>
Allemagne	-1,6	0,2	0,0	-3,4	2011-2013	0,5	65,9	73,1
France	-2,3	-2,7	-3,4	-8,3	2010-2013	1,25	67,4	76,1
Italie	-3,3	-1,5	-2,7	-5,3	2010-2012	0,5	105,8	114,6
Espagne	2,0	1,9	-4,1	-11,2	2010-2013	1,75	39,7	54,3
Pays-Bas	0,5	0,2	0,7	-4,7	2011-2013	0,75	58,2	59,8
Belgique	0,3	-0,2	-1,2	-6,0 e	2010-2012	0,75	89,8	97,8 e
Autriche	-1,6	-0,6	-0,4	-4,3	2011-2013	0,75	62,6	69,1
Grèce	-2,9	-3,7	-7,7	-12,7	n.	n.	99,2	112,6
Finlande	4,0	5,2	4,5	-2,8	-	-	34,1	41,3
Irlande	3,0	0,3	-7,2	-12,5	2010-2014	2,0	44,1	65,8
Portugal	-3,9	-2,6	-2,7	-8,0	2010-2013	1,25	66,3	77,4
Slovaquie	-3,5	-1,9	-2,3	-6,3	2010-2013	1,0	27,7	34,6
Luxembourg	1,3	3,7	2,5	-2,2	-	-	13,5	15,0
Slovénie	-1,3	0,0	-1,8	-6,3	2010-2013	0,75	22,5	35,1
Chypre	-1,2	3,4	0,9	-3,5	-	-	48,4	53,2
Malte	-2,6	-2,2	-4,7	-4,5	2010-2011	0,75	63,8	68,5
Zone euro	-1,3	-0,6	-2,0	-6,4	-	-	69,3	78,2

Sources: CE, BNB.

(1) Les pays de la zone euro sont classés en fonction de l'importance de leur PIB en 2009.

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

(3) Selon les prévisions économiques de novembre 2009 de la CE, sauf pour la Belgique, pour laquelle on se fonde sur l'estimation de la Banque.

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

(5) Points de pourcentage du PIB potentiel.

Pour l'Espagne, la France et l'Irlande, il a été considéré, le 2 décembre, par le Conseil ECOFIN que la détérioration plus aiguë de la situation économique justifiait de revoir les recommandations existantes les concernant et de postposer d'un an le délai précédemment prévu pour un retour du déficit budgétaire sous la barre des 3 p.c. du PIB, soit 2013 pour la France et l'Espagne et 2014 pour l'Irlande. Pour ces deux dernières économies, l'ajustement à réaliser sera de très grande ampleur. À la fin de janvier 2010, la CE a proposé au Conseil ECOFIN d'adopter pour Malte un traitement analogue à celui réservé aux trois autres pays mentionnés, en postposant d'un an, à 2011, le délai imparti pour éliminer la situation de déficit public excessif.

En ce qui concerne la Grèce, le Conseil ECOFIN a jugé insuffisantes les mesures prises par le gouvernement. De plus, Eurostat a émis des réserves quant à la qualité des

données fournies par les autorités statistiques de ce pays et ne les a pas validées. Lors de sa réunion du 19 janvier 2010, le Conseil a réitéré sa demande aux pouvoirs publics grecs d'améliorer le traitement des données relatives aux finances publiques.

Pour les pays de la zone euro récemment visés par une procédure de déficit public excessif, la correction devrait être achevée d'ici à 2013, pour autant que les perspectives de croissance économique soient dans la ligne de ce que la CE a prévu à l'automne 2009. D'une manière générale, l'effort de consolidation budgétaire requis des différents pays par le Conseil ECOFIN sera moins élevé dans ceux dont la situation budgétaire était saine avant la crise, tels que l'Allemagne, l'Autriche ou les Pays-Bas, et pourra commencer en 2011 plutôt qu'en 2010 comme recommandé pour les autres économies concernées. Pour la Belgique et l'Italie, dont le niveau de la dette publique

## Encadré 2 – La soutenabilité des finances publiques

Bien que les conséquences de la crise économique et financière sur les finances publiques des pays de l'UE ne seront connues avec précision qu'une fois que la croissance économique retrouvera son rythme normal et que les mesures discrétionnaires auront pris fin, l'augmentation de l'endettement public était déjà substantielle à la fin de l'année sous revue. L'alourdissement structurel des charges d'intérêts qui découle de cette évolution compliquera davantage la tâche des autorités budgétaires dans les années à venir, vu que celles-ci auront déjà à faire face au défi d'envergure que constituent les conséquences dans le futur du vieillissement de la population pour les finances publiques. En effet, à politique inchangée, les dépenses publiques liées au vieillissement devraient augmenter de 4,3 points de pourcentage du PIB en moyenne dans l'UE d'ici à 2060. De surcroît, la crise financière a compliqué de manière durable le financement de ce coût eu égard à la contraction structurelle du niveau de production potentielle des économies qu'elle a occasionnée, voire au risque que cela se traduise par un rythme d'expansion économique affaibli à long terme.

Dans ce cadre, la CE a été invitée par le conseil ECOFIN à rédiger une actualisation du rapport qu'elle avait consacré en 2006 à la soutenabilité des finances publiques dans l'UE. Cet encadré présente les principaux messages qui se dégagent de cette mise à jour.

La notion de soutenabilité renvoie à la capacité d'un État d'assumer à l'avenir les charges de sa dette. Pour l'évaluation de celle-ci, la CE s'est basée sur des projections à long terme des dépenses et recettes publiques, pays par pays, en prenant en considération les effets dynamiques de la démographie et de l'accumulation de la dette. Cet exercice a été rendu particulièrement difficile dans le contexte de profonde récession parce que, d'une part, l'estimation du PIB potentiel était plus délicate, d'autre part, la ligne de partage entre mesures budgétaires temporaires et mesures permanentes de relance économique était encore assez floue.

Plusieurs caractéristiques d'une économie affectent la soutenabilité de ses finances publiques. Il s'agit principalement de sa situation budgétaire initiale – dans le rapport sous revue, le solde structurel de financement prévu pour 2009 par la CE dans ses prévisions économiques de juin –, de son système de protection sociale et du rythme de sa croissance potentielle qui est déterminé notamment par les développements démographiques. Sur



la base de ces multiples indicateurs, la CE a regroupé les États membres en trois catégories de risque à long terme concernant la soutenabilité de leurs finances publiques.

Le groupe de pays les mieux placés à cet égard est formé par la Bulgarie, le Danemark, l'Estonie, la Finlande et la Suède. La situation budgétaire y est meilleure qu'ailleurs et ces pays ont entrepris des réformes d'ensemble de leur système de pension les dernières années. Contrairement aux autres pays de ce groupe, les dépenses liées au vieillissement prévues en Finlande sont supérieures à la moyenne de l'UE, mais d'importants actifs financiers pourront y servir d'amortisseur pour absorber la détérioration corrélative des comptes de l'État.

Le risque est estimé moyen pour un deuxième groupe de pays composé, d'une part, de l'Allemagne, de l'Autriche, de la Belgique et du Luxembourg, d'autre part, de la France, de l'Italie, de la Hongrie, de la Pologne et du Portugal. Les coûts associés au vieillissement pour les premiers nommés sont égaux ou supérieurs à la moyenne européenne, mais leur situation budgétaire initiale était plutôt bonne. C'est l'inverse qui prévaut dans le second sous-groupe de pays. Pour le premier sous-groupe, la CE estime qu'outre un effort de consolidation budgétaire à moyen terme, une réforme des systèmes de sécurité sociale est indispensable en vue de les rendre plus résistants aux changements démographiques, tandis que, pour les seconds, ce sera pour l'essentiel d'un sérieux effort d'assainissement budgétaire que devra venir le salut.

Enfin, le risque pour la soutenabilité des finances publiques est considéré comme élevé pour les autres pays, à savoir Chypre, l'Espagne, la Grèce, l'Irlande, la Lettonie, la Lituanie, Malte, les Pays-Bas, la Roumanie, le Royaume-Uni, la Slovaquie, la Slovénie et la République tchèque. Dans la grande majorité des cas, cette situation est le résultat de la combinaison d'une forte augmentation des dépenses futures liées au vieillissement et d'une situation budgétaire en net déséquilibre. Selon la CE, cela signifie que ces pays devront mettre en œuvre dans les prochaines années à la fois des programmes de consolidation budgétaire ambitieux et de profondes réformes du système de protection sociale. En outre, un prolongement de la crise aurait des répercussions graves sur la situation budgétaire de ces économies et leur perspective de croissance à moyen terme.

De manière à éviter un emballement des dettes publiques lié au vieillissement dans les prochaines décennies, le Conseil européen de Stockholm avait décidé en 2001 d'une stratégie reposant sur trois piliers consistant en (i) la réduction du déficit budgétaire et de la dette publique, (ii) l'augmentation du taux d'emploi et (iii) la réforme du système de protection sociale.

Concernant le premier pilier, le Conseil ECOFIN du 2 décembre 2009 a précisé le trajet de consolidation budgétaire requis pour un grand nombre de pays dans le cadre de la procédure sur les déficits publics excessifs. Quant au deuxième pilier, au-delà des réformes structurelles du marché du travail que requiert l'accroissement du taux d'emploi, il s'agit de veiller, selon la CE, à ce que certaines mesures de court terme prises pour adoucir les effets des restructurations dans le contexte de la crise, telles que celles favorisant les départs anticipés à la retraite, ne rentrent pas en conflit avec les objectifs de moyen et long termes visant à soutenir la croissance économique. Le risque existe, en outre, qu'à la suite de la crise, la hausse du taux de chômage se pérennise et soit accompagnée d'une baisse des taux de participation sur le marché du travail. Le troisième pilier de la stratégie est toutefois le plus important pour garantir la soutenabilité des finances publiques, en particulier en ce qui concerne les pensions et les soins de santé. Dans son nouveau rapport sur la soutenabilité, la CE met l'accent sur l'augmentation de l'âge effectif du départ à la retraite comme axe particulièrement indiqué de réforme pour non seulement réduire le poids budgétaire des pensions, mais aussi accroître la population active et freiner le déclin de l'output potentiel provoqué par le vieillissement démographique.

et les charges qui y sont attachées sont relativement plus élevés, le délai pour sortir de la situation de déficit public excessif a été fixé à 2012.

#### 1.4.4 Royaume-Uni

Durant l'année sous revue, le Royaume-Uni a connu une récession sans précédent depuis l'après-guerre. La contraction de 4,7 p.c. de l'économie britannique en 2009 a succédé à une décennie de forte croissance durant laquelle s'étaient accumulés certains déséquilibres qui ont accentué les conséquences de la crise financière. Parmi ceux-ci, figure l'emballement du marché immobilier résidentiel, sur lequel les prix avaient triplé de 1997 à 2007, une évolution favorisée par la forte expansion du crédit bancaire au secteur privé.

Il en a résulté un haut niveau d'endettement des particuliers qui a pesé lourdement sur leurs dépenses tout au long de l'année sous revue. Les ménages ont, en outre, dû faire face aux conséquences négatives sur leur patrimoine de la baisse des prix des actifs financiers et de l'immobilier, à la dégradation du marché du travail – où le taux de chômage atteignait 7,8 p.c. à la fin de l'année – et au durcissement des conditions d'accès au crédit. Ces différents facteurs les ont poussés à revoir fortement à la baisse leurs projets de construction et à augmenter sensiblement leur taux d'épargne, lequel est passé de 1,7 p.c. de leur revenu disponible en 2008 à 5,3 p.c. en 2009. Ainsi, la formation brute de capital fixe sous forme de logements a diminué de presque 28 p.c. et la consommation privée, de 3 p.c.

La forte contraction de la formation brute de capital des entreprises en 2009 s'explique, d'une part, par la dépendance de ces dernières au crédit bancaire dont l'offre s'est sensiblement restreinte, d'autre part, par la détérioration des perspectives de croissance et la chute du degré d'utilisation des capacités de production. Elle a été accentuée par un large mouvement de déstockage qui a encore amplifié la récession.

Grâce notamment à la dépréciation marquée du cours de change effectif de la livre sterling survenue au second semestre de 2008, la demande extérieure nette a contribué positivement à la croissance économique en 2009, les importations se contractant plus fortement que les exportations.

La consommation publique n'a fourni qu'un modeste stimulant à la demande intérieure, tandis que les transferts émanant des administrations publiques et la baisse temporaire des taux de TVA ont soutenu le pouvoir d'achat des

ménages. L'impasse budgétaire s'est largement dégradée, passant de 5 p.c. du PIB en 2008 à plus de 12 p.c. en 2009. Plus de la moitié de cette détérioration provient d'une chute des recettes provoquée par le recul du PIB et celui du volume des transactions et des prix sur les marchés financiers et immobiliers. D'un autre côté, les mesures discrétionnaires annoncées, pour un montant approchant 1,5 point de pourcentage du PIB, et l'augmentation des transferts dans le cadre de la sécurité sociale ont contribué à accroître le ratio des dépenses au PIB.

La combinaison de l'important déficit budgétaire, des mesures de soutien au secteur financier et de la contraction du PIB a généré une augmentation de l'endettement public de plus de 16 points de pourcentage de PIB, l'encours de celui-ci se montant ainsi à 68,6 p.c. du PIB à la fin de 2009.

Après la brusque hausse en 2008, provoquée par la montée des cours des matières premières, le taux d'inflation est revenu de 3,6 à 2,2 p.c. en 2009. Ce ralentissement, consécutif à l'atonie de la demande intérieure, à la détérioration des conditions sur le marché du travail et à la diminution des taux de TVA, aurait pu être plus important s'il n'avait été freiné par l'incidence de la dépréciation du cours de change effectif de la livre sterling.

À la mi-janvier 2009, les pouvoirs publics britanniques ont estimé que des mesures supplémentaires devaient être adoptées afin d'assurer la stabilité du système financier national et de soutenir l'octroi de crédits. Des initiatives ont été prises dans trois domaines. Tout d'abord, pour diminuer l'incertitude quant à l'adéquation des fonds propres des banques, l'*Asset Protection Scheme* (plan de protection des actifs toxiques) a été lancé, aux termes duquel les administrations publiques protégeaient, contre rétribution, les actifs suspects des établissements de crédit contre des pertes futures. Ensuite, les pouvoirs publics ont tenté de faciliter l'accès des institutions financières au marché de gros, notamment au travers de l'*Asset-backed Securities Guarantee Scheme* (plan de garantie pour les titres adossés à des actifs), visant à stimuler l'activité sur les marchés de titrisation. Enfin, le troisième volet portait sur la stimulation de l'octroi de crédit aux ménages et aux entreprises. C'est dans cette optique qu'a été lancée l'*Asset Purchase Facility* (facilité d'achat d'actifs) autorisant la Banque d'Angleterre à acquérir des actifs de haute qualité auprès du secteur privé, notamment des obligations d'entreprise et des billets de trésorerie. Une nouvelle loi bancaire (*Banking Act*) a été approuvée plus tard dans l'année. Celle-ci prévoyait notamment, par le biais du *Special Resolution Regime* (régime spécial de résolution), la création d'un cadre pour une gestion appropriée des faillites dans le secteur financier.

La Banque d'Angleterre a encore assoupli sa politique monétaire en 2009. Ainsi, au cours des premiers mois de l'année, le taux directeur a été une nouvelle fois abaissé, revenant en trois étapes de 2 p.c. à la fin de 2008 à 0,5 p.c. Cet instrument atteignant peu à peu ses limites, les autorités ont mis en œuvre à partir de mars une politique d'assouplissement quantitatif par le biais de l'*Asset Purchase Facility* évoqué ci-dessus en permettant à la banque centrale d'acquérir des obligations d'État. L'objectif de cette mesure était d'assouplir les conditions d'octroi de crédits aux entreprises et, en définitive, de stimuler la demande intérieure et de garantir que l'objectif d'inflation de 2 p.c. puisse être atteint à moyen terme. Le budget de ce programme a été porté, en trois étapes, de 75 à 200 milliards de livres sterling dans le courant de l'année sous revue.

## 1.5 Chine et autres économies émergentes

### 1.5.1 Chine et autres pays asiatiques

Les économies asiatiques ont été les premières à se redresser après la crise économique et financière internationale. De ce fait, le déplacement en cours du centre de gravité de l'économie mondiale vers cette région du monde s'est accéléré.

Au début de la crise, une série d'importateurs ont décidé d'épuiser leurs stocks avant de passer de nouvelles commandes, eu égard au recul de la demande et à l'assèchement des flux de financement. Dans les pays d'Asie fortement orientés vers l'exportation, il en est résulté une chute drastique de la production industrielle, encore au début de l'année sous revue. En revanche, les pays d'Asie orientés vers le commerce intérieur, par exemple l'Inde, n'ont enregistré qu'un ralentissement modéré de leur production industrielle, celle-ci se contractant légèrement au commencement de 2009. Le mouvement inverse s'est amorcé en mars 2009. À mesure que l'incertitude s'atténuait, la reconstitution des stocks à l'étranger a fait rebondir les exportations asiatiques, et en premier lieu celles des produits électroniques, pour lesquels de nombreuses économies asiatiques ont développé un avantage comparatif. Le commerce régional s'est également redressé, grâce à l'explosion de la demande en Chine. Ce sont les exportateurs de matières premières et de biens d'investissement de la région qui ont le plus profité des grands travaux d'infrastructure lancés par la Chine dans le cadre de son gigantesque plan de relance.

Un autre facteur qui a joué un rôle dans la reprise spectaculaire de la région a été la réaction rapide et vigoureuse des pouvoirs publics qui ont pu s'appuyer sur les fondamentaux solides de leur économie. De nombreux pays émergents d'Asie disposaient en effet d'une marge de manœuvre budgétaire leur permettant de relancer l'activité. Ils ont également pu compter sur une politique monétaire crédible, qui a été considérablement assouplie durant la crise, ainsi que sur un secteur privé rentable. Ils avaient profité des leçons tirées de la crise financière de 1997. Depuis lors, les banques locales avaient renforcé leurs fonds propres et adopté une stratégie de placement prudente, qui leur ont permis de résister à l'attrait des actifs dits toxiques en provenance des États-Unis. Le retour plus rapide que prévu des flux de capitaux en Asie, à partir de mars, y a entraîné une progression des bourses et accru la pression à la hausse sur les cours de change. Plusieurs économies asiatiques émergentes ont fait face à cette pression en augmentant leurs réserves de change. En revanche, l'Indonésie et la Corée du Sud, qui ont un régime de change flottant, ont laissé leur monnaie s'apprécier.

La Chine, qui représente la plus grande économie émergente, a fourni en 2009 la contribution la plus importante à la croissance en volume de l'économie mondiale. L'augmentation du PIB y a atteint 8,7 p.c., à peine moins que l'année précédente.

À la fin de 2008, l'effondrement du commerce international avait entraîné les exportations chinoises dans son sillage. Cette chute a considérablement freiné l'expansion de l'activité économique en Chine, laquelle est retombée à 6,1 p.c. sur une base annuelle au premier trimestre, mais s'est déjà vigoureusement redressée à partir du deuxième trimestre, grâce à l'augmentation des dépenses intérieures. Du fait de la progression des volumes d'importations qui l'a accompagnée et de la reprise assez hésitante des exportations, le surplus commercial a reculé de 3,4 points de pourcentage en 2009 et, corrélativement, le surplus du compte courant, est passé de 9,8 à 6,4 p.c. du PIB. En conséquence, l'accumulation des réserves de change a sensiblement ralenti.

Les pouvoirs publics chinois ont fortement contribué à la reprise économique. Disposant d'une marge de manœuvre budgétaire suffisante et présentant une dette publique peu élevée à la veille de la crise, ils ont pu se permettre un plan de relance budgétaire ambitieux et injecter des ressources massives dans des travaux d'infrastructure de grande ampleur. Des projets postposés les dernières années ont ainsi reçu le feu vert et ont été directement mis en chantier. Au deuxième semestre de 2009, les investissements privés ont également repris,

TABLEAU 7 INDICATEURS MACROÉCONOMIQUES POUR L'ASIE ÉMERGENTE

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

	PIB en volume		Prix à la consommation		Balance des opérations courantes <sup>(1)</sup>		Solde de financement des administrations publiques <sup>(1)</sup>		Réserves officielles de change <sup>(2)</sup>
	2008	2009	2008	2009	2008	2009	2008	2009	2009
Chine .....	9,6	8,7	5,9	-1,1	9,8	6,4	1,1	-1,8	2.300
République de Corée du Sud ...	2,2	-1,0	4,7	2,6	-0,7	3,4	1,2	-2,8	259
Hong-Kong .....	2,4	-3,6	4,3	-1,0	14,2	10,7	0,1	-3,4	235
Inde .....	7,3	5,6	9,1	7,8	-2,5	-1,9	-7,3	-10,3	269
Indonésie .....	6,1	4,5	10,4	4,0	0,1	0,9	-0,1	-1,8	61
Malaisie .....	4,6	-3,6	5,4	-0,1	17,9	13,4	-4,6	n.	93
Philippines .....	3,8	1,0	9,3	2,8	2,5	3,2	-1,0	n.	37
Singapour .....	1,2	-3,3	6,5	-0,2	14,8	12,6	6,3	2,5	181
Taiwan .....	0,1	-4,1	3,5	-0,5	6,4	7,9	-0,8	-4,3	335
Thaïlande .....	2,6	-3,5	5,5	-1,2	-0,1	4,9	-0,5	n.	130
Vietnam .....	6,2	4,6	23,1	7,0	-11,9	-9,7	n.	n.	n.

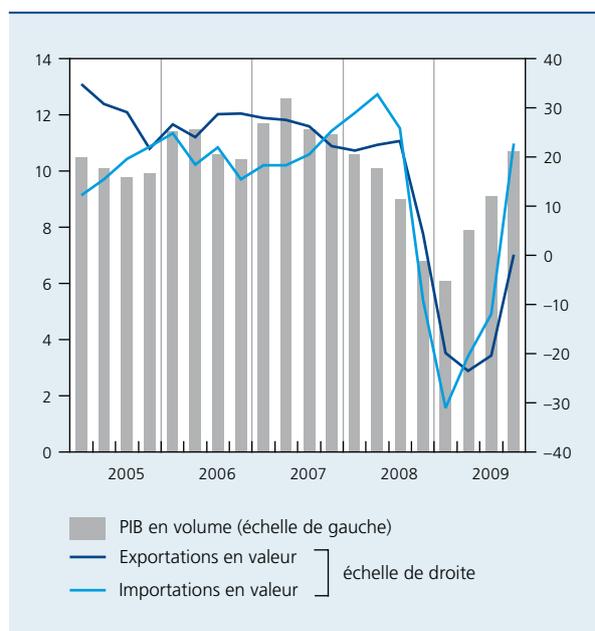
Sources: FMI, OCDE.

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

(2) Milliards de dollars des États-Unis, octobre 2009.

GRAPHIQUE 17 PROFIL TRIMESTRIEL DU PIB, DES EXPORTATIONS ET DES IMPORTATIONS EN CHINE

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



Sources: Bureau de statistiques national (Chine), Administration générale des Douanes (Chine).

principalement dans le secteur immobilier, soutenus par une politique monétaire extrêmement accommodante. Les investissements dans les secteurs dépendant de l'exportation (textile, habillement, ameublement) ont moins progressé, en raison de surcapacités de production, de marges bénéficiaires réduites et des incertitudes planant sur la demande extérieure.

La consommation privée s'est inscrite en nette hausse. Outre une progression de leur revenu réel disponible par le biais de l'inflation négative, de nouvelles augmentations salariales et de la reprise de la création d'emplois, les ménages ont également bénéficié de réductions d'impôts et de subventions.

En 2008, le taux d'intérêt directeur de la Banque populaire de Chine avait été réduit à partir de la mi-septembre en plusieurs étapes, à 5,31 p.c., et les réserves obligatoires des banques avaient été revues à la baisse. De la sorte, d'importantes quantités de liquidités ont été injectées dans le système bancaire. De plus, les restrictions imposées au crédit bancaire en période de surchauffe ont été assouplies. Le montant des nouveaux prêts consentis sur l'ensemble de 2009 a été supérieur de 30 p.c. à celui de 2008. Cette évolution a suscité des inquiétudes compte tenu notamment du rythme d'élévation des prix sur les marchés immobilier et boursier et de signes de

surinvestissements dans certains secteurs déjà confrontés à des surcapacités de production.

Compte tenu de l'évolution positive de la croissance économique au troisième trimestre, les autorités chinoises ont commencé à contenir de manière sélective l'expansion monétaire en adoptant des mesures visant à limiter l'octroi de crédits – notamment par l'augmentation des ratios de fonds propres – et en accroissant les émissions d'obligations d'État; par ailleurs, la Banque populaire de Chine a procédé à de nouvelles émissions de titres afin de stériliser les entrées de devises.

Sur le plan budgétaire aussi, le gouvernement central a réagi très rapidement. Dès novembre 2008, il a lancé un ensemble de mesures discrétionnaires, qui consistait essentiellement en un plan d'investissement pour 2009-2010 de 4.000 milliards de renminbis (plus de 6,5 p.c. du PIB sur les deux ans). Sur ce montant, 1.500 milliards ont été affectés à de grands projets (infrastructures énergétiques, voies ferrées, routes et aéroports). Parmi les autres décisions prises dans ce cadre, on relève des réductions de prix pour certains appareils ménagers, un abaissement de la TVA sur les opérations immobilières, des subventions pour l'achat de petites voitures économiques, ainsi que des mesures en matière de subventions agricoles, de soutien à l'exportation et de prestations sociales (pensions, soins de santé, ménages à faible revenu). En juin, de nouveaux projets ont été annoncés visant à affecter 820 milliards de renminbis à des infrastructures de santé et à étendre le taux de couverture des soins de santé à 90 p.c. de la population les trois années suivantes.

La dégradation des finances publiques est demeurée relativement contenue, le surplus de 1,1 p.c. du PIB en 2008 se muant en un déficit de 1,8 p.c. Compte tenu du niveau limité du déficit budgétaire et de l'encours peu élevé de la dette publique – de quelque 20 p.c. du PIB à la fin de 2009 –, les autorités chinoises bénéficient d'une marge budgétaire leur permettant de continuer à financer les mesures mises en œuvre.

### 1.5.2 Pays émergents membres de l'UE n'ayant pas encore adopté l'euro

Comme les pays de l'UE faisant partie de la zone euro, les nouveaux États membres de l'UE d'Europe centrale et de l'Est ont été affectés par la crise financière et l'effondrement du commerce international. D'une manière générale, ils l'ont été d'autant plus durement qu'ils n'ont pu bénéficier, comme les pays les plus touchés de la zone euro, de la participation à une union monétaire qui les aurait prémunis contre le risque d'une grave crise de change. Les

conséquences du choc ont néanmoins été très différenciées pour ces économies selon leur dépendance vis-à-vis du financement extérieur et leur degré d'ouverture.

D'une part, la crise financière globale a interrompu une période de forte expansion du crédit intérieur, provoquée par des entrées massives de capitaux privés et des taux d'intérêt très bas. Dans de nombreux pays, telles les économies baltes, la Roumanie et la Bulgarie, ces entrées de capitaux avaient largement contribué les dernières années à générer une croissance économique très soutenue mais déséquilibrée, en favorisant excessivement l'expansion des secteurs abrités, la hausse des prix de l'immobilier et des salaires et en entraînant de la sorte des déficits très élevés de balance courante, lesquels avaient été financés en grande partie par l'endettement extérieur, notamment le crédit bancaire transfrontalier.

Après la défaillance de la banque américaine d'investissement *Lehman Brothers*, la montée généralisée de l'aversion pour le risque des investisseurs internationaux a mené à une diminution rapide, voire à une inversion, des flux de capitaux, ce qui a provoqué un assèchement des liquidités et un durcissement des conditions de crédits dans les pays examinés dans cette section. Il s'en est suivi pour ces économies un effondrement des cours des actions et, pour plusieurs d'entre elles, des prix de l'immobilier, ainsi qu'une forte contraction de la demande intérieure.

Le retournement a été d'autant plus brutal que les besoins de financements extérieurs et les déséquilibres internes étaient élevés, comme ce fut surtout le cas pour les pays ayant opté unilatéralement pour un régime de change fixe vis-à-vis de l'euro, à savoir les trois pays baltes et la Bulgarie. Privés d'une possibilité de dépréciation de leur monnaie, l'ajustement de leurs déséquilibres de balance des paiements a dû s'opérer par une « dévaluation interne », reposant sur une correction à la baisse des prix des biens et services produits localement et des salaires, ainsi que sur une contraction de la demande intérieure.

D'autre part, le ralentissement économique global a provoqué une chute brutale des exportations. Ceci s'explique notamment par leur forte teneur en biens intermédiaires et biens d'investissement, dont la demande s'est fortement contractée en 2009 du fait de la réduction des investissements et du déstockage. Les économies les plus ouvertes et les plus fortement intégrées aux chaînes de production du reste de l'UE, telles que la République tchèque et la Hongrie, et celles exportant davantage de biens intermédiaires, telles que les pays baltes et la Bulgarie, ont dès lors enregistré un recul plus marqué de leurs exportations.

Au total, toutefois, malgré la diminution des exportations, les déficits extérieurs se sont réduits partout, vu l'impact prédominant sur la balance courante de la baisse de la demande intérieure induite par la crise financière. Le rééquilibrage a été nettement plus marqué dans les pays baltes, les plus touchés par le choc financier, où la balance courante est repassée en territoire positif en 2009 en s'améliorant de près de 20 points de pourcentage du PIB en Lettonie, de 13 points en Estonie et de quelque 12 points en Lituanie. L'amélioration de la balance courante a été moins spectaculaire dans les économies caractérisées par un régime de change flottant, malgré la dépréciation de leur monnaie provoquée par la crise financière globale. Ceci tient surtout au fait que celles-ci dépendaient moins du financement extérieur et que la demande intérieure y a été moins affectée par la décélération de l'expansion du crédit bancaire. De plus, la dépréciation du cours de change n'y a que peu contribué à soutenir les exportations, dans un contexte d'effondrement de la demande extérieure globale. Parmi ces économies, le redressement de la balance courante a été plus marqué dans celles qui ont été le plus fragilisées par la crise financière, comme la Hongrie et la Roumanie, qui ont dû recourir à l'aide internationale pour le financement de leur balance des paiements.

La Pologne et la République tchèque semblaient être les économies d'Europe centrale et de l'Est les mieux préparées à affronter les conséquences de la crise financière globale vu l'absence de déséquilibres macroéconomiques majeurs. Ainsi, grâce à son faible degré d'ouverture, aux mesures d'allègement fiscal envers les ménages et d'indexation des pensions, ainsi qu'à la mise en place d'un programme de relance des investissements publics, la Pologne a même été le seul pays de l'UE à éviter la récession en 2008 et en 2009. Avec une contraction réelle de son PIB de l'ordre de 4,8 p.c. en 2009, la République tchèque a par contre beaucoup souffert de sa stratégie de croissance tirée par les exportations. Le ralentissement de l'économie tchèque était déjà perceptible en 2008, provoqué par un coup de froid sur les exportations et une décélération marquée des investissements. Cette tendance s'est fortement accentuée en 2009 à cause du resserrement des conditions du crédit intérieur. Cependant, la demande intérieure n'a que faiblement baissé, grâce à la légère progression de la consommation privée et publique, et aux mesures de soutien du gouvernement, d'un montant évalué à 2 p.c. du PIB.

En Hongrie, pays dont l'économie est aussi très ouverte, le choc du commerce extérieur provoqué par la récession mondiale a également été durement ressenti. Le repli de l'activité y a été plus sévère que pour la République tchèque, atteignant 6,5 p.c. en 2009, parce

que l'économie était fragilisée, à l'entame de la crise financière, entre autres par un endettement extérieur élevé, tant public que privé. À l'automne 2008, le gouvernement hongrois a même été confronté à des difficultés de refinancement de la dette publique, ce qui l'a conduit à recourir à l'aide de l'UE, du FMI et de la Banque mondiale pour un montant de 20 milliards d'euros. Cette aide a été conditionnée au renforcement des mesures d'austérité budgétaires, empêchant ainsi les autorités de prendre des mesures pour amortir la contraction de la demande intérieure du secteur privé. En outre, la dépréciation du forint vis-à-vis de l'euro, de l'ordre de 38 p.c. entre son plus haut de l'été 2008 et son plus bas de février 2009, a eu un effet non négligeable sur la situation patrimoniale des ménages et des entreprises, car près de 64 p.c. de l'encours du crédit total au secteur privé était libellé en devises à la fin de 2008, ce qui représentait 42 p.c. du PIB.

En Roumanie, malgré un degré d'ouverture assez faible et une diminution des exportations relativement moins forte, le PIB s'est replié de 8 p.c. en 2009 du fait de la forte contraction de la demande intérieure. L'encours du crédit au secteur privé s'est contracté en affectant très négativement l'investissement et la consommation, et la dépréciation du leu vis-à-vis de l'euro, de l'ordre de 15 p.c. en moyenne entre 2008 et 2009, a eu des effets de bilan non négligeables sur les ménages et les entreprises, puisque 36 p.c. de l'encours total du crédit intérieur au secteur privé était libellé en monnaies étrangères à la fin de 2008. Dans un environnement plus réticent aux risques, le mauvais état des finances publiques et le déficit de la balance des paiements ont alimenté la défiance des marchés financiers. Cette situation a poussé le gouvernement roumain à recourir de manière préventive à l'aide internationale, pour un montant également de 20 milliards d'euros, accordé par l'UE, le FMI, la BEI et la BERD en mai 2009.

La Bulgarie, ayant accumulé des surplus budgétaires récurrents, a pu maintenir quasiment inchangée sa consommation publique et ainsi limiter la contraction de la demande intérieure. En outre, les entrées de capitaux sous forme d'investissements directs étrangers ne se sont pas interrompues brutalement. Par conséquent, les ajustements de la demande intérieure ont pu évoluer plus lentement que dans les pays baltes, le déficit de balance courante s'établissant encore en 2009 à un niveau considérable, de l'ordre de 14 p.c. du PIB.

Dans les trois États baltes, le gel des marchés financiers dès l'automne 2008 a provoqué une contraction de l'encours des crédits au secteur privé. En même temps, la chute brutale des exportations et l'assombrissement des

**TABEAU 8 SITUATION ÉCONOMIQUE EN 2009 DES NOUVEAUX ÉTATS MEMBRES DE L'UE D'EUROPE CENTRALE ET DE L'EST<sup>(1)</sup>**  
(pourcentages de variation par rapport à l'année précédente, sauf mention contraire)

	PIB	Demande intérieure	Exportations	IPCH	Balance des opérations courantes	Finances publiques	
						Solde de financement	Endettement brut
	(en volume)				(pourcentages du PIB; entre parenthèses, variation en points de pourcentage par rapport à 2008)		
Pologne .....	1,2	-0,5	-11,2	4,0	-1,9 (+3,2)	-6,4 (-2,8)	51,7
République tchèque .....	-4,8	-4,6	-16,5	0,6	-2,5 (+0,8)	-6,6 (-4,5)	36,5
Hongrie .....	-6,5	-9,0	-13,1	4,0	-1,3 (+5,3)	-4,1 (-0,3)	79,1
Roumanie .....	-8,0	-12,7	-8,9	5,6	-5,5 (+6,8)	-7,8 (-2,3)	21,8
Bulgarie .....	-5,9	-11,7	-13,3	2,5	-13,7 (+9,2)	-0,8 (-2,6)	15,1
Lituanie .....	-18,1	-27,8	-20,6	4,2	+0,1 (+12,3)	-9,8 (-6,6)	29,9
Lettonie .....	-18,0	-26,9	-17,5	3,3	+6,8 (+19,8)	-9,0 (-4,9)	33,2
Estonie .....	-13,7	-24,7	-15,2	0,2	+3,9 (+13,0)	-3,0 (-0,3)	7,4
<i>p.m. Zone euro</i> .....	-4,0 <sup>(2)</sup>	-3,1 <sup>(2)</sup>	-14,2	0,3	-0,6 <sup>(2)</sup> (+0,1)	-6,4 (-4,4)	78,2

Sources: CE, OCDE.

(1) Les pays sont classés par groupe, en fonction de l'importance de leur PIB en 2009.

(2) Zone euro, à l'exclusion de Chypre, de Malte et de la Slovaquie.

perspectives économiques extérieures ont amplifié le recul de l'investissement et le déstockage, de sorte que la baisse de la demande intérieure qui a suivi ce double choc a été d'une ampleur sans précédent dans l'UE. Le PIB a diminué de quelque 18 p.c. en Lettonie et en Lituanie. La réduction

a été plus limitée en Estonie, de 13,7 p.c., grâce notamment à une situation budgétaire initiale nettement plus favorable. Dans tous ces pays, l'ampleur de la contraction de l'activité a permis une correction rapide de leur balance courante, qui est devenue excédentaire en 2009.

# 2.

## Politique monétaire de l'Eurosystème

### 2.1 Vue d'ensemble

Pour la deuxième année consécutive, la crise économique et financière mondiale a confronté l'Eurosystème au double défi de respecter l'objectif primaire de la stabilité des prix et de contribuer au maintien de la stabilité financière. Durant les premiers mois de l'année sous revue, il est devenu évident à quel point l'aggravation de la crise financière à la fin de 2008 avait exercé une incidence baissière sur l'activité et sur l'inflation. L'interaction entre la crise bancaire et l'activité économique a eu un effet négatif sur la consommation et les investissements, tandis que le caractère international de la crise a entraîné une détérioration sensible du commerce extérieur. Cette situation a donné lieu à une succession exceptionnelle de révisions à la baisse des prévisions économiques, menant à retenir comme scénario de base une période relativement longue de faible croissance et d'inflation particulièrement basse. Plus que le net repli de l'inflation en 2009, laquelle était même tombée en terrain négatif pendant l'été à la suite de la forte chute des prix des matières premières, c'est la diminution rapide des risques pour la stabilité des prix à moyen terme qui a constitué l'élément pertinent pour la conduite de la politique monétaire. En dépit de ces évolutions, le déclenchement d'une spirale déflationniste n'a toutefois jamais fait partie du scénario de base, même au plus fort de la récession, car les anticipations d'inflation sont toujours restées positives et bien ancrées.

Dans ce contexte, le Conseil des gouverneurs de la BCE a substantiellement réduit le taux d'intérêt directeur central durant les premiers mois de 2009, le ramenant à 1 p.c. en mai, alors qu'il avait déjà été abaissé de 4,25 à 2,5 p.c. d'octobre à décembre 2008. Les anticipations d'inflation demeurant bien ancrées, cette baisse s'est traduite par une orientation résolument expansionniste de la politique monétaire. Alors que, dans un premier temps, la

politique d'octroi de liquidités abondantes menée à partir d'octobre 2008 a été poursuivie au début de 2009, le Conseil des gouverneurs a estimé nécessaire d'approuver en mai 2009 un paquet de mesures supplémentaires destinées à soutenir encore davantage l'octroi de crédits par les banques, étant donné le rôle fondamental que celles-ci jouent dans le financement de l'économie de la zone euro. Cet élargissement de la politique dite de « soutien renforcé du crédit » (*enhanced credit support*) a consisté premièrement en l'annonce de trois opérations de refinancement ayant une durée d'un an qui devaient être conduites à la fin des deuxième, troisième et quatrième trimestres. Parallèlement, il a été tenté de soutenir l'octroi de crédits bancaires à l'économie, via l'acquisition d'un portefeuille d'obligations sécurisées (*covered bonds*), pour un montant total de 60 milliards d'euros, sur une période d'un an allant de juillet 2009 à juin 2010. Par ailleurs, la BEI est devenue, au début de juillet, une contrepartie éligible aux opérations de politique monétaire de l'Eurosystème. La mise en œuvre de cette nouvelle batterie de mesures a conduit à un assouplissement supplémentaire de l'orientation – déjà particulièrement accommodante – de la politique monétaire.

Le contexte macroéconomique n'a montré des signes de stabilisation qu'à la fin du premier semestre et l'activité économique a commencé à se redresser au cours du deuxième semestre. Cependant, la nature temporaire des facteurs de soutien les plus importants a continué de faire peser de lourdes incertitudes sur les perspectives de croissance économique à plus long terme et de représenter ainsi un défi de taille pour les responsables de la politique monétaire. Quant à l'évolution des prix, même si l'inflation dans la zone euro est revenue en territoire positif à partir de novembre, la sous-utilisation, considérable et sans doute appelée à persister durablement, des capacités de production dans l'économie a contribué à ce que demeurent intactes durant le second semestre les

attentes ou prévisions d'une période relativement longue où le taux d'inflation demeurerait clairement inférieur à la borne supérieure de la définition de la stabilité des prix retenue par l'Eurosystème.

Dans ce contexte, le Conseil des gouverneurs n'a pas cessé d'indiquer que l'orientation particulièrement accommodante de la politique monétaire continuait à être appropriée, mais il a aussi annoncé, à l'issue de sa réunion du début de décembre, que certaines mesures non conventionnelles seraient progressivement supprimées dans le courant de 2010, eu égard à l'amélioration considérable de la situation sur les marchés financiers. Cette annonce de non-reconduction ou de réduction graduelle de certaines des mesures non conventionnelles n'a pas constitué une surprise puisque, dès l'introduction des nouveaux instruments de politique monétaire, le Conseil des gouverneurs avait souligné que ces mesures étaient temporaires et qu'il était important de disposer d'une stratégie de sortie crédible. La crédibilité de l'Eurosystème, mesurée entre autres par l'ancrage des anticipations d'inflation à long terme, n'a ainsi jamais été menacée, permettant dès lors la mise en œuvre d'une orientation de politique monétaire particulièrement expansionniste pendant l'année sous revue.

## 2.2 Environnement macroéconomique et monétaire : implications pour l'orientation de la politique monétaire

En 2009, les évolutions économiques dans la zone euro ont été non seulement très médiocres, mais également fort peu homogènes. Ce caractère contrasté de l'année transparaît également dans les décisions de politique monétaire prises par le Conseil des gouverneurs de la BCE.

### Un premier semestre dominé par la chute libre de l'économie

Ce n'est qu'au cours des premiers mois de 2009 qu'il est clairement apparu à quel point l'aggravation de la crise financière s'était propagée à l'économie réelle. Il s'est ainsi avéré en février que l'activité économique de la zone euro avait reculé de 1,5 p.c. au quatrième trimestre de 2008 par rapport au trimestre précédent. Tout indiquait, en outre, que sa chute libre se poursuivrait au début de l'année sous revue. Des indicateurs mensuels rapidement disponibles étaient en effet tombés à des niveaux historiquement bas, donnant à penser que la situation économique resterait déprimée pendant un certain temps.

Si la crise bancaire a été la cause majeure de la profonde récession enregistrée, elle est restée également la principale menace pour l'évolution de l'activité. Ainsi, dans un contexte de forte progression de l'aversion pour le risque, la crise financière a entraîné un durcissement des conditions de financement sur les marchés financiers, lequel a exercé un effet dissuasif sur les nouveaux investissements. Par ailleurs, le marché de la titrisation s'est tari comme source de financement pour les banques. La chute des cours des actions et des prix des logements, ainsi que l'érosion de la confiance, ont exercé une incidence négative sur la consommation privée et les investissements. La consommation privée a également été négativement influencée par la contraction de l'emploi et les investissements ont, en outre, été freinés par la réduction des marges bénéficiaires et la nette dégradation des perspectives en matière de demande, tant sur le marché intérieur que sur les marchés à l'exportation. Eu égard au caractère international de la crise, le commerce mondial s'est en effet aussi inscrit en nette baisse. Enfin, la détérioration sévère du climat économique menaçait d'avoir un effet de retour sur les banques, celles-ci risquant d'être de plus en plus confrontées à des crédits de mauvaise qualité, ce qui pouvait les conduire à restreindre leur offre de crédit. Même si l'incidence exacte de tous ces facteurs individuels a été difficile à évaluer, il est apparu clairement que chacun des canaux de transmission de la crise financière avait exercé un effet baissier sur l'activité économique et entraîné la récession la

**GRAPHIQUE 18** PIB EN VOLUME ET INDICATEUR DE CONFIANCE DANS LA ZONE EURO

(pourcentages de variation par rapport au trimestre précédent, sauf mention contraire)



Source : CE.

(1) Solde des réponses à l'enquête mensuelle, écart par rapport à la moyenne 1985-2009.

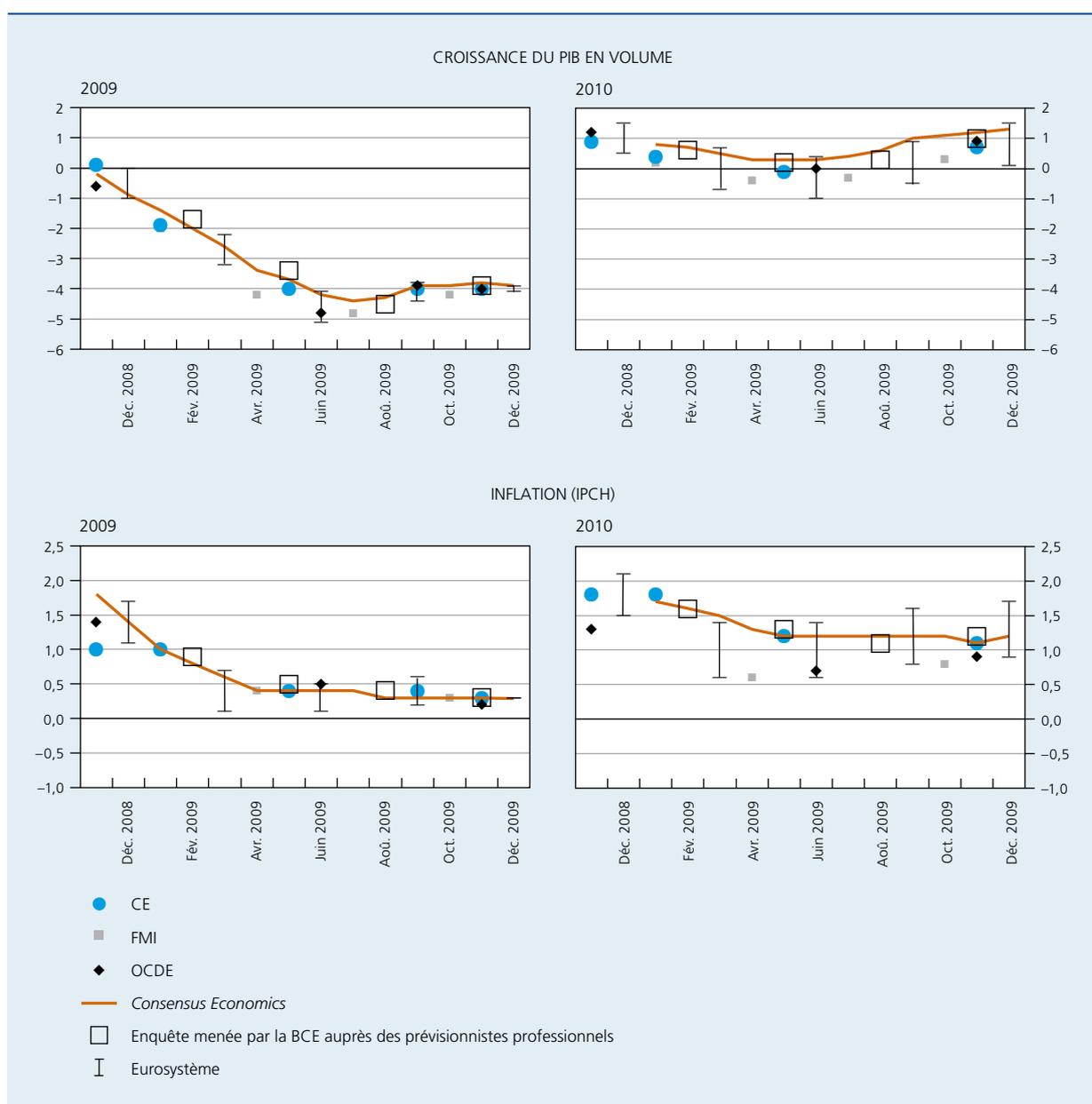
plus grave depuis des décennies. Dans un premier temps, la chute des prix des matières premières a constitué le seul facteur stabilisateur, alors qu'on pouvait supposer que la politique macroéconomique – tant monétaire que budgétaire – très accommodante constituerait un facteur de soutien dans une phase ultérieure.

La détérioration rapide et continue de la conjoncture – la nouvelle est tombée en mai que le PIB de la zone euro avait reculé de 2,5 p.c. au premier trimestre de 2009 –

a donné lieu à une succession exceptionnelle de révisions à la baisse des perspectives de croissance pour 2009. Alors qu'en décembre 2008, les projections de l'Eurosystème escomptaient encore une récession relativement modérée, avec une diminution du PIB réel comprise entre 0 et 1 p.c. en 2009, la fourchette du tassement de l'activité était portée en juin à entre 4,1 et 5,1 p.c. Les prévisions des principaux organismes internationaux et des prévisionnistes professionnels ont affiché une évolution comparable.

#### GRAPHIQUE 19 PROJECTIONS DE 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.

Les prévisions pour 2010 ont également été revues à la baisse. Les projections de l'Eurosystème du mois de juin tablaient ainsi sur une croissance réelle du PIB en 2010 comprise entre -1 et +0,4 p.c. La lenteur attendue de la reprise et son caractère limité s'expliquaient par le fait qu'on ne prévoyait pas d'amélioration rapide du commerce international, de la confiance et des conditions de financement. Ce pronostic était fondé sur l'observation que, dans le passé, les récessions associées à une crise bancaire avaient été non seulement plus profondes, mais également plus longues. De plus, l'emploi et le chômage n'allaient connaître une véritable détérioration que dans le courant de 2009 et ce processus allait se poursuivre en 2010.

Durant le premier semestre de l'année sous revue, l'inflation mesurée sur la base de l'IPCH est descendue de 1,1 p.c. en janvier à -0,1 p.c. en juin. Ce recul, déjà entamé durant l'été 2008, lorsque l'inflation avait atteint un sommet à près de 4 p.c., a essentiellement reflété la chute du cours des matières premières imputable à la faiblesse de la demande mondiale. Le Conseil des gouverneurs de la BCE a dès le début attiré l'attention sur le fait que le recul considérable de l'inflation serait temporaire, eu égard à son origine. Le fléchissement de la tendance sous-jacente de l'inflation, c'est-à-dire l'évolution des prix à la consommation à l'exclusion des produits alimentaires et des produits énergétiques, a été nettement moins prononcé, cette tendance revenant de près de 2 p.c. à la fin de 2008 à 1,4 p.c. en juin de l'année sous revue, mais on s'attendait à ce que ce mouvement soit de nature plus persistante. Son explication réside dans la dégradation notable de la demande dans l'économie, laquelle avait entraîné une sous-utilisation particulièrement élevée des capacités de production, une situation appelée à perdurer pendant une période plus ou moins longue.

Les projections d'inflation pour la zone euro ont été sensiblement revues à la baisse à partir de la fin de 2008. Ainsi, l'Eurosystème s'attendait encore, en décembre 2008, à ce que l'augmentation de l'IPCH soit comprise en 2009 entre 1,1 et 1,7 p.c., alors qu'en juin de l'année sous revue, la fourchette attendue n'était plus que de 0,1 à 0,5 p.c. Les prévisions des principaux organismes internationaux et des prévisionnistes professionnels étaient du reste assez proches de ces pourcentages. La révision à la baisse des prévisions d'inflation a toutefois été moins marquée pour 2010. La perspective d'une déflation n'a dès lors jamais fait partie du scénario de base, même au moment des prévisions économiques les plus sombres (voir l'encadré 3 portant sur la déflation et ses déterminants).

Cependant, au cours du premier semestre, l'écrasante majorité des prévisions d'inflation pour 2010 étaient nettement en deçà de la limite supérieure de la définition quantitative de la stabilité des prix utilisée par le Conseil des gouverneurs de la BCE. Les attentes d'inflation déduites des instruments financiers confirmaient, non seulement qu'un fléchissement marqué de l'inflation était prévu à court terme, mais également que l'inflation à moyen terme se situerait clairement sous les 2 p.c. Une situation dans laquelle l'inflation ne reviendrait que très progressivement à des niveaux correspondant à la stabilité des prix risquait de donner lieu à un découplage à la baisse des attentes d'inflation. Dans un tel contexte, le risque *ex ante* de déflation s'était considérablement accru, ce qui a nécessité une politique monétaire expansionniste, à la suite de laquelle le Conseil des gouverneurs a pu constater que les attentes d'inflation à long terme étaient restées bien ancrées.

### Encadré 3 – « Inflation négative » ou « déflation » : plus qu'une question de sémantique

Lorsqu'il s'est avéré, à partir de septembre 2008, que l'intensification de la crise financière exercerait une incidence considérable sur l'économie réelle, on pouvait craindre que cette évolution entraîne une forte pression baissière sur les prix. En outre, les prix des matières premières ont sensiblement reflué au second semestre de 2008, ce qui a conduit en fin de compte à une période d'inflation négative. Tant au niveau des autorités que dans l'opinion publique, la question de savoir si l'économie de la zone euro, mais aussi celle d'autres pays avancés, s'orientaient vers une période de déflation s'est dès lors posée. Le présent encadré définit la déflation et conclut que l'inflation négative relevée dans la zone euro entre juin et octobre 2009 ne peut être considérée comme de la déflation.

Au sens large, la déflation pourrait être définie comme la simple observation d'une inflation négative. Toutefois, cette définition présente le désavantage de ne tenir compte ni de la cause de l'impulsion négative sur les prix,

ni de ses conséquences pour l'activité économique. Ainsi n'était-il pas inhabituel au début du siècle passé et au cours de périodes antérieures d'enregistrer des baisses de prix, souvent même au cours de périodes économiques relativement favorables, alors que la déflation est généralement associée à des périodes de net repli économique, comme la Grande Dépression des années 1930, ou de stagnation, comme celle qu'a subie le Japon au cours des années 1990 et des années 2000. Selon une définition moins large mais plus pertinente de la déflation, la diminution du niveau général des prix doit présenter trois caractéristiques essentielles: (a) ne pas concerner uniquement certains groupes de produits, mais être généralisée; (b) s'étaler sur une période plus ou moins longue, et non sur quelques mois seulement et (c) être anticipée<sup>(1)</sup>. Dans cette acception, la déflation est généralement liée à un important choc négatif de demande, où le tassement de l'activité engendre une pression baissière sur les prix si forte qu'il s'accompagne d'un recul du niveau général des prix et donne lieu à des anticipations de nouvelles baisses. Ainsi définie, la déflation est extrêmement préoccupante dans la mesure où elle déclenche trois mécanismes économiques spécifiques qui entraînent une spirale baissière et, partant, des coûts considérables pour l'économie.

D'abord, le fait que les taux d'intérêt directs nominaux ne puissent pas descendre en dessous de zéro, soit un plancher quasiment absolu, constitue une première rigidité nominale. Une fois que les taux nominaux sont à zéro, la banque centrale ne peut en effet plus assouplir la politique monétaire par le biais de l'instrument classique des taux d'intérêt puisque chacun préférera conserver ses liquidités plutôt que d'accorder des crédits assortis d'un taux d'intérêt négatif (trappe à liquidité – *liquidity trap*). Même si le débat relatif à la politique monétaire se focalise souvent sur les taux directs nominaux, ce sont les taux réels qui sont les plus significatifs pour l'économie et l'inflation. L'émergence d'anticipations d'inflation négatives est une caractéristique essentielle des périodes de déflation, où les taux d'intérêt réels peuvent devenir de plus en plus positifs, ce qui engendre un report des dépenses, alors que le choc négatif important de demande qui est à l'origine de la déflation implique précisément que le taux d'intérêt réel d'équilibre (*real natural interest rate*) soit très faible, voire négatif. En raison de cette différence entre les taux effectifs réels et leur niveau d'équilibre, le déficit de la demande peut se prolonger, ce qui accroît les pressions à la baisse sur les prix et entraîne une nouvelle progression des anticipations d'inflation négatives, etc., créant ainsi une véritable spirale déflationniste.

Deuxièmement, la charge réelle des dettes contractées antérieurement augmente en cas de déflation, la plupart des contrats d'endettement étant conclus en termes nominaux. Dans la mesure où la déflation fait souvent suite à une période d'octroi excessif de crédits, le processus de désendettement s'en trouve compliqué, ce qui, toutes autres choses restant égales, entraîne une nouvelle progression de la propension à épargner et renforce l'effritement de la demande. La situation économique s'étant déjà fortement détériorée, il s'ensuit également une vive progression des difficultés de remboursement et des défaillances, qui s'accompagne, en outre, souvent d'une baisse des cours des actifs, de sorte que la valeur des garanties des emprunts contractés diminue fortement. Ces évolutions forcent les banques à resserrer leurs conditions d'octroi de crédits et peuvent porter atteinte à leur solvabilité, aggravant donc encore la crise. Dans de telles circonstances, prévenir la déflation et garantir la stabilité financière deviennent des objectifs complémentaires.

Une troisième rigidité importante a trait à la difficulté de faire baisser les salaires nominaux. À court terme, un degré relativement élevé de rigidité nominale à la baisse des salaires peut s'avérer assez favorable, dans la mesure où il soutient la demande dans l'économie et où il aide à contenir, dans un premier temps, le problème du remboursement des prêts contractés antérieurement. L'existence de rigidités complique cependant l'adaptation de l'économie réelle, *a fortiori* lorsque le choc baissier est de nature persistante. Ainsi, la rigidité à la baisse des salaires nominaux, conjuguée à la déflation, conduit à un niveau des salaires réels trop élevé; celui-ci entraîne une progression du chômage et renforce la pression à la baisse sur la demande.

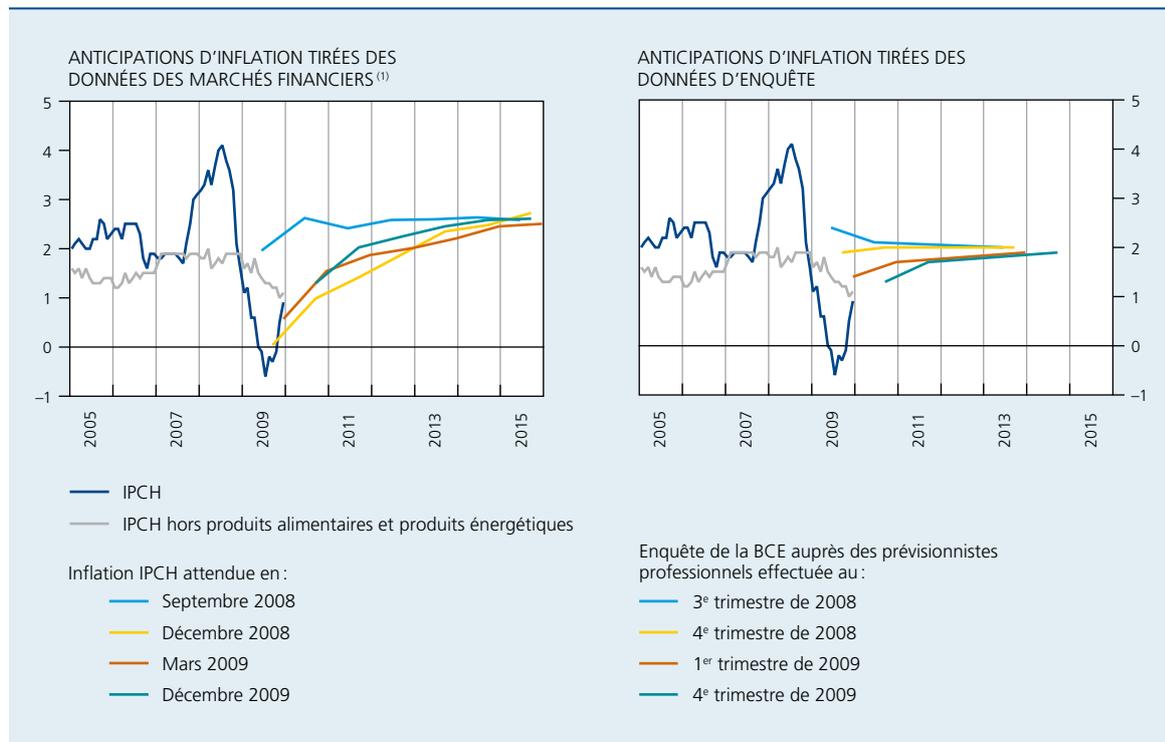
Étant donné les conséquences potentiellement désastreuses de la déflation, il est extrêmement important que la politique monétaire puisse la prévenir. Dans les périodes où la déflation ne constitue pas un risque immédiat,

(1) Bini Smaghi L. (2008), *Careful with (the « d ») words!*, Lecture at the European Colloquia Series, Venezia, November.



## INFLATION ET ANTICIPATIONS D'INFLATION DANS LA ZONE EURO

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



Sources : EC, Bloomberg, ECB.

(1) Mesurées sur la base de la cotation à terme implicite d'un *swap* d'inflation à un an. Les indices des prix à la consommation étant publiés avec un certain retard, les contrats de *swap* d'inflation reflètent l'inflation attendue pour le mois précédant de trois mois leur date d'échéance. Ainsi, les contrats de septembre 2008 reflètent les taux d'inflation attendus pour les mois de juin des années suivantes.

des mesures préventives peuvent déjà être appliquées lors de la définition de la stratégie de politique monétaire, en établissant une marge de sécurité contre les risques déflationnistes. C'est pourquoi les banques centrales définissent généralement la stabilité des prix comme une inflation basse, mais strictement positive. Ainsi, la stabilité des prix dans la zone euro a été définie par le Conseil des gouverneurs de la BCE comme une progression annuelle de l'IPCH de la zone euro de moins de – mais proche de – 2 p.c. à moyen terme. Lorsque la précision « mais proche de 2 p.c. » a été apportée en mai 2003, elle renvoyait explicitement aux risques de déflation. Un objectif d'inflation chiffré offre, en outre, une norme claire pour les anticipations d'inflation, de sorte que celles-ci peuvent être mieux ancrées et le risque d'une spirale déflationniste, réduit. Les banques centrales qui ont un objectif d'inflation explicite, comme l'Eurosystème, sont donc en principe mieux armées dans la lutte contre la déflation.

Lorsque, à la suite d'un ralentissement soudain et prononcé de l'activité économique, un risque réel de déflation survient, les autorités monétaires doivent réagir de manière proactive en abaissant rapidement et significativement les taux directeurs. Si, en procédant de la sorte, les taux nominaux diminuent plus rapidement que les anticipations d'inflation, la politique monétaire peut, en abaissant les taux réels, garder un caractère suffisamment expansionniste, ce qui exerce un effet stabilisateur sur l'économie. Mieux vaut prévenir que guérir : l'existence d'une limite inférieure pour les taux directeurs implique que l'instrument des taux soit utilisé de manière plus agressive. Outre la réduction des taux directeurs, les banques centrales peuvent également prendre des mesures de politique monétaire dites non conventionnelles. La politique monétaire peut en effet non seulement faire usage de l'instrument traditionnel – les taux à court terme – mais aussi recourir à d'autres leviers, tels que l'importance

de la base monétaire, la taille et la composition du bilan de la banque centrale, le pilotage des taux d'intérêt à plus long terme ou la réduction des *spreads*, afin de faire baisser les taux d'intérêt pertinents pour les différents secteurs économiques.

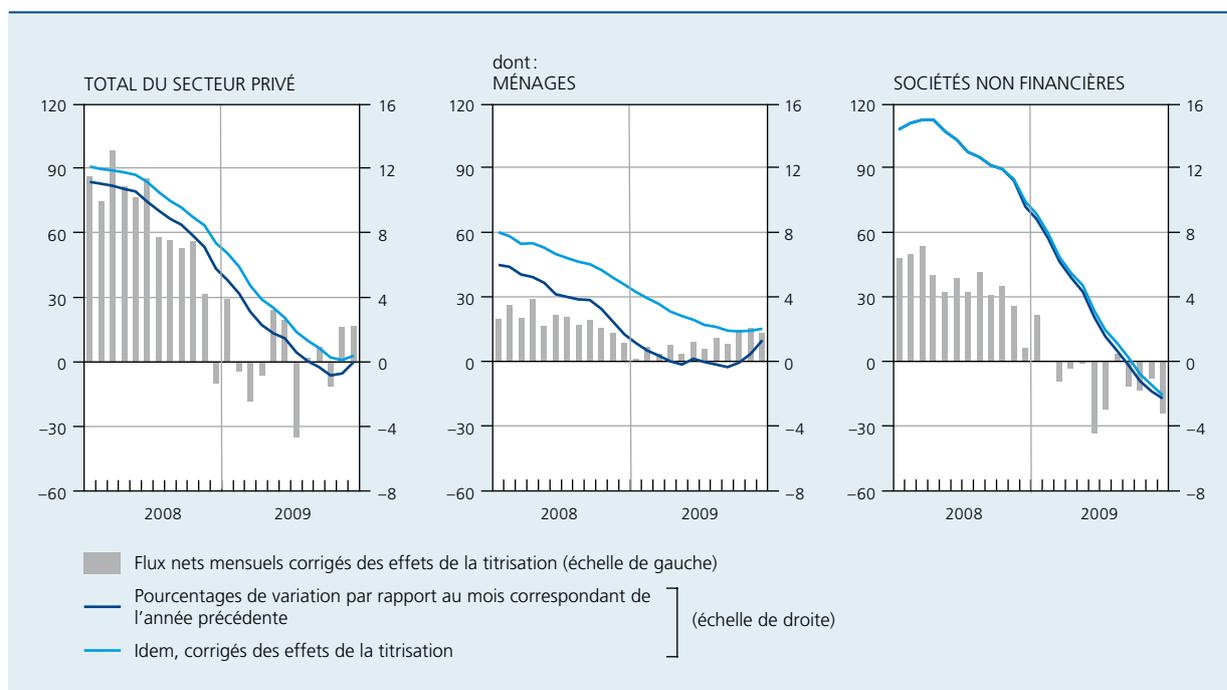
Il apparaît clairement que la brève période d'inflation négative qui a été observée dans la zone euro entre juin et octobre 2009 ne peut s'apparenter à une période de déflation au sens de la définition donnée ici. Il s'est agi d'une période particulièrement courte, et les baisses de prix enregistrées n'ont pas été généralisées: elles n'ont touché qu'un nombre limité de produits, principalement énergétiques. Bien qu'elle ait affiché un recul, l'inflation sous-jacente est en effet toujours demeurée positive. En outre, à aucun moment, même au plus fort de la crise, les attentes ne se sont révélées négatives pendant une plus longue période. Tant les anticipations d'inflation basées sur les instruments des marchés financiers que celles provenant de l'enquête menée par la BCE auprès des prévisionnistes professionnels font apparaître que, depuis le début de la crise, les analystes prévoient une période relativement longue d'inflation faible mais strictement positive, et que leurs anticipations d'inflation à plus long terme sont restées bien ancrées à des niveaux correspondant à la définition de la stabilité des prix. Il n'y a cependant pas lieu d'en déduire qu'aucun risque de déflation ne serait apparu si l'orientation de la politique monétaire n'avait pas été autant assouplie. Bien au contraire, l'assouplissement qui a eu lieu a largement contribué au maintien de l'ancrage des anticipations d'inflation dans la zone euro.

Le tassement marqué de l'activité économique et le fort recul des pressions inflationnistes se sont aussi reflétés dans l'évolution de l'octroi de crédits et de la masse monétaire. Les flux nets de prêts au secteur privé, qui

étaient jusqu'alors demeurés robustes ont chuté véritablement à partir de novembre 2008, initialement tirés vers le bas par le recul de l'octroi de prêts aux sociétés d'assurances et institutions de retraite professionnelle

#### GRAPHIQUE 20 OCTROI DE CRÉDITS AU SECTEUR PRIVÉ<sup>(1)</sup> DANS LA ZONE EURO

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



Source: BCE.

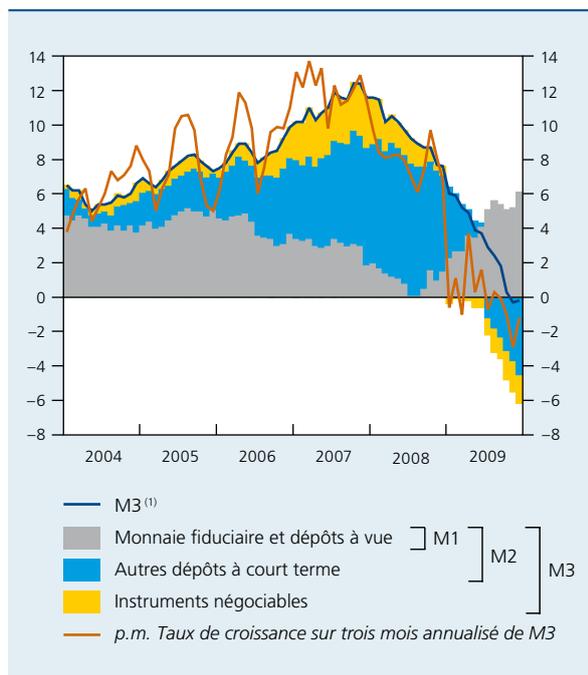
(1) Soit les ménages, les sociétés non financières, les compagnies d'assurances, les fonds de pension ou institutions de retraite professionnelle et les autres intermédiaires financiers non monétaires.

ainsi qu'aux autres intermédiaires financiers non monétaires. Ceci témoignait alors de la concentration des tensions dans la sphère financière, qui a trouvé sa plus belle illustration dans la forte baisse des prêts entre institutions financières monétaires (IFM) enregistrée à l'automne 2008 (pour plus de détails, voir l'encadré 4). En janvier, les flux nets à destination des ménages sont tombés à des niveaux très faibles d'un point de vue historique, mais sont néanmoins restés positifs. Les flux nets en faveur des entreprises non financières sont pour leur part passés en terrain négatif à partir de février. Comme l'ont révélé les données de l'enquête sur la distribution du crédit bancaire de l'Eurosystème, la demande de prêts a fortement baissé à la suite de la dégradation sans précédent des perspectives économiques générales et, en particulier, du marché de l'immobilier. Ce rôle joué par la demande dans la diminution de l'octroi de crédits est corroboré, pour les sociétés non financières, par le constat selon lequel les prêts à court terme ont été les plus touchés, phénomène à mettre en relation avec le déstockage prononcé auquel se sont livrées les entreprises pendant cette période. Toutefois, les banques rapportaient dans le même temps un durcissement de leurs conditions d'octroi de crédits, tant du fait de problèmes de refinancement et de capitalisation que de la détérioration rapide de la situation économique qui commençait à peser sur la qualité de leurs débiteurs.

Parallèlement à la baisse de l'octroi de crédits au secteur privé, la dynamique monétaire s'était fortement affaiblie à la fin de 2008, et le taux de croissance sur trois mois annualisé de M3 est même devenu négatif au début de 2009. Cette évolution confirmait la disparition rapide des risques à la hausse qui pesaient auparavant sur la stabilité des prix. Néanmoins, elle reflétait également l'influence de la configuration des taux d'intérêt. La pente particulièrement ascendante de la courbe des taux favorisait en effet les arbitrages en faveur d'actifs financiers non inclus dans M3. Dans le même temps, l'évolution relative des

**GRAPHIQUE 21 M3 ET SES COMPOSANTES**

(contribution à la variation de M3 par rapport au mois correspondant de l'année précédente, points de pourcentage, sauf mention contraire)



Source : BCE.

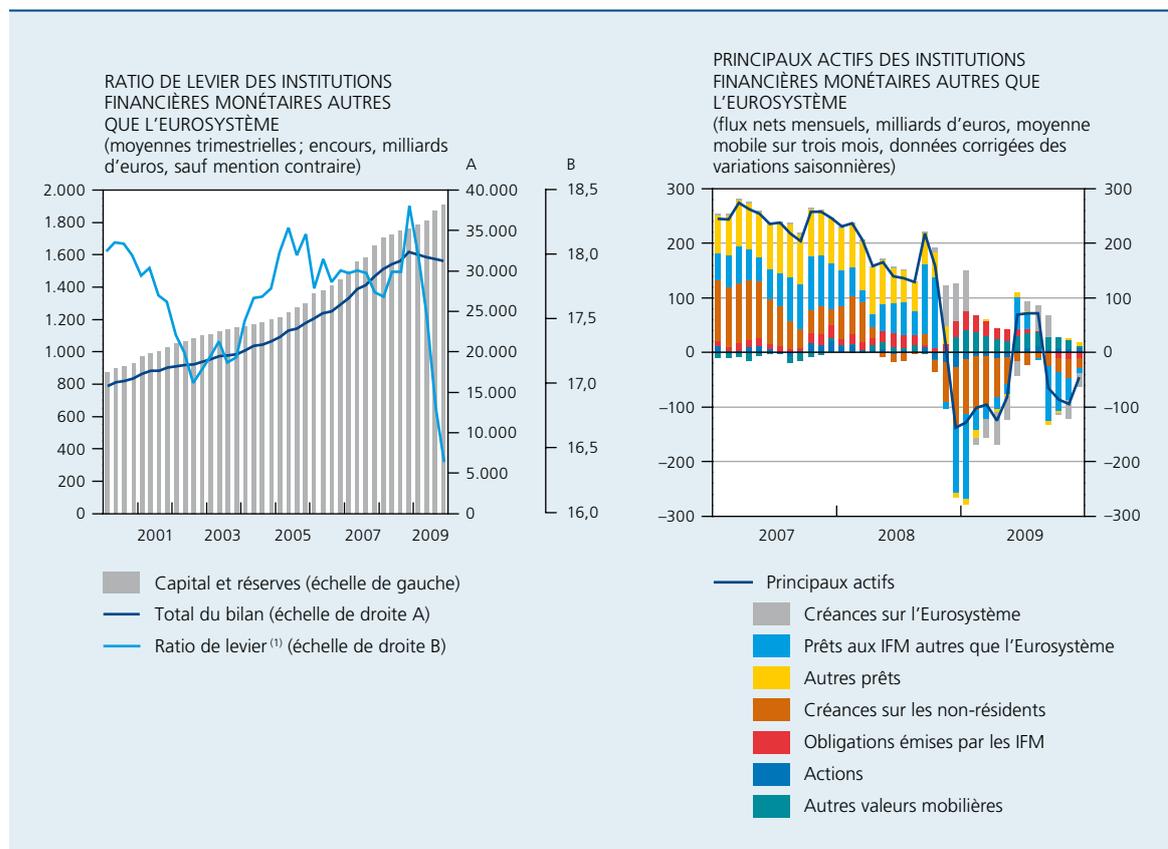
(1) Pourcentages de variation par rapport au mois correspondant de l'année précédente.

taux d'intérêt était à l'origine de mouvements de substitution au sein de M3, en faveur de la détention de dépôts à vue dont le coût d'opportunité avait fortement baissé par rapport aux dépôts à court terme et aux instruments négociables. Le ralentissement de la croissance de M3 était ainsi le seul fait de la baisse de ces deux dernières composantes de l'agrégat M3.

#### Encadré 4 – La réduction du levier d'endettement par les institutions financières monétaires de la zone euro

Avec les tensions qui ont émergé sur les marchés financiers, le secteur des institutions financières monétaires de la zone euro hors Eurosystème – IFM dans la suite de l'encadré – a été confronté à de graves problèmes de liquidité, à des dépréciations d'actifs et à des pertes sur prêts. L'analyse de l'évolution du bilan agrégé du secteur permet d'évaluer dans quelle mesure celui-ci a procédé à la réduction de son levier d'endettement, c'est-à-dire du total de ses actifs par rapport à ses fonds propres, et de mieux comprendre le processus de propagation des tensions financières vers l'économie réelle.

## RATIO DE LEVIER ET PRINCIPAUX ACTIFS DES INSTITUTIONS FINANCIÈRES MONÉTAIRES DANS LA ZONE EURO



Source : BCE.

(1) Total du bilan par rapport au capital et aux réserves.

Dans un contexte de fortes turbulences financières, les établissements de crédit font face à des pressions sur leurs fonds propres et sont alors généralement contraints de procéder à la réduction de la taille de leur bilan. Ce processus tient certes à la nécessité de satisfaire aux exigences du Comité de Bâle en matière de ratio prudentiel mais, au-delà de toute contrainte réglementaire, il doit également permettre aux institutions financières de conserver la confiance des investisseurs et l'accès au marché des capitaux à un coût raisonnable. L'abaissement du levier d'endettement recouvre un éventail de stratégies qui visent autant le passif que l'actif du bilan. Du côté du passif, une première option consiste à accumuler des bénéfices et à réduire les dividendes afin de reconstituer le capital en interne. Une alternative est de procéder à des augmentations de capital dans le but d'accroître le potentiel d'absorption en cas de pertes. Du côté de l'actif, une stratégie régulièrement poursuivie est celle de la cession d'actifs, qui permet directement de couvrir une partie des besoins de financement des établissements de crédit et de diminuer l'exposition au risque de leur bilan. Des restrictions dans l'octroi de crédits à la clientèle peuvent aussi concourir à l'ajustement du bilan. Une version que l'on pourrait qualifier de « qualitative » de la réduction du levier d'endettement consiste par ailleurs, plus simplement, à réallouer une partie du portefeuille en faveur d'actifs moins risqués.

Les deux premières stratégies susmentionnées sont généralement difficiles à mettre en œuvre et peuvent prendre un temps considérable dans un environnement économique et financier dégradé, comme à la fin de 2008 et au début de 2009 où en fin de compte ce sont les gouvernements qui ont dû porter secours à plusieurs banques dans

un grand nombre de pays de la zone euro. La stratégie qui consiste à céder des actifs ou à restreindre l'octroi de crédits peut, quant à elle, avoir de lourdes implications macroéconomiques. D'une part, la vente d'actifs génère une pression à la baisse sur la valeur de ces derniers, avec un risque de spirale et d'accroissement du coût du crédit pour les entreprises. D'autre part, en cas de restriction de l'offre de crédits aux ménages et aux entreprises, la consommation privée et les investissements sont mis sous pression. La réduction de la détention d'actifs par les IFM peut ainsi engendrer de nombreux effets pervers et mettre en péril la bonne transmission de la politique monétaire.

### De l'émergence à l'intensification des tensions

Entre le début des turbulences qui ont affecté les marchés financiers et novembre 2008, le bilan agrégé des IFM de la zone euro a continué de croître à un rythme soutenu, bien que décroissant à partir du début de 2008. Tout au plus a-t-on observé des changements dans sa composition. Dès août 2007, on a ainsi assisté à un ralentissement de la croissance des créances sur les non-résidents, puis à une légère baisse de ces dernières à partir du deuxième trimestre de 2008. L'impact initial des turbulences sur la détention de valeurs mobilières autres que les actions a, pour sa part, été positif. Cela s'explique, pour une part, par la conservation par les établissements de crédit de leurs propres actifs titrisés sur leur bilan, dans le but de les utiliser comme garantie financière dans le cadre des opérations de liquidité de l'Eurosystème. D'autre part, ces développements provenaient aussi de l'absorption de titres provenant de véhicules de titrisation par un certain nombre d'IFM.

### L'après Lehman Brothers

En dépit de toutes les mesures exceptionnelles prises par les autorités monétaires et les gouvernements de la zone euro pour assurer la liquidité et la recapitalisation du secteur financier, le bilan agrégé des IFM a amorcé un déclin à partir de novembre 2008. De novembre 2008 à décembre 2009, la valeur de l'ensemble des actifs de ces IFM s'est ainsi contractée de 4,4 p.c.

Les actifs les plus affectés ont été les créances sur les non-résidents et les prêts entre IFM, phénomène lié au fait que la méfiance entre les banques avait mené à la quasi-paralysie du marché interbancaire. L'importante réduction de la détention d'avoirs extérieurs contraste avec une période d'intense accumulation qui avait significativement contribué à l'expansion des bilans des IFM de 2004 à 2007. Les principales contreparties affectées ont été les banques étrangères opérant depuis les grands centres financiers. La réduction du levier d'endettement est, dès lors, allée de pair avec un net recul du degré de globalisation financière. Pendant les premiers mois qui ont suivi la défaillance de *Lehman Brothers*, les IFM ont également cédé des actions, tandis que leur détention d'autres valeurs mobilières continuait, pour sa part, d'augmenter, une évolution qui s'explique par le niveau toujours élevé d'actifs titrisés maintenus en portefeuille, mais également par la forte hausse des avoirs sous forme d'obligations publiques, dans un contexte de forte aversion pour le risque et de besoin de financement croissant de la part des autorités publiques. Cette réallocation en faveur des titres souverains illustre un aspect « qualitatif » de la réduction de l'effet de levier.

La réduction de l'effet de levier a été tempérée par le fait que l'Eurosystème s'est substitué au marché interbancaire paralysé. Cela s'est matérialisé par une fourniture de liquidités abondantes au secteur bancaire consolidé, de sorte que les IFM ont fortement accru leur recours à la facilité permanente de dépôt au dernier trimestre de 2008 – au sommet de la crise sur les marchés financiers –, et pendant le second semestre de 2009 durant lequel l'Eurosystème a réalisé ses opérations de refinancement à un an. L'appui aux crédits bancaires qui a découlé de la politique de soutien élargi a par ailleurs été renforcé par les garanties octroyées par les pouvoirs publics et par les recapitalisations de certaines banques particulièrement touchées. Continuer à offrir des moyens de financement aux secteurs non financiers de l'économie a souvent été en outre une condition pour bénéficier des interventions gouvernementales. Ces mesures ont certainement contribué à limiter l'impact que le processus de réduction de



l'effet de levier a eu sur les flux nets de prêts aux secteurs non financiers. Bien que ceux-ci se soient fortement tassés à partir de l'automne 2008, ils sont néanmoins restés positifs, en moyenne, au cours de l'année sous revue, lorsqu'il est tenu compte des opérations de titrisation.

Au final, le ratio de levier, défini comme l'ensemble des actifs des IFM rapporté à leur capital et leurs réserves, était revenu en décembre 2009 à 16,2, soit le niveau le plus bas depuis que les statistiques financières et monétaires sont disponibles sur la base d'une méthodologie harmonisée au niveau de la zone euro, à savoir février 1997. Ce niveau contraste avec le pic atteint à la fin de 2008, à la suite des pertes considérables enregistrées par de nombreux établissements au lendemain de l'intensification des tensions sur les marchés financiers. La réduction de la détention d'actifs a toutefois été assez faible en comparaison avec l'expansion qu'avaient connue les bilans les dernières années. Par ailleurs, les établissements de crédit ont ajusté la taille et la composition de leur bilan principalement par le biais d'une diminution des actifs vis-à-vis des autres IFM résidentes ou non résidentes. Les IFM ont préféré céder en priorité les actifs les plus en marge de leur activité de base et les plus liquides, tandis que les actifs plus stratégiques comme les prêts au secteur privé résident ont été relativement peu touchés. Cela s'explique non seulement par leur illiquidité, mais aussi par le fait que les établissements financiers souhaitent souvent maintenir une relation de confiance avec leurs clients résidents. En outre, les mesures adoptées par les autorités monétaires et budgétaires avaient précisément comme objectif d'éviter que l'octroi de crédits à l'économie réelle ne soit considérablement affecté par le processus de réduction du levier d'endettement des IFM.

Sur la base de son analyse économique et monétaire, le Conseil des gouverneurs a pour l'essentiel mis en œuvre deux types de mesures en vue de tenter de stopper les interactions négatives entre la crise bancaire et l'activité économique et, partant, de garantir la stabilité des prix à moyen terme et de contribuer au maintien de la stabilité financière.

En premier lieu, le taux d'intérêt directeur a été substantiellement abaissé, pour atteindre 1 p.c. à compter de mai 2009. Après que le taux eut été ramené de 4,25 à 2,5 p.c. d'octobre à décembre 2008, le Conseil des gouverneurs l'a encore réduit en quatre étapes, d'abord de 50 points de base chaque fois en janvier et en mars, ensuite de 25 points de base une première fois en avril et une seconde fois en mai. Il a également été signalé que le niveau de 1 p.c. atteint par le taux directeur central ne devait pas nécessairement constituer un plancher, mais qu'il était adapté à l'environnement macroéconomique du moment.

En outre, la politique de soutien renforcé du crédit – qui depuis octobre 2008 avait conduit à une large fourniture de liquidités, tant en euro qu'en devises – a été renforcée. Des mesures supplémentaires ont été annoncées le 7 mai et ensuite détaillées au début du mois de juin. Elles consistaient, principalement, en l'achat d'un portefeuille d'obligations sécurisées – c'est-à-dire des obligations couvertes à la fois par l'émetteur et par un pool de créances hypothécaires et/ou de prêts au secteur public –,

pour un montant de 60 milliards d'euros, sur la période juillet 2009-juin 2010, et en la décision de procéder en juin, septembre et décembre 2009, à des opérations de refinancement à plus long terme d'une durée de douze mois, à taux fixe et à hauteur des soumissions.

### Signes de stabilisation et reprise hésitante

Il est apparu clairement durant les mois d'été que l'économie avait cessé de se dégrader et qu'une stabilisation s'était fait jour, à un niveau bas il est vrai. Toutefois, il est rapidement devenu évident que la reprise économique serait lente et inégale, même si les chiffres du PIB pour les deuxième et troisième trimestres de 2009 étaient meilleurs que prévu antérieurement. Ceci s'expliquait en effet dans une large mesure par des facteurs de nature temporaire, tels que les mesures budgétaires de relance – plus particulièrement l'introduction d'une prime à la casse dans plusieurs États membres – et une contribution positive du cycle des stocks.

Les perspectives de croissance économique ont dès lors été revues à la hausse à partir des mois d'été. Il s'agissait indéniablement d'une rupture après la longue série de révisions à la baisse, mais les révisions sont néanmoins restées relativement limitées. Ainsi, selon les projections de l'Eurosystème publiées en décembre, l'activité dans la zone euro devait se replier en 2009 de 3,9 à 4,1 p.c., avant d'évoluer dans un intervalle compris entre +0,1

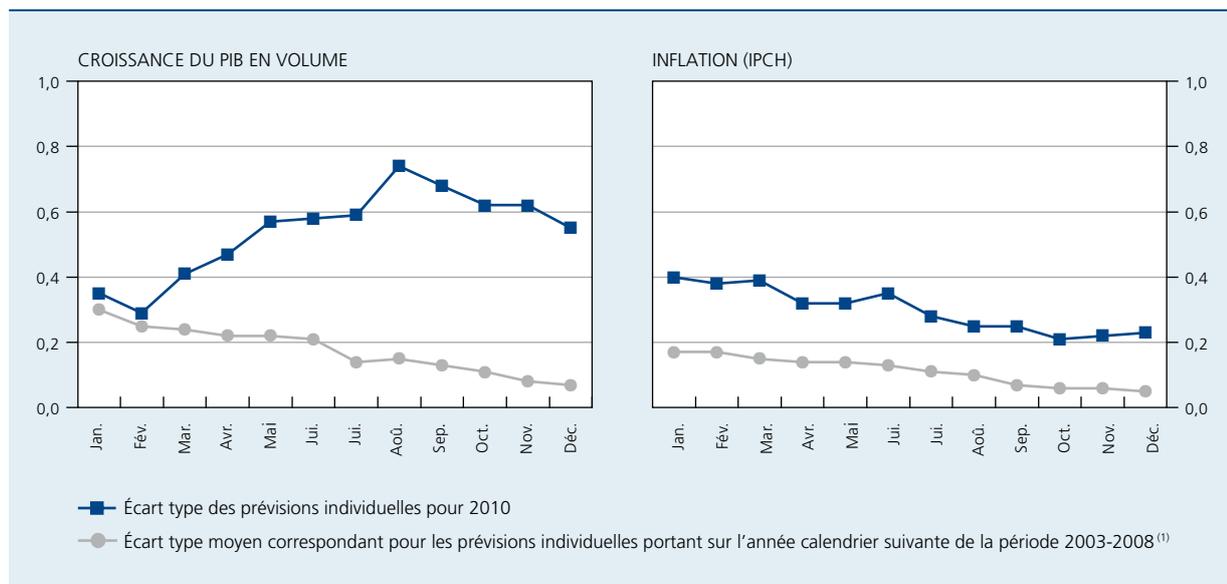
et +1,5 p.c. en 2010. Les prévisions relatives à l'évolution de la demande intérieure sont toutefois demeurées médiocres, compte tenu de la nécessité de poursuivre la consolidation des bilans des secteurs financier et non financier : les projections de décembre de l'Eurosystème ne tablaient ainsi pour la consommation privée et la formation brute de capital que sur une évolution en 2010 comprise, respectivement, entre -0,2 et +0,8 p.c. et entre -3,1 et -0,1 p.c. En outre, en décembre, une première prévision pour 2011 a été publiée : comprise entre +0,2 et +2,2 p.c., la croissance resterait relativement basse.

Ces projections en demi-teinte de l'Eurosystème pour 2010 sont conformes à celles des autres organismes internationaux, tandis que les autres prévisionnistes font montre d'un peu plus d'optimisme, comme en témoigne la prévision moyenne de *Consensus Economics*. La nature temporaire des facteurs de soutien et l'estimation malaisée de ceux qui devraient contribuer à une reprise structurelle suscitent pas mal d'interrogations quant au rythme de croissance que l'on peut espérer pour 2010. Ces incertitudes exceptionnellement élevées se reflètent non seulement dans l'écart entre les estimations des institutions internationales – en ce compris l'Eurosystème – et la prévision moyenne de *Consensus Economics*, mais également dans l'important écart type des estimations individuelles publiées par *Consensus Economics*. Dans

un tel climat d'incertitude, le Conseil des gouverneurs a estimé que les risques à la hausse et à la baisse pesant sur les perspectives de croissance économique s'équilibraient dans l'ensemble. Selon son analyse, la reprise pourrait s'accélérer grâce à une amélioration plus rapide de la confiance, à un rebond plus prononcé de la demande extérieure et à des effets plus forts qu'anticipés de la politique macroéconomique expansionniste. À l'inverse, la persistance d'interactions négatives entre le secteur financier et l'économie réelle, ainsi qu'une intensification des tensions protectionnistes et la possibilité d'une correction abrupte des déséquilibres globaux, pourraient nuire au redressement encore fragile.

Des taux d'inflation négatifs ont été observés à partir du mois de juin, jusqu'à octobre inclus. En juillet 2009, la baisse du niveau général des prix a atteint un maximum de 0,7 p.c. Cette évolution était conforme aux anticipations précédentes et a reflété dans une large mesure l'évolution des prix des matières premières. À partir de novembre, l'inflation s'est redressée, pour s'établir à 0,9 p.c. au mois de décembre. L'inflation à l'exclusion des produits alimentaires et des produits énergétiques a poursuivi son recul graduel pour atteindre 1,1 p.c. en décembre, sur fond de sous-utilisation généralisée des facteurs de production. Certes, l'ampleur exacte de celle-ci est mal déterminée eu égard à la zone d'ombre entourant l'estimation du

**GRAPHIQUE 22** INCERTITUDE RELATIVE À L'ANNÉE CALENDRIER SUIVANTE DANS LES PRÉVISIONS INDIVIDUELLES COLLECTÉES PAR *CONSENSUS ECONOMICS* POUR LA ZONE EURO  
(points de pourcentage)



Source : Consensus Economics.

(1) L'écart type moyen des prévisions individuelles de taux de croissance du PIB ou d'inflation portant sur l'année calendrier suivante tend à se réduire à mesure que progresse l'année au cours de laquelle celles-ci sont réalisées, étant donné que les informations disponibles augmentent progressivement et que les incertitudes entourant l'année calendrier suivante se dissipent.

potentiel de production, mais l'effritement de la demande a été tel et les prévisions ont été à ce point modestes que cette sous-utilisation devrait subsister pendant un certain temps encore, contribuant à une évolution modérée des salaires. Les projections de décembre de l'Eurosystème tablaient pour 2010 sur une inflation mesurée par l'IPCH comprise entre 0,9 et 1,7 p.c. pour 2010 et entre 0,8 et 2 p.c. pour 2011, le milieu de ces fourchettes s'établissant donc toujours bien en deçà de la borne supérieure de la définition de la stabilité des prix.

L'incertitude entourant les prévisions d'inflation a certes été moins prononcée que celle relative à l'évolution de l'activité, mais elle a tout de même été substantielle pour cette variable-clé de la politique monétaire. Pour le Conseil des gouverneurs, les risques étaient globalement équilibrés. Ils étaient essentiellement liés à la vigueur de la reprise économique, à l'évolution des prix des matières premières, ainsi qu'à de possibles relèvements des impôts indirects et des prix de nature administrative, dans le cadre de la consolidation budgétaire qui devra impérativement s'opérer les prochaines années.

Les anticipations d'inflation à l'horizon pertinent pour la politique monétaire, telles que notamment celles extraites d'instruments financiers, ont continué à témoigner d'un retour progressif, moins lent qu'au cours du premier semestre de l'année, à des taux d'inflation compatibles avec la stabilité des prix. La politique monétaire expansionniste a, en effet, largement contribué à l'atténuation du risque déflationniste *ex ante*, de sorte que les anticipations d'inflation à long terme sont demeurées solidement ancrées.

Au cours du deuxième semestre, la dynamique monétaire est restée atone et les mouvements de substitution entre les composantes de M3 observés au premier semestre se sont poursuivis. Les prêts à destination des ménages ont, pour leur part, suivi une tendance positive au deuxième semestre. En revanche, les crédits en faveur des entreprises non financières se sont à nouveau inscrits en recul, en particulier ceux à court terme. L'enquête sur la distribution du crédit bancaire de l'Eurosystème indiquait toutefois que la baisse de la demande et le resserrement des conditions d'octroi de crédits étaient en train de s'estomper. En dépit de leur niveau très bas, les évolutions de l'octroi de crédits par secteur restaient conformes aux observations historiques au cours du cycle d'activité. D'une manière générale, en effet, le redressement des flux nets de prêts aux ménages précède d'un trimestre en moyenne la reprise de la croissance économique, tandis que celui des prêts aux sociétés non financières la suit avec quelque trois trimestres de retard. L'incertitude qui continuait d'entourer l'ampleur des pertes qui devraient

finalement être reconnues par le secteur des IFM nécessitait cependant de proscrire tout excès d'optimisme quant aux évolutions futures de l'octroi de crédits.

De la sorte, l'analyse monétaire confirmait dans l'ensemble l'analyse économique et l'existence de signaux positifs. Elle indiquait cependant aussi la grande vulnérabilité de ces derniers et, étant donné la faible dynamique de la masse monétaire et de l'octroi de crédits, laissait présager de faibles risques, tant en matière d'inflation que de bulle spéculative.

De juin à la fin de l'année sous revue, le Conseil des gouverneurs de la BCE a décidé de maintenir le taux directeur central inchangé à 1 p.c. Par ailleurs, comme expliqué plus en détail dans la section 2.3, les mesures additionnelles dans le cadre du soutien renforcé du crédit ont été mises en œuvre comme annoncé. Le maintien d'une orientation de politique monétaire particulièrement expansionniste a été en tout point conforme à l'attente d'une reprise hésitante de l'activité économique et, partant, d'un bas niveau de l'inflation mesurée par l'IPCH sur le moyen terme. Étant donné l'amélioration de la situation sur les marchés financiers, le Conseil des gouverneurs a néanmoins annoncé, à l'issue de sa réunion du début de décembre, qu'il ne renouvellerait pas un certain nombre d'opérations de refinancement à plus long terme en 2010.

## 2.3 Les décisions de politique monétaire de l'Eurosystème

La crise financière et le repli de l'activité économique qu'elle a contribué à entraîner remontent à l'été 2007. En août 2007 déjà, l'Eurosystème avait dû intervenir sur le marché monétaire pour préserver la stabilité financière et éviter que les tensions financières n'affectent l'économie réelle. En septembre 2008, les tensions financières s'étaient exacerbées, signe que la crise financière et économique entrait dans une deuxième phase, beaucoup plus grave, et qui dès lors exigeait des interventions plus énergiques.

### La première phase de la crise financière

Dans la foulée des problèmes rencontrés par certaines institutions financières, des tensions étaient nées sur les marchés financiers dès l'été 2007, et plus particulièrement sur le marché monétaire, où l'écart entre les taux d'intérêt du segment garanti et ceux du segment non garanti s'était fortement creusé. La stabilité financière étant dès lors menacée, il avait été décidé d'assouplir les modalités d'octroi de liquidités durant cette période. Simultanément,

le Conseil des gouverneurs avait considéré que, dans le contexte d'un net renchérissement des matières premières, les risques qui pesaient sur la stabilité des prix étaient essentiellement orientés à la hausse durant la seconde moitié de 2007 et la première moitié de 2008. Ainsi, il fallait faire en sorte d'éviter que cet assouplissement de l'octroi de liquidités ne donne également lieu à un relâchement de l'orientation de la politique monétaire elle-même, qui est axée sur le maintien de la stabilité des prix, l'objectif principal de la politique monétaire. Durant cette première phase de la crise financière, l'Eurosystème avait dès lors explicitement choisi d'établir une nette distinction entre l'octroi de liquidités, d'une part, et la définition de l'orientation de la politique monétaire, d'autre part. Cette distinction avait été effectuée en veillant à ce que l'assouplissement dans l'octroi de liquidités ne fasse pas baisser le taux d'intérêt au jour le jour et à ce que ce dernier puisse donc, comme c'était le cas auparavant, être stabilisé aux alentours du taux directeur central.

Ce résultat avait pu être obtenu en modulant l'octroi de liquidités au cours des périodes de constitution des réserves. Au début de ces périodes, d'un mois environ, davantage de liquidités avaient ainsi été octroyées que ce qui était nécessaire sur la base du besoin de liquidités consolidé des banques. Cette situation était cependant neutralisée à la fin desdites périodes, de manière telle que le montant total octroyé au cours de chacune d'entre elles s'écartait à peine du besoin consolidé. Le taux d'intérêt au jour le jour fluctuait de la sorte aux alentours du taux directeur central. L'Eurosystème avait, par ailleurs, octroyé une plus large part de ses refinancements au travers d'opérations à plus long terme, d'une durée de trois mois au départ, puis, à partir d'avril 2008, également d'une durée de six mois. Les banques en avaient retiré un confort supplémentaire dans la mesure où elles étaient assurées de disposer des liquidités nécessaires pour une période plus longue.

### Aggravation de la crise financière et retournement des risques pour la stabilité des prix

En septembre 2008, la crise financière est entrée dans une nouvelle phase émaillée de défis sans précédent pour le maintien de la stabilité financière et macroéconomique, et en particulier pour le maintien de la stabilité des prix. La situation sur les marchés financiers s'était sensiblement détériorée, les banques avaient vu leurs possibilités de financement se dégrader encore davantage, et il était devenu évident que la crise financière n'épargnerait pas l'économie réelle. Parallèlement, les risques à la hausse pesant auparavant sur la stabilité des prix s'étaient rapidement atténués et s'étaient même mués en risques à la

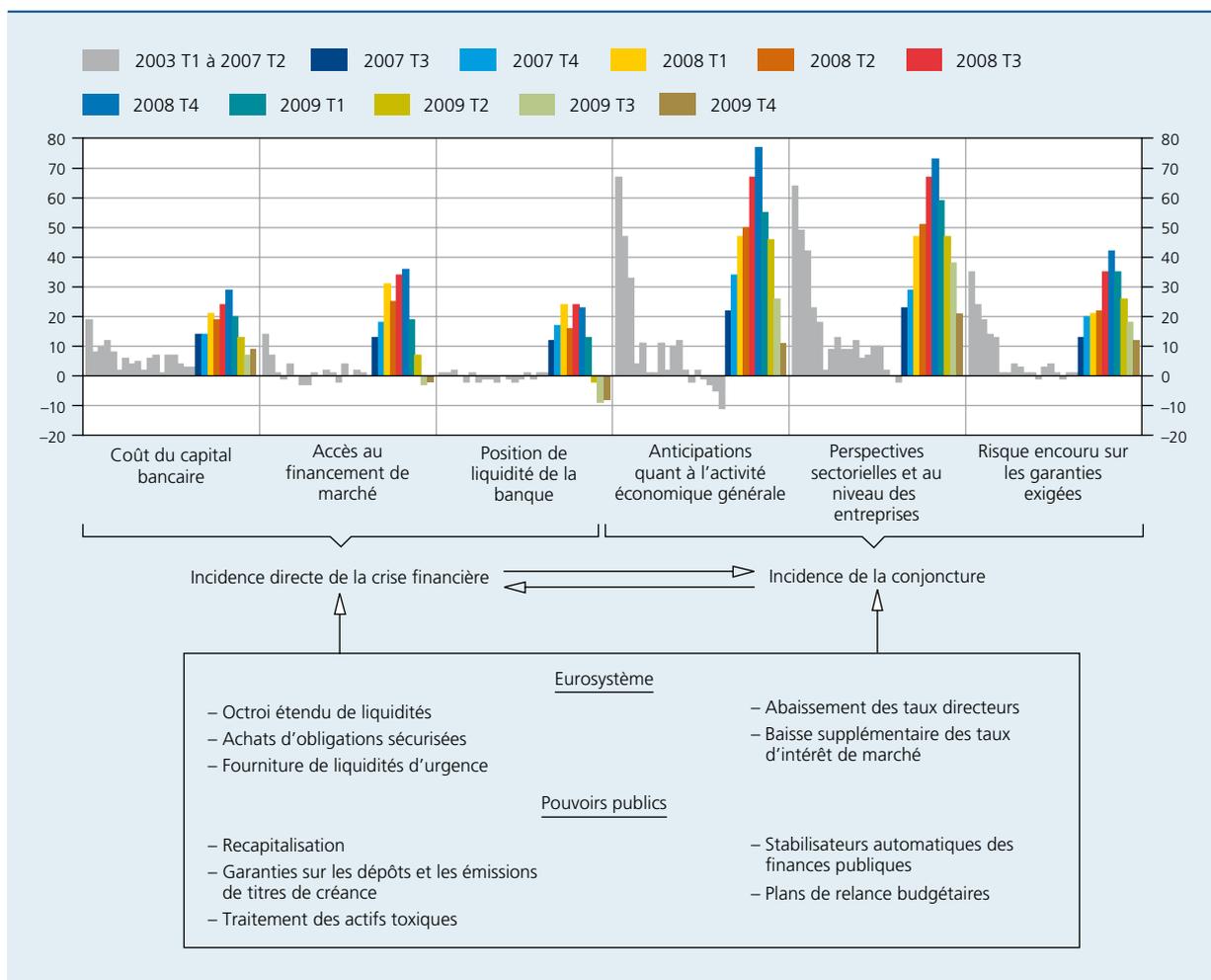
baisse. La récession économique avait en outre fait naître le danger que s'enclenche un cercle vicieux d'interactions négatives entre la sphère économique réelle et la sphère financière. Positivement toutefois, c'est précisément dans un tel environnement que les mesures qui visent à préserver la stabilité financière et celles destinées à tempérer les risques à la baisse pesant sur la stabilité des prix sont complémentaires, et promettent dès lors d'être plus efficaces.

Les problèmes de bilan des institutions financières peuvent, en effet, entraîner un resserrement des conditions de prêts et peser ainsi sur l'octroi de crédits. Cette situation est, à son tour, source de difficultés pour les ménages et les entreprises, et affecte ainsi l'économie réelle, pouvant alors conduire à un accroissement des crédits défaillants, précisément à un moment où les garanties sont plus difficiles à réaliser et, partant, renforcer les problèmes des institutions financières. Afin d'éviter ou d'enrayer une telle spirale négative, l'Eurosystème a – à l'instar d'autres banques centrales – pris un ensemble de mesures, dont le détail est exposé dans les lignes qui suivent, en vue à la fois de contribuer à la préservation de la stabilité financière et de garantir la stabilité des prix. En outre, les autorités budgétaires sont elles aussi intervenues pour stabiliser le système financier, ainsi que pour endiguer l'effondrement de l'activité économique. Les banques centrales ne peuvent, en effet, traiter que les problèmes de liquidité des banques et ne sont pas habilitées à résoudre les problèmes de solvabilité auxquels certaines institutions financières ont été confrontées. Si le capital privé est insuffisant pour remettre à niveau les fonds propres de ces dernières, la stabilité financière ne peut continuer d'être garantie qu'au travers d'une recapitalisation par les autorités budgétaires. Dans de nombreuses économies avancées, de telles interventions ont été indispensables. Les pouvoirs publics ont, en outre, permis aux banques en difficulté de retrouver leur capacité à récolter de l'argent frais en leur octroyant des garanties, tant sur les dépôts constitués auprès de ces institutions que sur l'émission de nouveaux titres de créance. De même, ils ont facilité l'assainissement du bilan de ces établissements en reprenant – par le biais par exemple de structures de défaisance – leurs actifs toxiques ou en garantissant les pertes éventuelles sur ces actifs. Ils ont, par ailleurs, concouru à stabiliser la conjoncture économique par l'effet modérateur des stabilisateurs automatiques des finances publiques et par les mesures de relance supplémentaires qu'ils ont prises à la suite de la grave récession économique.

De son côté, l'Eurosystème a mobilisé des instruments supplémentaires afin de tenir compte de la profonde modification de la situation. D'une part, l'orientation de la politique monétaire a été radicalement assouplie

**GRAPHIQUE 23** DÉTERMINANTS DU RESSERREMENT DES CONDITIONS D'OCTROI DE CRÉDITS AUX SOCIÉTÉS NON FINANCIÈRES DE LA ZONE EURO DE 2003 À 2009<sup>(1)</sup>

(données trimestrielles)



Source : BCE.

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

par le biais d'une série de baisses des taux sans précédent. D'autre part, l'octroi de liquidités a été fortement augmenté, à tel point que l'Eurosystème a renoncé à la distinction entre octroi de liquidités et orientation de la politique monétaire, sur laquelle il avait insisté durant la première phase de la crise financière. L'ensemble de ces mesures exceptionnelles a été qualifié de politique de soutien renforcé du crédit.

C'est dans un climat de grande méfiance mutuelle entre les banques que les échanges sur le marché interbancaire s'étaient pratiquement interrompus en septembre 2008. Le risque que les banques rencontrent des difficultés susceptibles de menacer leur avenir en raison de simples déficits de liquidités était dès lors devenu réel. C'est la raison pour laquelle le Conseil des gouverneurs de la

BCE avait décidé, le 8 octobre, non seulement d'abaisser le taux directeur central de 50 points de base dans le cadre d'une action coordonnée de plusieurs banques centrales, en le ramenant à 3,75 p.c., mais également de passer, à partir du 15 octobre, pour toutes les opérations de refinancement, à un système d'appels d'offres à taux fixe, au taux directeur central, et de servir la totalité des soumissions. L'Eurosystème a ainsi joué un rôle important d'intermédiaire sur le marché monétaire en euro alors que, dans des conditions normales, le marché se suffit à lui-même, les banques traitant alors facilement entre elles leurs excédents et déficits de liquidités. En satisfaisant la totalité de la demande de liquidités des banques, l'Eurosystème est devenu la principale contrepartie appelée à absorber les chocs de liquidité affectant des banques individuelles : il s'est ainsi placé entre les banques présentant

des excédents de liquidités et celles confrontées à des déficits. La décision concomitante de ramener, à partir du 9 octobre 2008, la différence entre le taux de la facilité de prêt marginal et celui de la facilité de dépôt à 100 points de base, contre 200 habituellement, avait encore renforcé ce rôle. Les banques avaient ainsi pu recourir aux facilités permanentes à des conditions plus favorables pour financer leurs déficits de liquidités, mais aussi et surtout pour redéposer leurs liquidités excédentaires auprès de l'Eurosystème.

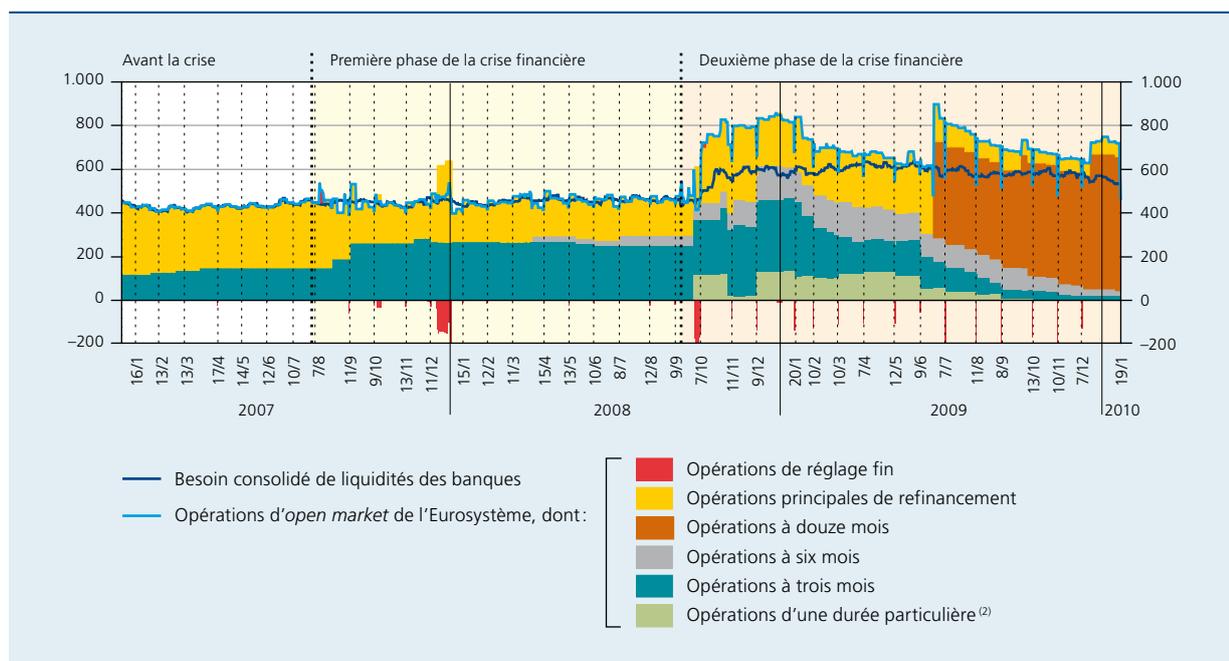
Afin d'assurer également le financement à plus long terme des banques, l'Eurosystème avait décidé d'accroître encore son octroi de liquidités par le biais d'opérations à plus long terme. Ainsi, à partir du 29 septembre 2008, outre les opérations existantes d'une durée de trois mois et de six mois, il a organisé chaque mois une opération d'une durée correspondant à une période de constitution des réserves. Il avait, en outre, été décidé en octobre 2008 que toutes les opérations de refinancement à plus long terme seraient elles aussi assorties d'un taux fixe – plus précisément le taux directeur central – et que la totalité des soumissions serait servie. L'encours du refinancement à plus long terme a dès lors fortement gonflé, essentiellement pour les échéances à trois mois et à six mois.

En raison des vives tensions qui régnaient sur les marchés monétaires internationaux, les institutions financières européennes avaient également éprouvé des difficultés à obtenir des financements en devises, et plus particulièrement en dollar des États-Unis. Le marché des *swaps* de devises, qui constituait auparavant une importante source de financement en devises, s'était en effet asséché. C'est la raison pour laquelle des opérations en dollar ont été mises en place dans le cadre d'un accord de *swap* conclu spécialement avec la Réserve fédérale américaine. L'octroi de liquidités en dollar des États-Unis avait été instauré dès décembre 2007, mais il était limité à un montant maximal de 20 milliards de dollars. En octobre 2008, le financement en dollar avait toutefois été fortement élargi en termes de volume et de durée, essentiellement après la décision de servir la totalité des soumissions à taux fixe à dater du 16 octobre 2008. L'encours avait dès lors sensiblement augmenté, atteignant un maximum de quelque 293 milliards de dollars en décembre 2008, mais le recours à ce financement a diminué considérablement dans le courant de 2009, pour tomber à seulement quelque 6,5 milliards le 31 décembre 2009.

À partir du 20 octobre 2008, des *swaps* de devises en franc suisse ont également été conclus, aux termes desquels les contreparties de l'Eurosystème pouvaient

**GRAPHIQUE 24** BESOIN CONSOLIDÉ DE LIQUIDITÉS ET OPÉRATIONS D'OPEN MARKET DE L'EUROSYSTÈME<sup>(1)</sup>

(données journalières, milliards d'euros)



Source : BCE.

(1) À l'exclusion de l'effet d'élargissement de la liquidité découlant des achats d'obligations sécurisées.

(2) La durée de ces opérations correspond à celle des périodes de constitution des réserves, c'est-à-dire environ un mois.

obtenir des francs suisses en échange d'euros. L'encours du financement en franc suisse a atteint un maximum d'environ 38 milliards de francs suisses en février 2009, mais est revenu à 2,5 milliards le 31 décembre. Ces francs ont été mis à disposition dans le cadre d'un accord de *swap* entre l'Eurosystème et la Banque nationale suisse. L'Eurosystème a, par ailleurs, conclu des accords avec les banques centrales de plusieurs pays européens et avec la Réserve fédérale, qui leur ont fourni la possibilité de prêter des euros à leurs secteurs bancaires respectifs.

À la lumière de l'amélioration survenue sur les marchés financiers, la fourniture de liquidités en dollar des États-Unis et en franc suisse avait considérablement diminué à la fin de l'année sous revue. Ainsi, il a été décidé – de commun accord entre les banques centrales concernées – de mettre un terme à ces transactions après le 31 janvier 2010.

L'octroi de liquidités par le biais des opérations d'*open market* et le recours à la facilité de prêt marginal doivent être couverts par des garanties adéquates pour protéger l'Eurosystème contre les risques financiers. La crise financière avait cependant mis sous pression les instruments que les contreparties pouvaient offrir en garantie. D'une part, le rôle accru de l'Eurosystème en tant qu'intermédiaire en euro et en devises avait requis un recours plus large aux garanties disponibles. D'autre part, les investisseurs exigeaient des garanties plus strictes sur le marché des crédits sécurisés. Enfin, nombre des actifs utilisés habituellement en garantie avaient perdu une part non négligeable de leur valeur dans un environnement financier marqué par une forte aversion pour le risque. C'était la raison pour laquelle l'Eurosystème avait décidé, le 15 octobre 2008, d'élargir la liste des actifs éligibles. Dans un premier temps, la notation (*rating*) minimale des titres de créance, à l'exclusion de ceux adossés à des actifs, avait été ramenée à BBB-. Ensuite, une gamme plus large de titres de créance négociables a été acceptée, moyennant le cas échéant des décotes (*haircuts*) additionnelles – il s'agit de réductions par rapport à la valeur de marché des actifs éligibles appliquées par l'Eurosystème. Enfin, les titres de créance libellés en dollar des États-Unis, en livre sterling et en yen ont également été acceptés, pour autant qu'ils aient été émis dans la zone euro.

En dépit de toutes ces mesures, certaines institutions financières ont néanmoins dû faire appel à la fourniture de liquidités d'urgence (FLU). Ces opérations ne s'inscrivent pas dans le cadre de la conduite de la politique monétaire et sont du ressort des différentes banques centrales nationales composant l'Eurosystème. Elles visent, en effet, exclusivement à sauvegarder la stabilité financière en vue d'éviter que ces banques ne rencontrent des problèmes

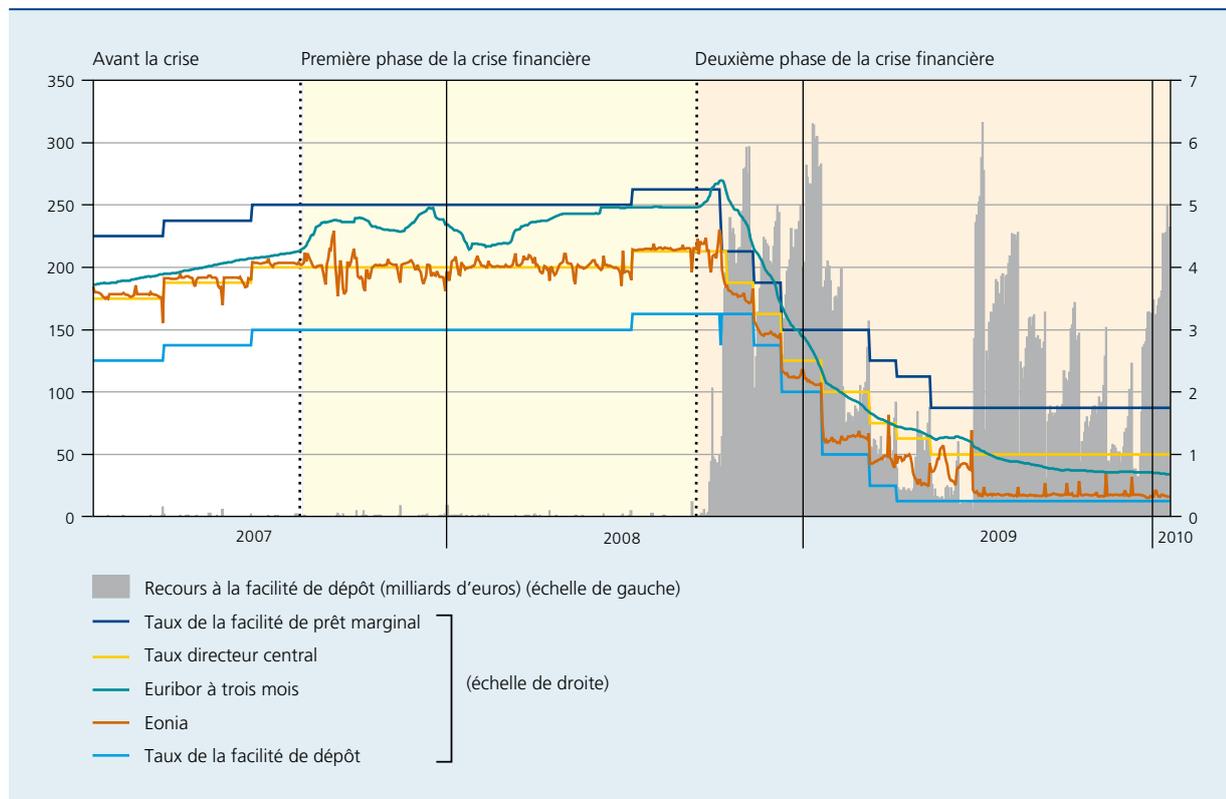
de liquidités qui pourraient leur être fatals. Même si les montants octroyés – tant en euro qu'en devises – ont été relativement faibles au niveau de l'Eurosystème, ils se sont avérés d'une importance cruciale pour chacun de ces établissements, qui étaient le plus souvent des institutions « systémiques », c'est-à-dire d'une envergure telle que leur défaillance était de nature à ébranler sérieusement l'ensemble du système financier. Peu après avoir atteint un niveau record pendant l'automne 2008, le recours à la FLU a diminué considérablement.

Dans la mesure où la totalité des soumissions a été servie dans le cadre d'opérations d'*open market* à taux fixe, l'octroi de liquidités a été entièrement dicté par la demande. En moyenne, le secteur bancaire consolidé a ainsi enregistré un excédent de liquidités, ce qui a exercé un effet à la baisse sur le taux d'intérêt au jour le jour Eonia. Cet écart à la baisse n'était pas problématique, alors qu'il l'aurait été avant l'exacerbation de la crise en septembre 2008 ; il était même souhaitable dans la mesure où il entraînait un assouplissement supplémentaire de l'orientation de la politique monétaire. Cette pression à la baisse sur l'Eonia a donc renforcé l'efficacité des décisions que le Conseil des gouverneurs a prises concernant les taux directeurs. Comme déjà indiqué, le Conseil des gouverneurs de la BCE a, en effet, abaissé le taux directeur central de 325 points de base au total sur la période allant du 15 octobre 2008 au 15 mai 2009, le ramenant ainsi à 1 p.c.

Même lorsque l'octroi de liquidités est très ample, l'Eonia ne peut baisser indéfiniment. Le taux de la facilité de dépôt constitue en effet un plancher pour le taux d'intérêt au jour le jour, dans la mesure où les banques peuvent y recourir pour placer leur excédent de liquidités jusqu'au lendemain. Le taux d'intérêt au jour le jour peut ainsi encore être piloté en situation de liquidités abondantes. Le recours à la facilité de dépôt a fortement augmenté après qu'ait été prise la décision de servir toutes les soumissions à taux fixe, de sorte que, du 8 octobre 2008 au 20 janvier 2009, 209 milliards d'euros en moyenne ont été placés par le biais de la facilité de dépôt. Le 21 janvier 2009, l'écart entre le taux de la facilité de prêt marginal et celui de la facilité de dépôt a de nouveau été porté à 200 points de base. La facilité de dépôt est dès lors devenue moins attrayante. L'objectif était de relever le coût de l'intermédiation de l'Eurosystème et d'inciter ainsi les banques à redevenir actives sur le marché interbancaire. Associée à une amélioration constante du fonctionnement de ce marché, la demande d'opérations de refinancement, et donc le montant placé via la facilité de dépôt, ont ainsi reculé. Du 21 janvier au 24 juin, 66 milliards d'euros ont en moyenne été placés via la facilité de dépôt. Lorsqu'il a abaissé le taux directeur central de 25 points de base en mai, le Conseil des gouverneurs a toutefois décidé

## GRAPHIQUE 25 RECOURS À LA FACILITÉ DE DÉPÔT ET TAUX D'INTÉRÊT DU MARCHÉ MONÉTAIRE DANS LA ZONE EURO

(données journalières)



Sources : Thomson Reuters Datastream, BCE.

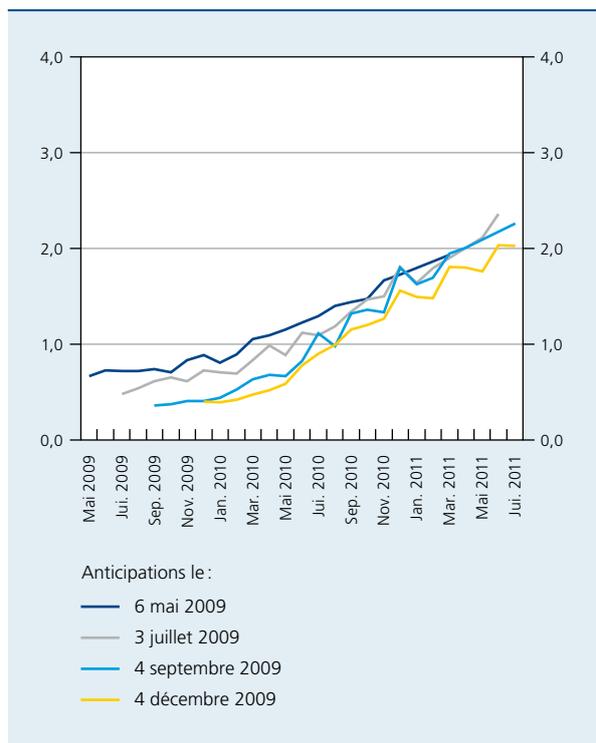
de resserrer le corridor en laissant le taux de la facilité de dépôt inchangé, à 0,25 p.c., soit un taux strictement positif, et d'abaisser de 50 points de base le taux de la facilité de prêt marginal. L'objectif de cette mesure était d'éviter que l'activité sur le marché interbancaire ne s'interrompe si les taux d'intérêt au jour le jour étaient trop bas.

### Élargissement du soutien renforcé du crédit

Compte tenu du rôle-clé dévolu aux banques dans le financement de l'économie de la zone euro, et de la persistance de risques baissiers pesant sur la stabilité des prix, l'Eurosystème a adopté au printemps un train de mesures supplémentaires pour permettre aux banques d'exercer pleinement leur fonction. Cette décision avait pour but de compléter les mesures de soutien renforcé du crédit, parmi lesquelles figuraient déjà les transactions de refinancement sous la forme d'appels d'offres à taux fixe intégralement servis, l'élargissement de la liste d'actifs admis en garantie, l'augmentation du volume des opérations à plus long terme, ainsi que l'octroi de liquidités en

devises étrangères. Trois mesures nouvelles sont à mettre en exergue dans ce cadre.

Premièrement, le Conseil des gouverneurs a élargi les possibilités de refinancement à plus long terme en annonçant trois opérations à taux fixe, assorties d'une échéance d'un an et avec satisfaction intégrale des soumissions. La BCE a indiqué que le taux fixe de la première opération, allouée le 24 juin, serait le taux directeur central, mais qu'en fonction des circonstances prévalant lors des opérations des 30 septembre et 16 décembre, celui-ci pourrait alors éventuellement être majoré d'une prime. L'opération de septembre a été conduite, comme celle de juin, au taux directeur central en vigueur au moment de son adjudication, alors que celle de décembre se verra imputer un taux correspondant à la moyenne du taux directeur central pendant la période pour laquelle elle court. L'offre de financement à taux fixe pour une durée d'un an a été très bien accueillie par le secteur bancaire. Dans le cadre de l'opération de juin, la BCE a alloué 442 milliards d'euros et les banques ont souscrit respectivement 75 et 97 milliards d'euros lors des opérations de septembre et de décembre.

**GRAPHIQUE 26** ANTICIPATIONS DES TAUX D'INTÉRÊT À COURT TERME DANS LA ZONE EURO<sup>(1)</sup>

Sources : Bloomberg, BNB.

(1) Mesurées sur la base du taux d'intérêt implicite à un mois dérivé des taux d'intérêt *swap* Eonia à différentes échéances.

Le surplus de liquidités sur le marché monétaire s'est de nouveau fortement accru à la suite de ces opérations supplémentaires d'une durée de douze mois, bien que cette hausse ait ensuite été légèrement compensée par un recul de la demande lors des autres opérations d'*open market*. La facilité de dépôt a ainsi recueilli un montant moyen de 127 milliards d'euros du 25 juin au 31 décembre. L'Eonia s'est, par conséquent, davantage replié pour s'établir en moyenne à 0,35 p.c. à partir du 25 juin – s'il est fait abstraction des derniers jours de chaque période de constitution des réserves au cours desquels l'Eurosysteme procède systématiquement à une opération de réglage fin en vue d'absorber des liquidités –, soit 65 points de base en deçà du taux directeur central et à peine 10 points de base au-delà du taux appliqué à la facilité de dépôt. Ceci illustre le fait que le taux de la facilité de dépôt est, davantage que le taux directeur central, devenu une référence pour le taux d'intérêt au jour le jour en périodes de liquidité excédentaire permanente. Le Conseil des gouverneurs s'est, en outre, déclaré satisfait des résultats des opérations à douze mois et des niveaux atteints par les taux du marché monétaire, ce qui a à son tour influencé les anticipations relatives aux taux d'intérêt à court terme. Dès lors, les anticipations de

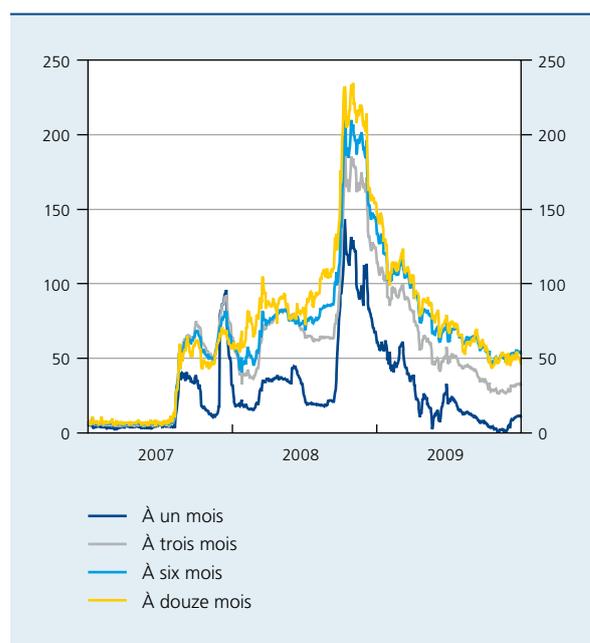
hausse du taux d'intérêt au jour le jour se sont éloignées dans le temps, ce qui a également pesé sur les taux du marché monétaire à terme.

Le mouvement à la baisse des taux d'intérêt à court terme a été ponctué par la baisse des primes de risque sur le segment non garanti du marché monétaire. Le repli des taux non garantis, comme les taux Euribor, qui jouent un rôle important dans la transmission des impulsions de politique monétaire à l'économie réelle, a dès lors été plus prononcé que celui des taux d'intérêt garantis. Cette diminution de la prime de risque, observée sur plusieurs échéances, s'inscrit dans le cadre d'une amélioration générale de la situation économique et financière, à laquelle ont notamment concouru les interventions énergiques des banques centrales partout dans le monde.

Deuxièmement, la BCE a décidé d'acheter un portefeuille d'obligations sécurisées pour un montant total de 60 milliards d'euros. Il a été prévu de répartir ces achats entre juillet 2009 et juin 2010 et d'y procéder tant sur le marché primaire que sur le marché secondaire. Le portefeuille d'obligations sécurisées s'élevait à près de 29 milliards d'euros à la fin de décembre 2009, ce qui correspond à un échelonnement uniforme des achats dans le temps. Le choix des obligations sécurisées est doublement motivé.

**GRAPHIQUE 27** ÉCARTS DE TAUX ENTRE L'EURIBOR ET L'OIS<sup>(1)</sup>

(données journalières, points de base)



Source : Thomson Reuters Datastream.

(1) 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 une durée donnée.

D'une part, ces instruments sont surtout émis par des banques. En augmentant la liquidité sur ce segment de marché durement touché par la crise financière, et en réduisant les primes par rapport aux taux sans risque, l'objectif est d'améliorer le financement à long terme des banques et, partant, de soutenir l'octroi de crédits au secteur non bancaire. Comme le secteur bancaire était en outre devenu un détenteur important de ces instruments, les achats sur le marché secondaire fournissent aussi des liquidités supplémentaires aux banques, ou leur permettent de réduire leur levier d'endettement sans mettre sous pression le volume des prêts consentis au secteur non bancaire.

D'autre part, les obligations sécurisées présentent un profil de risque peu élevé, puisque leur détenteur dispose d'une double créance : une première sur l'émetteur de l'obligation et, en cas de défaillance de ce dernier, une seconde sur une réserve d'actifs sous-jacents (souvent des prêts hypothécaires ou des prêts aux administrations publiques), que l'émetteur doit détenir à titre de couverture. Ainsi, le risque lié à ces achats demeure maîtrisable pour l'Eurosystème.

Troisièmement, la BEI est devenue, à partir du début de juillet, une contrepartie éligible aux opérations de politique monétaire de l'Eurosystème, dans les mêmes conditions que toute autre contrepartie. Ceci a permis à la BCE de compléter ses mesures de soutien du crédit, la BEI constituant une institution européenne clé particulièrement active dans le domaine des prêts aux PME de la zone euro.

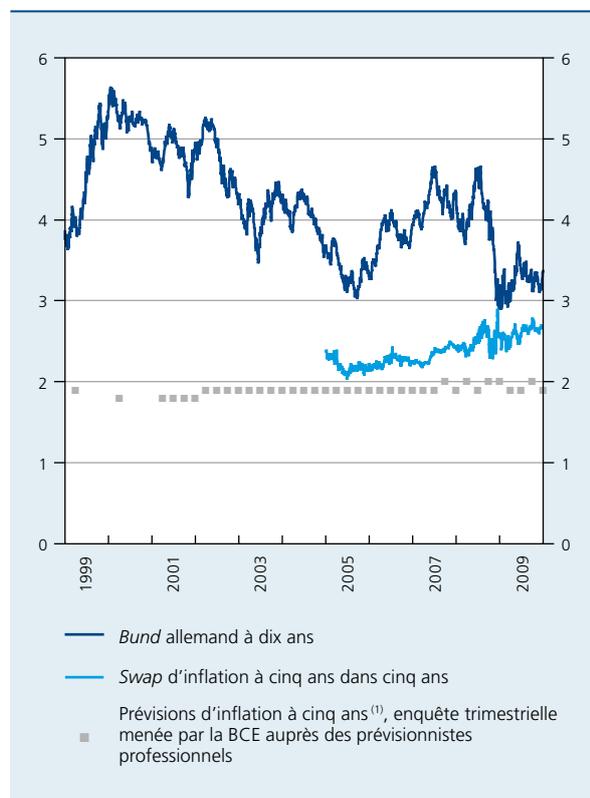
### Annnonce du retrait graduel en 2010 de certaines mesures exceptionnelles

La question est de savoir si toutes ces mesures, qui se sont traduites par de faibles taux d'intérêt et d'abondantes liquidités pour le secteur bancaire, n'ont pas induit une orientation de la politique monétaire trop expansionniste, laquelle pourrait, tôt ou tard, entraîner l'inflation à la hausse ou créer une bulle au niveau du prix de certains actifs. Ce scénario paraît peu probable étant donné que les mesures adoptées par l'Eurosystème visaient précisément à contrer les interactions néfastes entre une détérioration de la situation économique et un secteur bancaire vulnérable, afin de maintenir la création de monnaie et de crédit à un niveau normal. Dans ce contexte, le Conseil des gouverneurs a indiqué à plusieurs reprises que par les mesures de politique monétaire qu'il avait adoptées, il avait veillé à ce que la liquidité et le crédit demeurent disponibles et, plus généralement, il avait contribué à la reprise de l'activité économique. Il a cependant aussi

souligné que la reprise était encore trop récente et trop fragile, et qu'il n'était donc pas encore nécessaire de revenir sur l'orientation particulièrement accommodante de la politique monétaire. À la clôture du présent Rapport, et compte tenu notamment de perspectives toujours peu engageantes quant à l'activité économique, les risques inflationnistes demeuraient en effet limités. De plus, l'octroi de crédits à l'économie réelle restait faible, si bien qu'il y avait peu de risques que des déséquilibres financiers se développent.

Toutefois, cela ne signifie pas qu'une politique monétaire aussi expansionniste se justifiera encore à l'avenir, surtout si les perspectives économiques s'améliorent et si des risques haussiers menacent à nouveau la stabilité des prix. Quant aux mesures extraordinaires portant sur la liquidité, le Conseil des gouverneurs a, dès leur introduction, insisté sur leur caractère temporaire et a indiqué, au cours du second semestre, qu'avec la poursuite de l'amélioration de l'environnement économique et financier, toutes les mesures ne présenteront plus la même utilité et que certaines pourront être levées progressivement.

**GRAPHIQUE 28** TAUX D'INTÉRÊT À LONG TERME ET ANTICIPATIONS D'INFLATION  
(données journalières, sauf mention contraire)



Sources : Bloomberg, Thomson Reuters Datastream, BNB.

(1) Pourcentages de variation annuelle.

Sur cette base, dans un contexte marqué par une reprise des marchés financiers et l'amélioration des perspectives économiques, le Conseil des gouverneurs a annoncé, lors de sa réunion du début de décembre, sa volonté de ne pas reconduire un certain nombre d'opérations à plus long terme instaurées précédemment. Il a ainsi décidé que l'opération de refinancement à plus long terme assortie d'une échéance de douze mois du 16 décembre serait la dernière du genre, de même que celle à six mois qui sera menée le 31 mars 2010. Il a été aussi annoncé que le nombre d'opérations à trois mois serait réduit de deux à une par mois au premier trimestre de 2010. Ces opérations à trois et six mois du premier trimestre de 2010 seront toujours conduites sous la forme d'appels d'offres à taux fixe et à hauteur des soumissions. Dans le même temps, il a été précisé que les opérations à plus court terme – les opérations principales de refinancement hebdomadaires, ainsi que les opérations d'une durée particulière – continueraient à être conduites à taux fixe et avec satisfaction intégrale des soumissions tant que

nécessaire, et ce, au moins jusqu'à la fin de la troisième période de constitution des réserves de 2010, à savoir le 13 avril. L'annonce de ce retrait graduel des mesures exceptionnelles n'a pas constitué une surprise et n'a pas affecté les attentes concernant les taux d'intérêt.

Disposer d'un plan de sortie fiable pour l'avenir, inscrit dans la stratégie de la politique monétaire de l'Eurosystème, rend la politique menée plus efficace. Les anticipations d'inflation à long terme restent ainsi ancrées et le taux d'intérêt nominal à long terme, de même que, en cas de faibles primes de risque liées à l'inflation, les taux d'intérêt réels, peuvent diminuer. Au cours de la crise financière, les anticipations d'inflation à long terme des prévisionnistes professionnels et des intervenants de marché sont demeurées proches de niveaux conformes à la définition quantitative de la stabilité des prix. C'est précisément grâce à la crédibilité de l'Eurosystème que la politique monétaire a pu présenter un caractère particulièrement accommodant.

## Encadré 5 – Politique monétaire non conventionnelle de l'Eurosystème et de la Réserve fédérale des États-Unis

Le présent encadré passe en revue les mesures de politique monétaire non conventionnelles qui ont été adoptées dans la zone euro et aux États-Unis. Il montre pourquoi le mode différent de financement du secteur privé non financier dans ces deux économies a conduit l'Eurosystème à concentrer principalement ses actions sur le secteur bancaire, tandis que le Système fédéral de réserve américain, appelé aussi Réserve fédérale, a également apporté un large soutien à des segments de marchés financiers spécifiques. Les différences entre les politiques menées sont illustrées sur la base d'une présentation analytique des bilans de ces deux autorités monétaires, étant entendu qu'une certaine prudence doit être de mise lors de l'interprétation des différents postes.

Le financement externe des ménages et des sociétés non financières diffère fortement entre la zone euro et les États-Unis. Dans la zone euro, les établissements de crédit pourvoient à l'essentiel du financement externe tant des ménages que des sociétés non financières, à concurrence respectivement de 75 et 72 p.c., ce qui contraste nettement avec les États-Unis, où seuls quelque 30 et 21 p.c. sont financés par ce canal.

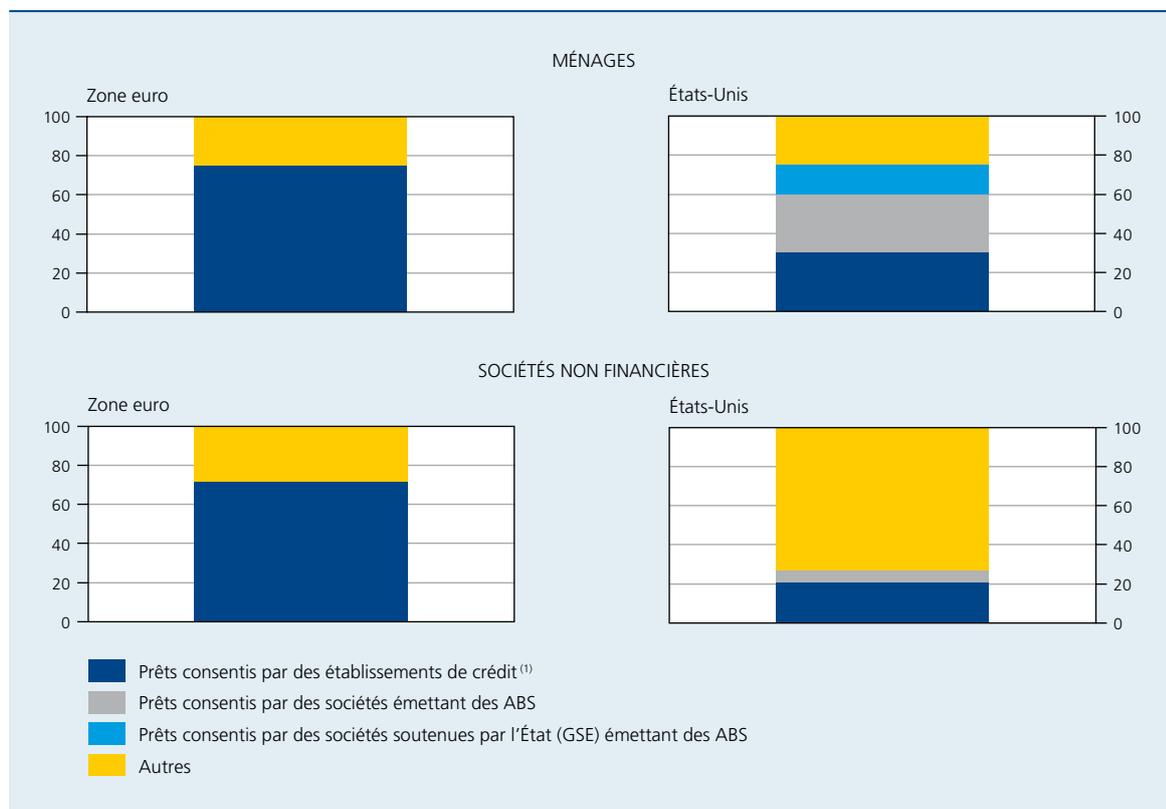
Outre-Atlantique, le financement externe non bancaire des ménages comprend notamment les prêts consentis par des sociétés privées qui émettent des titres adossés à des actifs (*ABS – Asset-backed Securities*), ainsi que les prêts hypothécaires accordés par les agences gouvernementales de refinancement hypothécaire (*GSE – Government-Sponsored Enterprise*), telles que *Fannie Mae* et *Freddy Mac*. S'agissant du financement non bancaire des entreprises, les émissions d'actions et de titres de créance sont des instruments utilisés dans les deux économies, même si cette pratique est nettement plus répandue aux États-Unis. Ces différences ne signifient pas pour autant que les opérations de titrisation sont peu usitées dans la zone euro. Les établissements de crédit utilisent en effet cette technique afin de financer plus aisément les prêts qu'ils consentent au secteur non bancaire. L'activité de titrisation dans la zone euro est néanmoins moins répandue qu'aux États-Unis.

La structure du financement externe est un paramètre essentiel qui est intervenu dans le choix des mesures de politique monétaire non conventionnelles qui ont été mises en œuvre. Alors que le soutien renforcé du crédit de l'Eurosystème a ciblé presque exclusivement le crédit octroyé par les banques, la Réserve fédérale a également



## FINANCEMENT EXTERNE DU SECTEUR NON FINANCIER DANS LA ZONE EURO ET AUX ÉTATS-UNIS

(moyenne des flux annuels de 2004 à 2008, pourcentages du total)



Sources: Réserve fédérale, BCE, BNB.

(1) Pour les États-Unis, il s'agit des prêts consentis par les banques de dépôts (*commercial banks*), les coopératives de crédit (*credit unions*) et les caisses d'épargne (*savings institutions*).

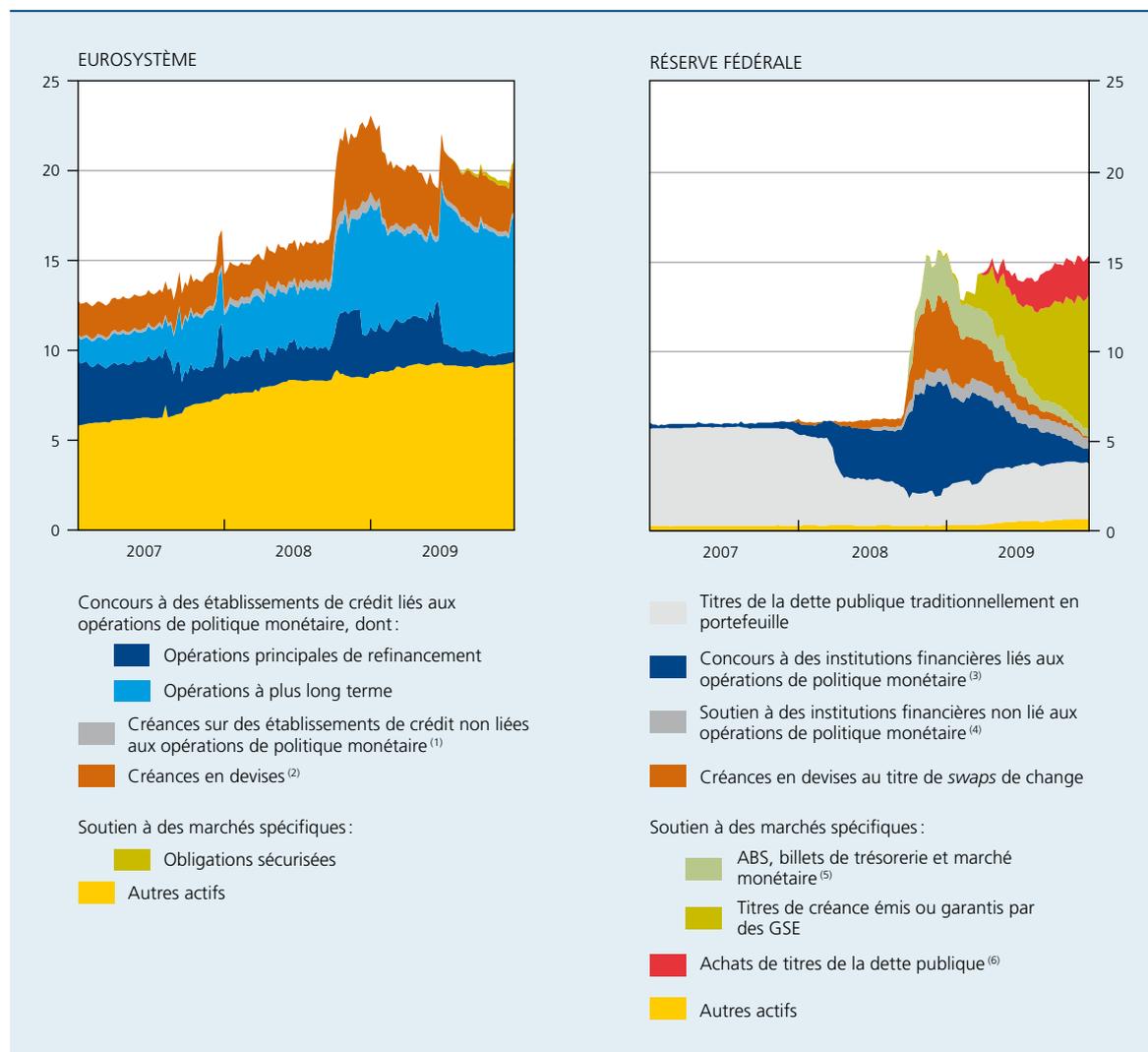
orienté ses actions d'assouplissement du crédit (*credit easing*) sur des segments de marchés financiers spécifiques lourdement touchés par la crise et a tenté d'entraîner la courbe des rendements sans risque à la baisse en acquérant des obligations du Trésor américain.

Exprimé en pourcentage du PIB, le bilan de l'Eurosystème – c'est-à-dire le bilan consolidé de la BCE et de l'ensemble des banques centrales des pays formant la zone euro – pèse plus lourd que celui de la Réserve fédérale. Le vif accroissement de l'encours des billets qui a suivi l'introduction de l'euro fiduciaire a induit un gonflement du bilan de l'Eurosystème plus rapide que de celui de la Réserve fédérale. Eu égard au déficit de liquidités considérable qui en a résulté sur le marché monétaire – renforcé, du reste, par l'ampleur des réserves obligatoires que les établissements de crédit de la zone euro sont tenus de constituer –, une grande partie de l'actif du bilan de l'Eurosystème se composait, avant même la crise financière, de prêts consentis aux établissements de crédit. En revanche, avant que celle-ci ne se déclenche, les injections de liquidités dans l'économie auxquelles procédait la Réserve fédérale prenaient principalement la forme d'achats de titres de la dette publique américaine, dont le volume était modulé en fonction de la demande de billets. Le très léger déficit de liquidités subsistant était apuré au moyen d'opérations de prises en pension conclues avec un nombre limité de *primary dealers*.

À partir d'août 2007, le bilan de l'Eurosystème et celui de la Réserve fédérale ont fondamentalement changé. Au cours de la première phase de la crise financière, c'est surtout leur composition qui a été modifiée, leur ampleur totale évoluant dans la ligne de ce qui avait été observé dans le passé. L'Eurosystème a financé une plus grande

## ACTIFS FIGURANT AUX BILANS DE L'EUROSYSTÈME ET DE LA RÉSERVE FÉDÉRALE AMÉRICAINE

(pourcentages du PIB moyen durant la période 2007-2009)



Sources : FMI, Thomson Reuters Datastream, Banque fédérale de réserve de Cleveland, BCE, BNB.

(1) Y compris au titre de la FLU (fourniture de liquidités d'urgence) en euro.

(2) Y compris au titre de la FLU en devises, de la *Term Auction Facility* en dollar des États-Unis et des accords de *swap* conclus avec d'autres banques centrales.(3) Ce volet comprend la *Term Securities Lending Facility*, les opérations de prises en pension conclues avec des *primary dealers*, la *Term Auction Facility*, le guichet d'escompte (*discount window*) et la *Primary Dealer Credit Facility*.(4) Soit le soutien apporté à *Bear Stearns* et *AIG*.(5) Ce volet comprend l'*Asset-backed Commercial Paper Money Market Mutual Fund Liquidity Facility*, la *Term Asset-backed Securities Loan Facility* et la *Commercial Paper Funding Facility*.(6) Dans le cadre du *credit easing*.

part du déficit du marché monétaire par le truchement d'opérations à plus long terme alors que, tout en réduisant son portefeuille de titres de la dette publique américaine, la Réserve fédérale a accru le volume de crédits consentis aux institutions financières, notamment en admettant davantage de contreparties. Dans la zone euro, il n'a pas été nécessaire d'accroître le nombre de contreparties puisque l'Eurosystème traitait déjà avec la quasi-totalité des établissements de crédit.

En réaction à l'aggravation de la crise financière, les bilans ont considérablement gonflé. La Réserve fédérale a de nouveau augmenté le volume des crédits consentis aux institutions financières sans toutefois neutraliser l'accroissement des réserves qui en découlait par la vente de titres de la dette publique, comme cela avait été le cas précédemment. De même, l'Eurosystème a fortement accru l'octroi de crédits aux banques en lançant des appels d'offres à taux fixe intégralement servis – également assortis d'échéances plus longues – et en élargissant la liste des actifs éligibles. Par ailleurs, dans chacune des deux zones monétaires, certaines institutions financières ont bénéficié d'un soutien en sus des opérations de politique monétaire. Ainsi, plusieurs banques centrales de la zone euro ont fourni des liquidités d'urgence en euro et en devises. La Réserve fédérale, pour sa part, a de surcroît apporté un financement plus structurel et à plus long terme, en majeure partie garanti par l'État, pour résoudre les problèmes de solvabilité d'institutions financières telles que l'assureur *AIG* et la banque d'investissement *Bear Stearns*. Dans la zone euro, des mesures de soutien aux institutions en proie à des difficultés de solvabilité ont également été mises en place, toutefois par les seules autorités budgétaires, sans recourir à un financement de la banque centrale. La frontière entre les responsabilités de la banque centrale et celles des autorités budgétaires y est en effet plus marquée.

De plus, les banques centrales de par le monde ont eu la possibilité de fournir à leur secteur bancaire intérieur des liquidités en devises – surtout en dollar des États-Unis – grâce à des accords de *swap* réciproques et à des lignes de crédit. En contrepartie de ces dollars, la Réserve fédérale conserve des avoirs sur un compte ouvert auprès de la banque centrale concernée et détient dès lors une créance en monnaie étrangère. La nette progression des créances en devises de l'Eurosystème s'explique essentiellement par les dollars des États-Unis dont celui-ci a pourvu le secteur bancaire européen dans le cadre de la *Term Auction Facility*. De même que pour la Réserve fédérale, les accords de *swap* conclus par l'Eurosystème avec d'autres banques centrales ont également donné lieu à des créances en devises.

Comme certains marchés jouant une fonction-clé dans le financement de l'économie américaine risquaient la paralysie à la suite de la défaillance de *Lehman Brothers*, la Réserve fédérale a en outre dû adopter des mesures de soutien en leur faveur. Ainsi, des programmes ciblés sur les marchés des titres adossés à des actifs (ABS) et des billets de trésorerie ont été mis en place, tandis qu'une nouvelle facilité d'octroi de liquidités auprès de la Réserve fédérale a été mise au point pour les organismes de placement collectif en valeurs monétaires. En outre, l'atonie du marché américain de l'immobilier résidentiel avait accru le coût de financement des agences gouvernementales de refinancement hypothécaire actives sur ce marché, si bien que la Réserve fédérale a également décidé d'y exercer un plus grand rôle. Elle a dès lors acheté des titres de dette émis par ces agences et, ultérieurement, des titres adossés à des créances hypothécaires couverts par ces dernières.

Un dernier élément de la politique d'assouplissement du crédit menée par la Réserve fédérale a été son programme d'achat d'obligations d'État, lequel visait à améliorer le fonctionnement des marchés privés du crédit en comprimant les taux sans risque à long terme. Une politique monétaire plus expansionniste a dès lors pu être conduite, alors qu'un nouvel abaissement des taux directeurs, qui avaient déjà été ramenés à un niveau très proche de zéro, était devenu quasiment impossible.

En mai, l'Eurosystème a décidé d'acheter un portefeuille d'obligations sécurisées pour 60 milliards d'euros. Ces instruments constituent un canal important par lequel les banques financent les crédits qu'elles octroient – principalement, mais pas exclusivement, sous forme de prêts hypothécaires. Or, ce segment du marché a été lourdement affecté par la crise financière. Ce programme d'achat d'obligations sécurisées peut sembler limité si on le compare au bilan de l'Eurosystème ou aux programmes que la Réserve fédérale a mis en place pour aider des segments spécifiques des marchés financiers. Cependant, l'Eurosystème a également soutenu indirectement des marchés essentiels au financement des banques en permettant à ces dernières de recourir à une gamme d'actifs particulièrement large à titre de garantie lors de ses opérations de refinancement. La liste des garanties, qui comprenait déjà des actifs négociables – titres adossés à des créances, billets de trésorerie, etc. – a en outre encore été élargie lorsque la crise s'est aggravée en octobre 2008. Les banques ont dès lors pu se refinancer plus aisément auprès de l'Eurosystème.



Lorsque les perspectives économiques s'amélioreront et que la stabilité financière sera suffisamment assurée, il conviendra d'abroger progressivement les mesures non conventionnelles adoptées par l'Eurosystème et la Réserve fédérale. Certaines d'entre elles sont déjà devenues moins importantes dans le courant de 2009. Ainsi, tant dans la zone euro qu'aux États-Unis, le volume des liquidités fournies aux établissements de crédit dans le cadre de la politique monétaire a déjà baissé par rapport aux niveaux très élevés du dernier trimestre de 2008. En outre, le montant des crédits accordés en devises au niveau de l'Eurosystème, et plus particulièrement en dollar des États-Unis, a été fortement réduit. La diminution progressive du recours à ces instruments a d'ailleurs été en partie automatique, soit parce qu'ils étaient, dès le début, prévus pour une période limitée, soit parce qu'ils étaient accordés à des conditions qui n'étaient attractives qu'au plus fort de la crise. Cet automatisme facilitera également la poursuite du retrait des mesures non conventionnelles. En revanche, la réduction des portefeuilles de titres achetés – qui sont nettement plus importants pour la Réserve fédérale que pour l'Eurosystème – n'est pas aussi automatique. Ces titres pourront cependant être vendus lorsque la situation sur les segments visés du marché se sera suffisamment normalisée, mais il n'est pas non plus exclu qu'ils soient conservés jusqu'à l'échéance.

En fonction de l'évolution macroéconomique et des risques pesant sur la stabilité des prix qui en découlent, il pourrait aussi s'avérer utile d'adopter une politique monétaire plus restrictive tout en maintenant les instruments nécessaires au soutien de certains segments des marchés financiers si ceux-ci ne devaient pas s'être suffisamment redressés. Dans ces circonstances, pour éviter de se trouver confrontée au risque de voir le taux d'intérêt du marché monétaire demeurer à un niveau proche de zéro en dépit des relèvements des taux directeurs, la Réserve fédérale a été habilitée par la loi, en octobre 2008, à rémunérer les réserves des institutions financières. Cette mesure assortissait le taux du marché monétaire d'un plancher permettant de le piloter même dans une situation de liquidités abondantes. Un tel système était déjà en vigueur dans la zone euro depuis le début de l'union monétaire : les réserves obligatoires sont rémunérées et les banques peuvent en outre placer leurs liquidités excédentaires en recourant à la facilité de dépôt de l'Eurosystème, fût-ce à un taux pénalisant. Le taux de la facilité de dépôt détermine dès lors la limite inférieure du taux du marché, quel que soit le montant des liquidités fournies. Par ailleurs, tant l'Eurosystème que la Réserve fédérale disposent d'instruments leur permettant, le cas échéant, d'absorber rapidement les liquidités qu'ils ont octroyées afin de neutraliser leur incidence sur le taux du marché monétaire.

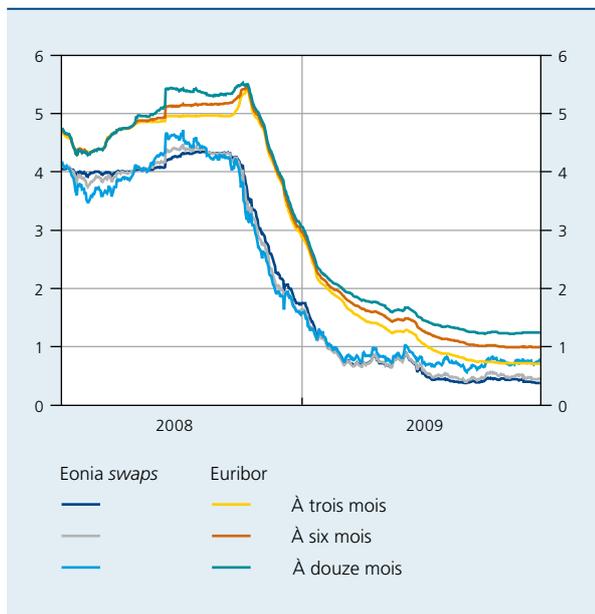
Un examen plus approfondi montre donc que les disparités entre les mesures de politique monétaire non conventionnelles adoptées par l'Eurosystème et la Réserve fédérale sont essentiellement attribuables à des différences de mécanismes de transmission de la politique monétaire, consécutives elles-mêmes aux particularités qui caractérisent structurellement le mode de financement de leur économie et la mise en œuvre de la politique monétaire. Elles ne reflètent donc pas nécessairement une orientation différente de cette dernière. En outre, même lorsque celle-ci est particulièrement accommodante comme c'était encore le cas à la clôture du présent Rapport, ces banques centrales continuent à disposer de l'arsenal nécessaire pour transmettre les orientations qu'elles estiment opportunes.

## 2.4 Transmission de la politique monétaire

Les décisions de politique monétaire ont d'ordinaire une influence directe sur les taux d'intérêt nominaux à très court terme des marchés monétaire et interbancaire et influencent de manière beaucoup plus indirecte les autres taux, tant à court qu'à long terme. Toutefois, pendant l'année sous revue, l'Eurosystème ne s'est plus contenté de piloter uniquement le taux du marché au jour le jour (Eonia), mais a également essayé, en octroyant des liquidités à un, trois, six et douze mois, d'influencer, plus directement qu'en temps normal, la courbe des taux

sur le marché monétaire à ces échéances. Au premier semestre, ces derniers ont effectivement reculé, parallèlement aux réductions successives des taux directeurs et des anticipations les concernant. De plus, les taux des emprunts garantis aux échéances les plus courtes – notamment à trois et six mois – sont descendus à des niveaux inférieurs au taux directeur central, compte tenu de l'excédent de liquidités sur le marché monétaire auquel avait conduit la politique d'octroi de liquidités. À la fin de juin, la première opération de refinancement à un an, qui est allée de pair avec une forte croissance de l'excédent de liquidités, a donné une nouvelle impulsion à la baisse des taux du marché monétaire. À mesure que

**GRAPHIQUE 29 STRUCTURE DES TAUX D'INTÉRÊT SUR LE MARCHÉ MONÉTAIRE DANS LA ZONE EURO**  
(données journalières)



Source : Thomson Reuters Datastream.

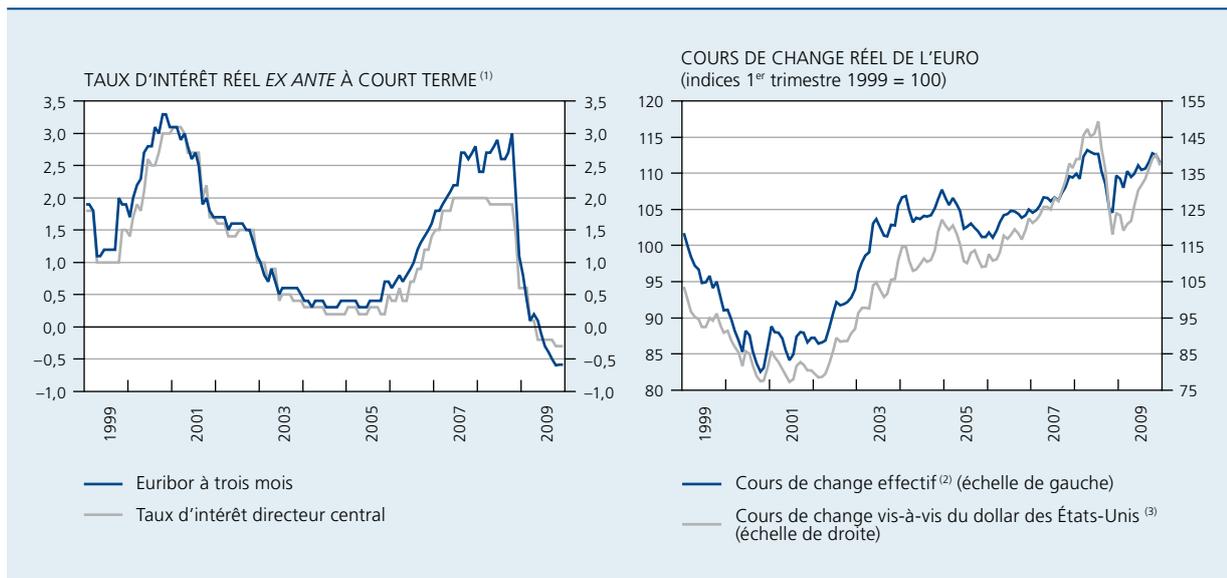
la normalisation sur les marchés financiers se poursuivait et que la confiance entre banques se rétablissait, les primes de risque propres aux taux des emprunts non

garantis ont diminué, de sorte que la baisse de ces taux a même été plus marquée.

Au cours de l'année sous revue, avec l'abaissement considérable du taux directeur central, la politique monétaire a pris une orientation expansionniste inédite, les taux d'intérêt réels à court terme – soit les taux d'intérêt déflatés par l'inflation anticipée à un an, estimée sur la base de l'enquête de la BCE auprès des prévisionnistes professionnels – affichant un recul rapide et devenant même négatifs. De plus, sous l'impulsion des mesures de soutien renforcé du crédit, les taux d'intérêt réels du marché à court terme, comme l'Euribor à trois mois qui constitue une référence importante pour les contrats financiers, se sont établis en deçà du taux directeur central à partir de juillet 2009. Concevoir une orientation si expansionniste n'a été possible que grâce au bon ancrage des anticipations d'inflation. Eu égard à la pression à la baisse sur les prix, ces anticipations ont reculé en 2009, mais elles sont restées nettement positives, de sorte que la réduction des taux directeurs nominaux a continué à entraîner une diminution en termes réels.

L'appréciation du cours de change réel effectif de l'euro au cours de l'année sous revue a impliqué que les conditions monétaires effectives ont été un peu plus restrictives que ne le faisait apparaître l'évolution des taux réels à court terme. Ce mouvement a constitué une inversion de la forte dépréciation observée à la fin de 2008, lorsque

**GRAPHIQUE 30 CONDITIONS MONÉTAIRES DANS LA ZONE EURO**



Sources : Thomson Reuters Datastream, BCE.

(1) Taux d'intérêt déflaté par l'inflation anticipée à un an, estimée sur la base de l'enquête de la BCE auprès des prévisionnistes professionnels.

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

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

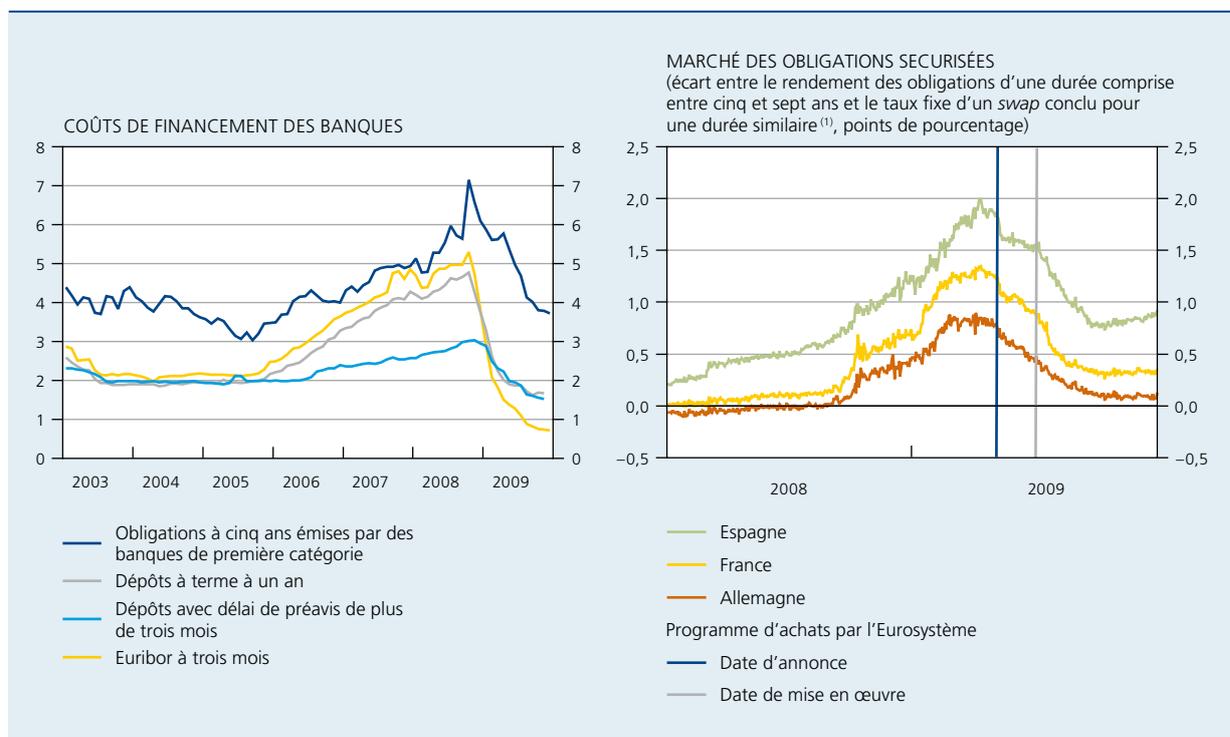
les investisseurs s'étaient tournés pour leurs placements vers des valeurs considérées traditionnellement comme refuge lors de périodes de fortes tensions, à savoir celles du marché financier américain et subsidiairement celles libellées en franc suisse. À mesure que les tensions et l'aversion pour le risque se sont estompées, ces flux se sont inversés, occasionnant une appréciation de l'euro. Au cours de l'année, la volatilité à court terme entre l'euro et le dollar des États-Unis est restée soumise aux fluctuations de l'aversion pour le risque des investisseurs, si bien qu'à chaque regain de tension sur les marchés financiers, l'euro s'est momentanément déprécié et inversement. La tendance de l'euro à s'apprécier en 2009 peut aussi être imputée à l'évolution relative des perspectives économiques des deux économies, ainsi qu'aux attentes quant aux orientations respectives de politique monétaire, y compris en ce qui concerne les stratégies de sortie de crise. L'euro ne s'est pas seulement renchéri vis-à-vis du dollar des États-Unis, mais aussi vis-à-vis des devises des économies émergentes implicitement ou explicitement liées à la monnaie américaine, ainsi que, au deuxième semestre, par rapport à la livre sterling lorsqu'il s'est avéré que la reprise de l'économie britannique serait plus difficile que celle de la zone euro et qu'elle pourrait être conditionnée

au maintien pendant une plus longue période d'une politique monétaire très accommodante au Royaume-Uni. L'euro n'a connu une stabilité relative vis-à-vis du franc suisse qu'à partir de mars 2009, après que la Banque nationale suisse soit intervenue sur le marché des changes pour tempérer le risque de déflation provoqué par une nouvelle appréciation de sa monnaie.

La transmission de l'orientation expansionniste de la politique monétaire dans la zone euro s'est effectuée essentiellement via les IFM, étant donné leur rôle important dans le financement des autres secteurs de l'économie. Ainsi, les décisions concernant les taux et les mesures prises dans le cadre du soutien renforcé du crédit ont indubitablement exercé un effet à la baisse sur le coût de financement des banques de l'Eurosystème, qui l'ont répercuté dans une large mesure sur leurs clients. À côté de l'incidence de la politique monétaire, les garanties apportées par les autorités publiques et l'amélioration générale de la perception du risque ont permis aux IFM de bénéficier d'une diminution de leur coût de financement grâce à la réduction des taux d'intérêt des dépôts et des obligations bancaires. De plus, les abondantes liquidités accordées par l'Eurosystème ont contribué à ce que même

**GRAPHIQUE 31** CONDITIONS DE FINANCEMENT DES INSTITUTIONS FINANCIÈRES MONÉTAIRES DANS LA ZONE EURO

(pourcentages, sauf mention contraire)



Sources: Thomson Reuters Datastream, BCE.

(1) Taux fixe payé en contrepartie de la perception de taux d'intérêt à court terme sur le marché monétaire pendant une durée comprise entre cinq et sept ans.

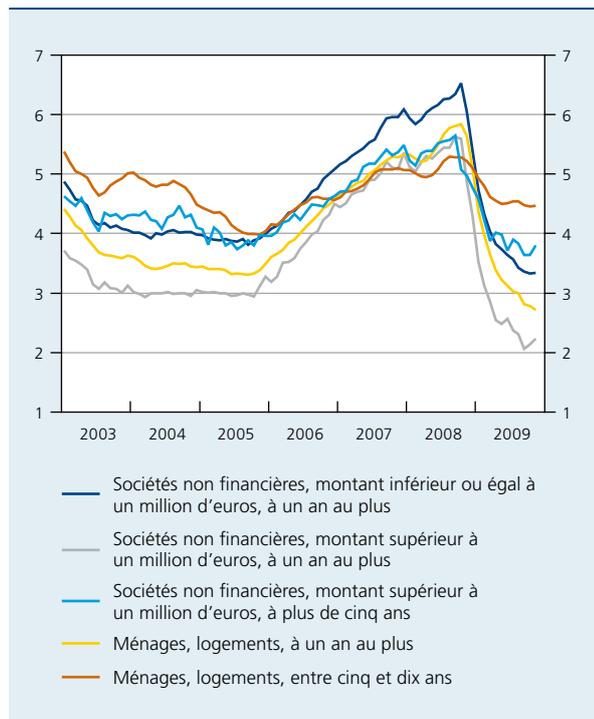
les banques jouissant d'un accès moins aisé au marché interbancaire puissent disposer de liquidités suffisantes. Par ailleurs, le programme d'acquisition d'obligations sécurisées de l'Eurosystème a conduit à un redressement de ce segment de marché important pour les banques européennes, dès l'annonce de ce programme au mois de mai et plus encore lors de son implémentation effective à partir de juillet 2009. L'activité a sensiblement augmenté tant sur le marché primaire que sur le marché secondaire des obligations sécurisées et l'écart entre le taux d'intérêt de ces instruments et le taux fixe d'un *swap* conclu pour une durée similaire à celle de ces instruments s'est considérablement rétréci. Au cours des derniers mois, cet écart s'est stabilisé à un niveau comparable à celui du début de septembre 2008.

La diminution du coût de financement des banques a été largement répercutée sur les autres secteurs, à savoir les sociétés non financières et les ménages. Durant l'année sous revue, les taux débiteurs à court terme ont fortement régressé en termes nominaux, de plus de 2 points de pourcentage. Cette baisse a été de nature à freiner la contraction des investissements du secteur privé et de la consommation des ménages tout en allégeant la charge

pesant sur les contrats existants à taux d'intérêt variable. Comme cela se produit régulièrement en cas de diminution des taux directeurs, la diminution des taux d'intérêt débiteurs a été un peu moins prononcée que celle observée sur les marchés monétaire et interbancaire. Cela a été particulièrement le cas en 2009 en raison du niveau exceptionnellement bas des taux directeurs et de ceux du marché interbancaire, et parce que les banques ont vu d'autres sources de revenus se réduire. En outre, l'ampleur du recul de l'activité a eu pour conséquence que les banques se sont vues contraintes d'appliquer une prime de risque de crédit plus élevée à leurs clients. Les taux d'intérêt débiteurs à plus long terme ont également affiché une tendance baissière. Ce mouvement a été favorisé par une diminution générale du taux des emprunts publics à long terme au deuxième semestre. La marge d'intermédiation des banques a, par ailleurs, bénéficié de la pente nettement ascendante de la courbe des rendements. L'augmentation de la rentabilité des banques à laquelle ces facteurs ont conduit devrait contribuer à faciliter la résolution de leurs problèmes de bilan et devrait donc devenir un facteur de soutien pour l'octroi de crédits.

Après les fortes turbulences observées sur le marché obligataire à la fin de 2008 et au début de 2009, le reste de l'année sous revue a été caractérisé par une tendance à la

**GRAPHIQUE 32** CONDITIONS DE FINANCEMENT AUPRÈS DES INSTITUTIONS FINANCIÈRES MONÉTAIRES DANS LA ZONE EURO: TAUX D'INTÉRÊT DÉBITEURS  
(données mensuelles)



Source : BCE.

**GRAPHIQUE 33** TAUX DE RENDEMENT SUR LE MARCHÉ OBLIGATAIRE DE LA ZONE EURO  
(données journalières, maturité des obligations comprise entre sept et dix ans)



Source : Thomson Reuters Datastream.

(1) Indice synthétique des obligations émises par les États membres de la zone euro.

normalisation et, partant, une baisse des primes de risque. En outre, les baisses de taux successives de l'Eurosystème et la crédibilité de sa politique monétaire ont contribué au recul du taux moyen sur les emprunts publics à long terme dans la zone euro. Durant les premiers mois de l'année sous revue, l'écart entre le rendement moyen des emprunts publics des pays de la zone euro, d'une part, et celui du *Bund* allemand, d'autre part, est resté considérable. Les mouvements de capitaux vers des valeurs refuge se sont ensuite inversés, de sorte que ces écarts de taux se sont réduits. Les investisseurs ont aussi semblé avoir de moins en moins d'inquiétudes quant à la situation du secteur bancaire européen et à la nécessité pour les gouvernements nationaux de renflouer à nouveau. Durant le reste de l'année, les écarts de taux entre le *Bund* allemand et les titres des autres émetteurs souverains de la zone euro ont de plus en plus reflété les évolutions économiques et financières spécifiques à chaque pays. Ainsi, à la fin de l'année sous revue, les écarts de taux pour un certain nombre de pays, comme par exemple la Grèce et l'Irlande, sont significativement remontés à la suite des inquiétudes des investisseurs par rapport à la soutenabilité de leurs finances publiques.

Pendant l'année sous revue, on a noté, par ailleurs, un nombre important d'émissions d'obligations d'entreprise dans la zone euro. Le durcissement des critères d'octroi du crédit bancaire et la recrudescence de l'intérêt des investisseurs pour ce type d'actif y ont certainement contribué.

Dans un premier temps, ce sont surtout les grandes entreprises présentant une qualité de crédit très élevée qui ont pu faire appel au marché obligataire pour leur financement externe mais, à mesure que l'aversion pour le risque s'estompait, les entreprises présentant une notation plus faible ont également pu s'y financer. Le rendement des obligations émises par les sociétés non financières était, à la fin de 2009, inférieur de quelque 250 points de base en moyenne à celui du début de l'année et cette baisse a même été plus prononcée pour les entreprises les moins bien cotées. Toutefois, pour les petites et moyennes entreprises, le marché obligataire ne représente guère une alternative aux prêts bancaires.

Au total, les conditions financières se sont remarquablement améliorées en 2009, sous l'effet combiné de la baisse des taux d'intérêt sans risque et de celle des primes de risque. En temps normal, la transmission de la politique monétaire se matérialise principalement via son impact sur les taux d'intérêt sans risque. Pendant cette année de crise financière et économique exceptionnellement grave, la politique monétaire a toutefois aussi contribué de façon significative à la baisse des primes de risque, notamment en comprimant le risque – perçu comme élevé à un moment donné par les marchés financiers – d'une poursuite du mouvement de déstabilisation macroéconomique. Vu sous cet angle, la politique monétaire a été plus effective qu'en période normale.

# 3.

## Production, dépenses et opérations courantes en Belgique

### 3.1 Vue d'ensemble

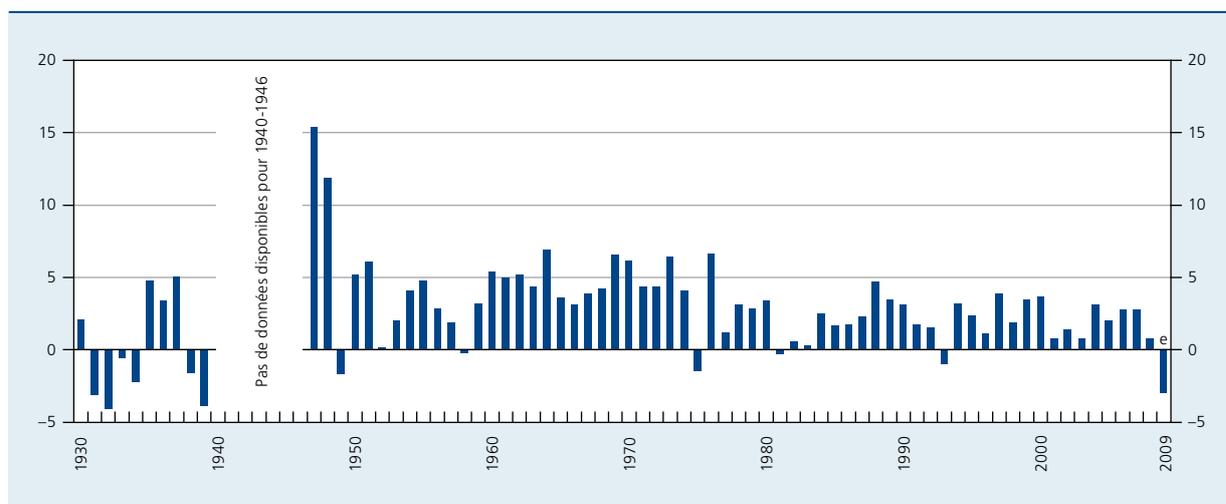
La Belgique a été touchée de plein fouet par la récession économique mondiale en 2009. Sur l'ensemble de l'année, le PIB a en moyenne reflué de 3 p.c. en termes réels, ce qui constitue la contraction la plus sévère depuis la Seconde Guerre mondiale. Des années 1960 à nos jours, le PIB n'avait connu que trois autres épisodes de recul sur une base annuelle, de 1,5 p.c. en 1975, de 0,3 p.c. en 1981 et de 1 p.c. en 1993.

Comme dans la plupart des économies avancées, lorsque la crise financière s'est brutalement intensifiée à la fin

de 2008, l'activité se situait déjà dans une phase de ralentissement conjoncturel, résultant notamment du renchérissement très prononcé des matières premières. Dans le prolongement des tensions extrêmement vives provoquées, en septembre 2008, par la défaillance de la banque américaine *Lehman Brothers*, la récession s'est déployée très rapidement au quatrième trimestre de cette même année et au début de 2009, sous l'effet principalement de la paralysie d'une partie significative du commerce mondial et de la production industrielle. Le plongeon des cours boursiers, le resserrement des conditions d'octroi de crédits et, plus largement, le contexte économique très incertain prévalant à ce moment ont aussi conduit les

**GRAPHIQUE 34** CROISSANCE DU PIB EN BELGIQUE DANS UNE PERSPECTIVE HISTORIQUE <sup>(1)</sup>

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



Sources: Buyst E. <sup>(2)</sup>, ICN, BNB.

(1) Données corrigées des effets de calendrier à partir de 1996.

(2) Buyst E. (1997), « New estimates for the Belgian economy », *Review of Income and Wealth*, 43, 357-375.

particuliers et les entreprises belges à faire montre d'une grande retenue. Ainsi, outre les exportations, tant les dépenses des ménages, que ce soit de consommation ou d'investissement en logements, que celles des entreprises, par le biais aussi bien de leur formation brute de capital fixe que d'un mouvement de déstockage, ont également lourdement pesé sur l'activité.

À son paroxysme, au deuxième trimestre de 2009, la diminution totale du PIB a atteint 4,2 p.c. L'amplitude de ce repli est toutefois demeurée en retrait de celle de 5,1 p.c. observée pour l'ensemble de la zone euro. Cette résilience relative de l'activité en Belgique peut sans doute s'expliquer par la position relativement solide, au moment du déclenchement de la crise, des entreprises et des ménages belges en matière de revenus et d'endettement, qui a contribué en particulier à un moindre recul des investissements privés. Ainsi, contrairement à certaines économies de la zone euro, parmi lesquelles l'Irlande et l'Espagne, la construction n'a pas été confrontée aux retombées de l'éclatement d'une bulle immobilière.

Comme dans la zone euro, l'activité en Belgique a retrouvé le chemin d'une croissance positive au troisième trimestre de 2009. De même qu'il avait constitué le principal élément déclencheur de la récession, l'environnement général a concouru à ce début de reprise économique en s'améliorant, en parallèle avec l'apaisement des tensions

financières, par le renforcement de la demande extérieure et par le redressement de la confiance des entreprises et des ménages. Par leurs actions, qui se sont inscrites dans la ligne des initiatives prises aux plans européen et international, les autorités belges ont largement contribué à créer les conditions d'une telle évolution, en évitant un effacement du système financier et en prenant des mesures visant à amortir les conséquences les plus immédiatement néfastes de la crise pour les entreprises et les ménages.

Si la phase de récession a ainsi pris fin à la mi-2009, le recul prononcé du niveau de l'activité économique continuera toutefois à manifester ses effets durant un certain temps. En effet, il exerce des répercussions significatives sur l'organisation de la production, sur la composition de la demande finale et sur la formation des revenus primaires au sein de l'économie. Tout d'abord, il n'a été encore que partiellement répercuté dans la quantité des facteurs de production mobilisés par les entreprises. Certes, les effets retardés sur l'emploi et le stock de capital d'un ralentissement économique s'observent dans tous les cycles conjoncturels mais, comme on l'explique dans l'encadré 6 par une comparaison avec d'autres épisodes de récession, ce phénomène d'inertie a été particulièrement marqué en 2009, en raison du caractère brutal et profond du recul de la production. Ainsi, il apparaît que le capital a été utilisé moins intensément, puisque le rapport entre le stock de capital et la production effective a fortement augmenté. De même, en ce qui concerne le travail, la productivité apparente par personne occupée a diminué en moyenne de 2,4 p.c. tandis que, en dépit du recours aux mesures de flexibilité du travail, par ailleurs élargies par le gouvernement, la productivité horaire a reculé de 1,4 p.c. En conséquence, la part des salaires dans la valeur ajoutée a remonté de 2,6 points de pourcentage de 2007 à 2009, pour se rapprocher, à 59,1 p.c., du dernier sommet atteint entre 2001 et 2003. Un tel mouvement correspond à une diminution corrélative du taux de rentabilité des entreprises. Enfin, en proportion de la demande finale, qui, *in fine*, constitue le moteur de l'activité, les dépenses de consommation et d'investissement des administrations publiques sont passées de 23,9 p.c. en 2007 – un niveau proche de la moyenne depuis 1995 – à 24,9 p.c. en 2008 et à 26,4 p.c. en 2009. Ces dépenses ont en fait été les seules à soutenir l'activité sur l'ensemble de 2009.

La normalisation de ces développements est susceptible de grever durant un certain temps la vigueur de la reprise. En effet, les entreprises devront d'abord résorber les capacités excédentaires de production dont elles disposent, et rétablir de la sorte leur rentabilité, avant de reprendre un rythme normal d'investissement et de procéder à de

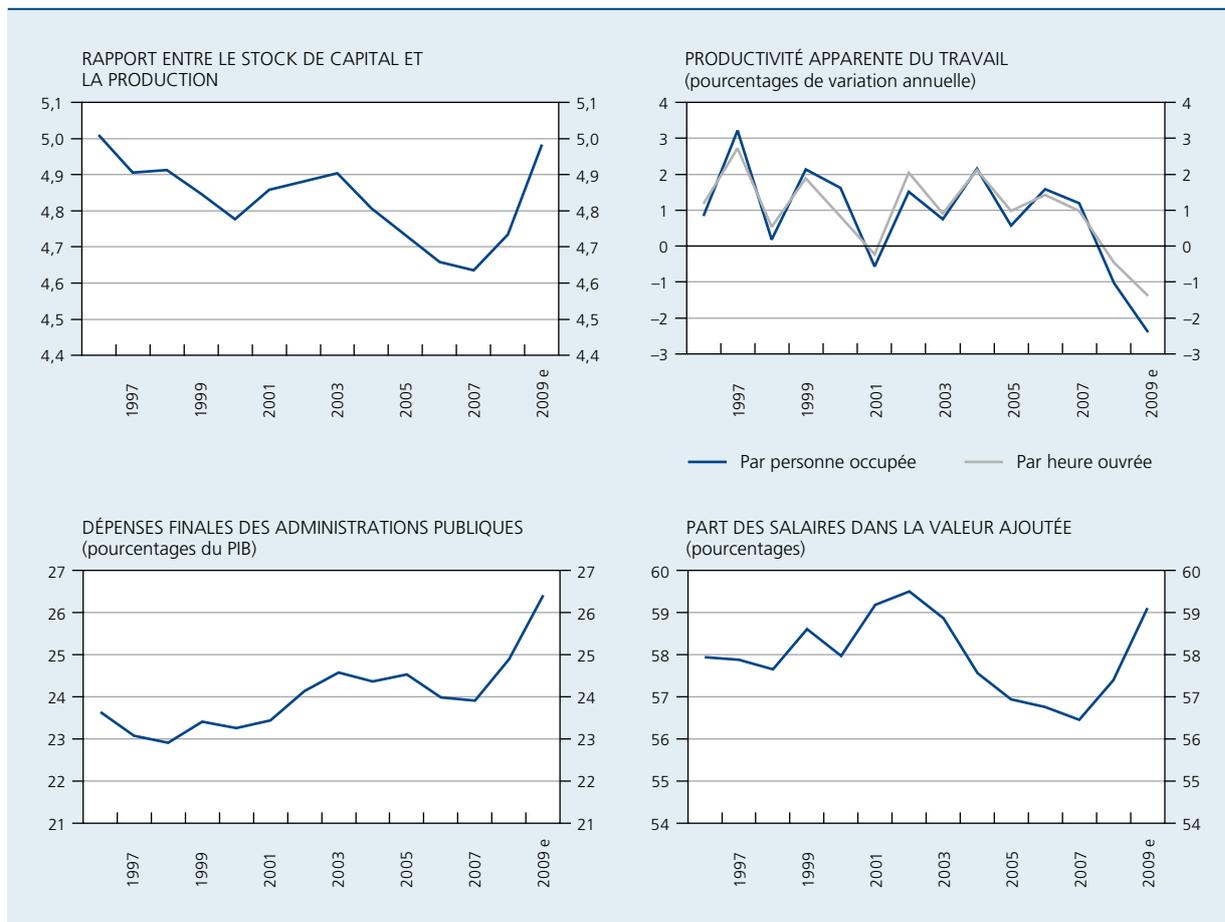
#### GRAPHIQUE 35 PIB EN BELGIQUE ET DANS LA ZONE EURO

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



Sources : CE, ICN.

GRAPHIQUE 36 INDICATEURS DES EFFETS DE LA CRISE SUR LES ÉQUILIBRES MACROÉCONOMIQUES



Sources : ICN, BNB.

nouveaux engagements, ce qui pèsera sur la consommation des ménages. En conséquence, l'impulsion donnée par le biais des dépenses publiques ne trouvera pas rapidement de relais puissant dans la demande privée.

En outre, comme expliqué dans la section 3.4, la crise économique et financière devrait aussi affecter, au moins temporairement, le rythme de croissance potentielle de l'économie belge.

### Encadré 6 – Comparaison des récessions récentes en Belgique

La récession qu'a subie l'économie belge à partir du troisième trimestre de 2008 est singulière à plusieurs égards. Pour en mesurer l'importance et en identifier les particularités, le présent encadré compare l'ampleur et la durée avec celles des trois autres récessions qui ont frappé la Belgique de 1980, début de la période pour laquelle les agrégats des comptes nationaux sont disponibles sur une base trimestrielle, à nos jours. Le pic d'activité, qui avait précédé chacune de ces récessions, s'était situé respectivement au premier trimestre de 1980, au premier trimestre de 1992 et au quatrième trimestre de 2000.



Outre l'évolution de l'activité, mesurée par le PIB, celle des principales catégories de dépenses est également analysée. Une telle comparaison permet d'apprécier la gravité de la récession actuelle et les grandeurs économiques qui y contribuent dans une perspective historique, d'une part, et de dégager certaines conclusions quant à l'évolution attendue de l'activité économique, d'autre part.

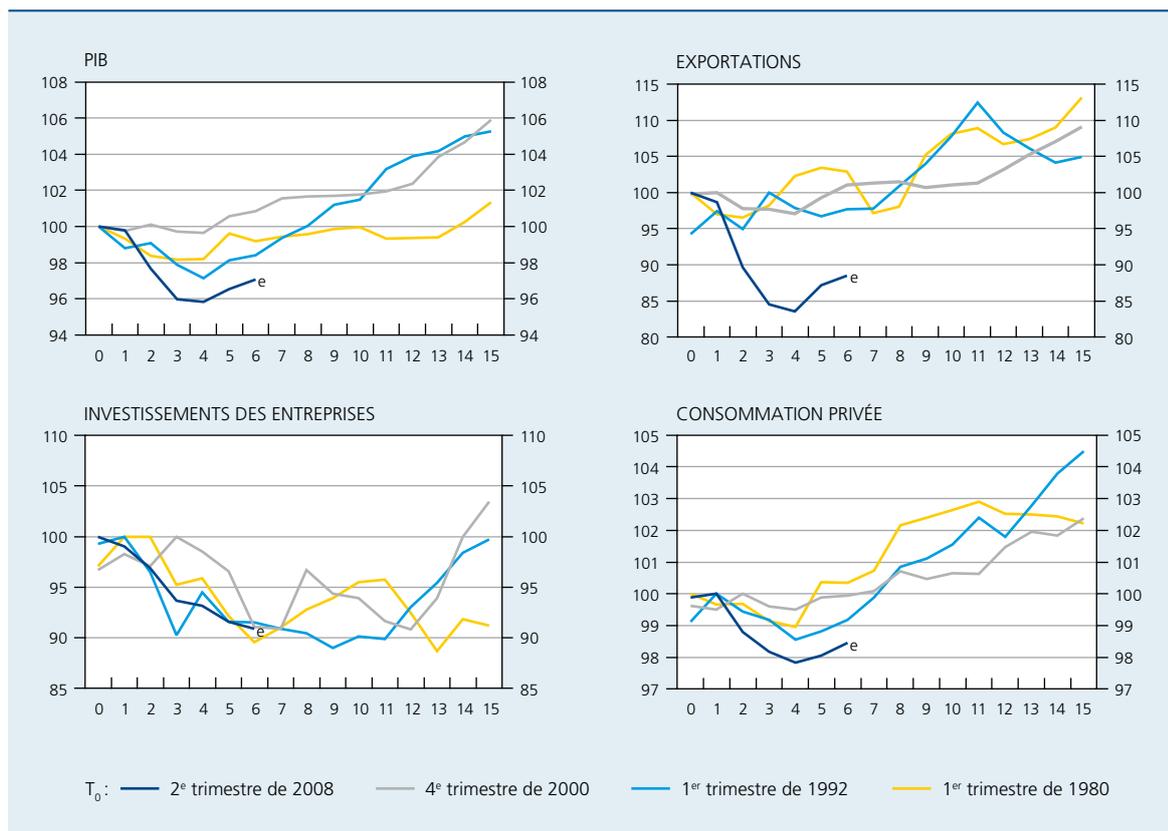
### Ampleur de la récession

Au total, le PIB s'est contracté de 4,2 p.c. en Belgique entre le deuxième trimestre de 2008 et le deuxième trimestre de 2009. La récession actuelle a donc été nettement plus profonde que celles survenues depuis 1980. En effet, entre le pic et le creux de l'activité, les récessions de 1980-1981, de 1992-1993 et de 2000-2001 s'étaient soldées par une perte maximale de production de respectivement 1,8, 2,9 et 0,4 p.c. Par extension, la récession actuelle peut être considérée comme la plus sévère depuis la Seconde Guerre mondiale, dans la mesure où, sur la base des données annuelles, la contraction du PIB n'avait jamais dépassé 1,7 p.c. après 1946.

La récession de 2008-2009 se caractérise par un repli exceptionnel des exportations. En effet, alors qu'elles avaient diminué tout au plus de 3,5 p.c. au cours des épisodes de récession précédents, les exportations ont reculé de 16,5 p.c. entre le pic et le creux de la phase de récession sous revue. Comme l'explique le chapitre 1 consacré

### PIB ET PRINCIPALES CATÉGORIES DE DÉPENSES DURANT LES RÉCESSIONS <sup>(1)</sup>

(indices, pic avant le recul de la grandeur économique = 100) <sup>(2)</sup>



Sources: ICN, BNB.

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

(2) Les graphiques débutent le trimestre (T<sub>0</sub>) au cours duquel est survenu le pic du PIB précédant la récession : à savoir respectivement le premier trimestre de 1980, le premier trimestre de 1992, le quatrième trimestre de 2000 et le deuxième trimestre de 2008.

à l'environnement international, le fléchissement marqué des exportations est principalement imputable au caractère mondial de la récession. Il a été également aggravé dans une certaine mesure par une augmentation de l'élasticité du commerce extérieur par rapport à la croissance du PIB, conséquence notamment de la fragmentation croissante des chaînes de production au-delà des frontières nationales, qui constitue une caractéristique de la mondialisation de l'économie. En outre, diverses sources reposant sur des enquêtes indiquent que, dans un contexte de méfiance généralisée quant à la santé financière des partenaires commerciaux, l'accès plus difficile ou plus limité aux assurances-crédit à l'exportation a pesé, à tout le moins temporairement, sur les échanges extérieurs. Enfin, il n'est pas exclu que des mesures protectionnistes aient freiné le commerce de certains produits.

Étant donné le fort contenu des exportations en importations, ces dernières se sont, elles aussi, sensiblement repliées. Sur une base nette, les échanges extérieurs ont néanmoins grevé la croissance annuelle du PIB, à hauteur de 1,1 point de pourcentage, au cours des quatre premiers trimestres de la récession de 2008-2009, contrastant ainsi singulièrement avec les épisodes de récession précédents durant lesquels, à l'exception de celui de 1992-1993, les exportations nettes avaient apporté une contribution positive. Ce résultat peut s'expliquer par le caractère mondial de la crise et par la résilience relative de la demande intérieure pendant la récession sous revue.

Si le recul du PIB et celui des exportations observés durant cette phase de récession sont exceptionnels d'un point de vue historique, il n'en va pas de même de celui de la demande intérieure compte tenu, en particulier, de l'évolution des investissements des entreprises et de ceux en logements, ainsi que de l'emploi.

La perte cumulée des investissements des entreprises s'est élevée à 8,4 p.c. au troisième trimestre de 2009. En dépit de la chute plus importante de l'activité et de la demande d'exportations, ce pourcentage est comparable à celui relevé lors des épisodes précédents après une année de récession. Le mouvement de diminution de la formation brute de capital fixe des entreprises s'était alors toutefois prolongé au-delà de cinq trimestres, pour atteindre, en moyenne, une diminution maximale de 10,5 p.c. Un phénomène analogue s'observe pour les investissements en logements des particuliers, lesquels se sont repliés dans une moindre mesure que par le passé. Cependant, il convient de souligner que la réaction moyenne de ces investissements durant les épisodes de récession précédents est fortement influencée par la crise immobilière survenue au début des années 1980.

La résilience des investissements est singulière, non seulement au regard du recul de l'activité, plus important que dans le passé, mais aussi par rapport à la zone euro, au sein de laquelle le déclin des investissements a été plus marqué. La réaction relativement modérée des investissements pourrait s'expliquer notamment par des taux d'endettement des entreprises et des particuliers moins élevés en Belgique que dans la zone euro, rendant les uns et les autres moins soucieux des conditions de crédit et de réduire leur endettement.

En revanche, la consommation privée a chuté un peu plus nettement que durant les phases de récession précédentes, même si elle a diminué dans une proportion moindre que le PIB. Ce recul plus important n'est pas imputable à l'évolution effective de l'emploi en personnes qui, comme on le commente au chapitre 4 dans une comparaison du même type avec les autres épisodes de récession, a réagi initialement de façon relativement plus modérée. Comme l'explique l'encadré 8, les ménages ont considérablement accru leur taux d'épargne, notamment, par précaution, anticipant de leur côté une vive recrudescence du chômage, dans un contexte très incertain, ainsi que, par compensation, dans un souci de reconstituer leur patrimoine financier, après que celui-ci eut été particulièrement affecté par de substantielles moins-values enregistrées sur leur portefeuille d'actions.

#### Durée de la récession

La reprise amorcée au troisième trimestre de 2009 s'étant poursuivie le trimestre suivant, il apparaît que l'activité économique a atteint un creux après quatre trimestres environ, comme lors des épisodes de récession précédents. Par ailleurs, dans le passé, il s'est écoulé en moyenne cinq trimestres à compter de ce creux avant que l'activité économique ne renoue avec le niveau prévalant avant sa contraction, même si ce délai varie sensiblement d'une



## DURÉE ET AMPLEUR DES ÉPISODES DE RÉCESSION EN BELGIQUE <sup>(1)</sup>

	Moyenne des trois récessions précédentes (1980-1981, 1992-1993, 2000-2001)			Récession 2008-2009
	Durée de la récession <sup>(2)</sup>	Ampleur de la récession <sup>(3)</sup>	Durée de la reprise <sup>(4)</sup>	Ampleur <sup>(3)</sup>
PIB .....	4	-1,7	5	-4,2
Exportations .....	2	-3,2	4	-16,5
Importations .....	5	-5,8	6	-16,1
Consommation privée .....	3	-1,0	3	-2,2
Investissements des entreprises .....	10	-10,5	6	-8,4 *
Investissements en logements .....	9	-23,0	6	-6,1 *
<i>p.m. Emploi intérieur</i> .....	9	-2,1	10	-1,1 *

Sources: ICN, BNB.

(1) Le pic d'activité précédant la récession est situé respectivement au premier trimestre de 1980, au premier trimestre de 1992, au quatrième trimestre de 2000 et au deuxième trimestre de 2008.

(2) Nombre de trimestres entre le pic et le creux, creux inclus.

(3) Perte en volume jusqu'au creux, exprimée en pourcentage du niveau de départ. Pour la récession actuelle, un astérisque indique les grandeurs économiques pour lesquelles la dernière donnée disponible (troisième trimestre de 2009) présentait toujours une évolution négative.

(4) Nombre de trimestres nécessaires à partir du creux pour retrouver le niveau du pic antérieur à la récession.

phase de reprise à l'autre. Ainsi, lors de la récession de 1980-1981, le redressement avait été particulièrement difficile et l'activité n'était revenue à son pic antérieur qu'après dix trimestres. Il va sans dire que l'ampleur de la récession joue également un rôle. En 2000-2001, lorsque la récession avait été moins sévère, le PIB avait retrouvé en un trimestre le niveau de son pic antérieur. Eu égard à la gravité de la récession actuelle, il est probable qu'il faille attendre plus longtemps que lors des épisodes de récession précédents avant que le PIB ne revienne au niveau de son sommet antérieur.

Le moment où est atteint le creux et la durée de reprise nécessaire pour retrouver le niveau du pic antérieur varient toutefois fortement d'une catégorie de dépenses à l'autre. De l'expérience du passé, il ressort que ce sont généralement les exportations et la consommation privée qui présentent les premiers signes de rétablissement. En effet, alors que ces deux grandeurs se redressent déjà, les investissements et l'emploi doivent encore largement s'ajuster. Le mouvement baissier des investissements et de l'emploi s'étale en moyenne sur une période de neuf à dix trimestres, si bien que ces deux grandeurs atteignent leur étiage plus tard que le PIB. Qui plus est, leur redémarrage est plus lent que celui du PIB.

### Facteurs de risque pour la sortie de récession en Belgique

Bien qu'il ait été modéré durant l'année sous revue, le repli des investissements et de l'emploi pourrait se poursuivre. Or, la réaction de ces deux grandeurs est primordiale pour poser les jalons d'une reprise soutenue. Celle-ci risque donc d'être plus laborieuse que par le passé, d'autant que la crise financière pourrait, en sus de l'action de la demande, contribuer à mettre les investissements sous pression par le biais d'un accès plus difficile au financement.

Par ailleurs, l'analyse qui précède montre que ce sont les exportations qui expliquent d'un point de vue historique l'ampleur exceptionnelle de la récession de 2008-2009. Comme c'est généralement le cas pour les économies très ouvertes, ce sont aussi celles-ci qui permettront d'amorcer la consolidation conjoncturelle en Belgique.



Indépendamment des incertitudes sur la solidité de la reprise à l'étranger, le handicap structurel de compétitivité de la Belgique – qui se marque par une tendance quasiment systématique à obtenir une croissance des exportations plus faible que les pays environnants – pourrait être de nature à freiner la capacité de l'économie belge à saisir pleinement les opportunités offertes par l'embellie du commerce mondial.

### 3.2 Évolution de l'activité

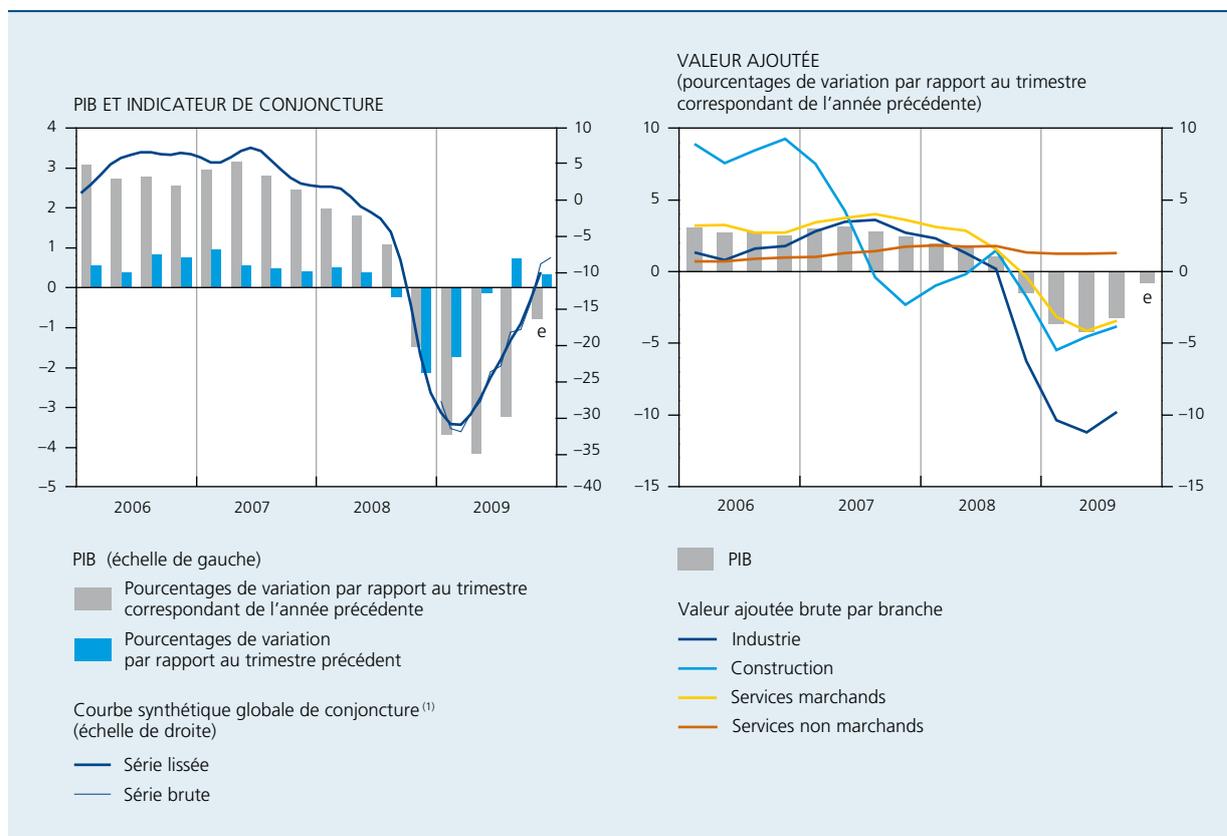
En Belgique, le rythme de contraction de l'activité a atteint son apogée au tournant de 2008 et de 2009. Alors que le niveau du PIB n'avait que légèrement diminué, de 0,2 p.c., au troisième trimestre de 2008, il a régressé drastiquement les deux trimestres suivants, d'abord de 2,1 p.c., puis de 1,7 p.c. Ce mouvement a constitué de loin le repli le plus brutal, par sa rapidité comme par son ampleur, depuis 1980, début de la période pour laquelle des agrégats des comptes nationaux sont disponibles sur

une base trimestrielle. Cette évolution est corroborée par le plongeon des indicateurs de conjoncture de la Banque, qui sont tombés à leur niveau le plus bas jamais observé. La chute a toutefois été enrayée dès le deuxième trimestre de 2009, puisque le PIB n'y a plus diminué que de 0,1 p.c.

Exprimé en glissement annuel, le recul du PIB a atteint 4,2 p.c. à la mi-2009. Les principales branches de production ont participé à ce mouvement, à l'exception des services non marchands. En effet, comme à l'accoutumée, cette branche a conservé un rythme de croissance de la

**GRAPHIQUE 37** ÉVOLUTION DU PIB ET DE LA VALEUR AJOUTÉE DANS LES PRINCIPALES BRANCHES D'ACTIVITÉ

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



Sources : ICN, BNB.

(1) Données corrigées des variations saisonnières.

valeur ajoutée positif, de l'ordre de 1,2 p.c., l'activité de ses principales composantes, parmi lesquelles les administrations publiques, l'enseignement ou les soins de santé, n'étant guère affectée par les aléas de la conjoncture.

En revanche, du fait de son imbrication étroite au sein de processus de production de plus en plus organisés internationalement et de l'importance des débouchés sur les marchés étrangers, c'est dans l'industrie que l'écroulement du commerce mondial s'est marqué le plus durement. Au total, la variation à un an d'écart de la valeur ajoutée y est passée d'un taux légèrement positif, de 0,2 p.c., au troisième trimestre de 2008, à un creux de -11,2 p.c. au deuxième trimestre de 2009. Comme le montre l'encadré 7, la dispersion des résultats des différentes branches qui composent l'industrie est en grande partie fonction de l'importance de leur ouverture internationale, les plus exposées ayant généralement connu une diminution de l'activité plus sévère que celles plutôt orientées vers le marché intérieur.

La forte dégradation du climat général des affaires n'a pas épargné les services marchands. Certes, le recul de l'activité y a été initialement modéré, et moins rapide que dans l'industrie, la valeur ajoutée n'ayant régressé que de 0,4 p.c. au quatrième trimestre de 2008 par rapport à la période correspondante de l'année précédente, mais il s'est ensuite sensiblement intensifié, jusqu'à atteindre 4,1 p.c. au deuxième trimestre de 2009. Ce fléchissement s'est manifesté dans la plupart des services marchands, quoique pour des raisons variées. D'une part, les activités logistiques et de transport, de même que le commerce de gros, ont directement subi le contrecoup de la contraction, en Belgique et plus largement en Europe, de l'activité des entreprises industrielles, pour lesquelles elles sont un input important. D'autre part, les prestations de services aux entreprises – par exemple les sociétés de conseil et d'informatique – ont eu à faire face aux mesures de réduction des coûts décidées par leurs clients dans un contexte de grande incertitude quant aux perspectives économiques. Enfin, outre les entreprises, les ménages ont également fortement restreint leurs dépenses, ce qui a pesé notamment sur le commerce de détail et l'horeca.

La détérioration de l'économie a aussi conduit à un affaiblissement marqué de la demande en matière de construction. Après un net ralentissement du rythme de progression dès la mi-2007, qui faisait suite à deux années de haute conjoncture, notamment pour le bâtiment résidentiel, l'activité était demeurée globalement stable dans le courant de 2008, avant de diminuer de 5,5 p.c. en termes annuels réels au premier trimestre de 2009. Un léger rebond a été observé au deuxième trimestre

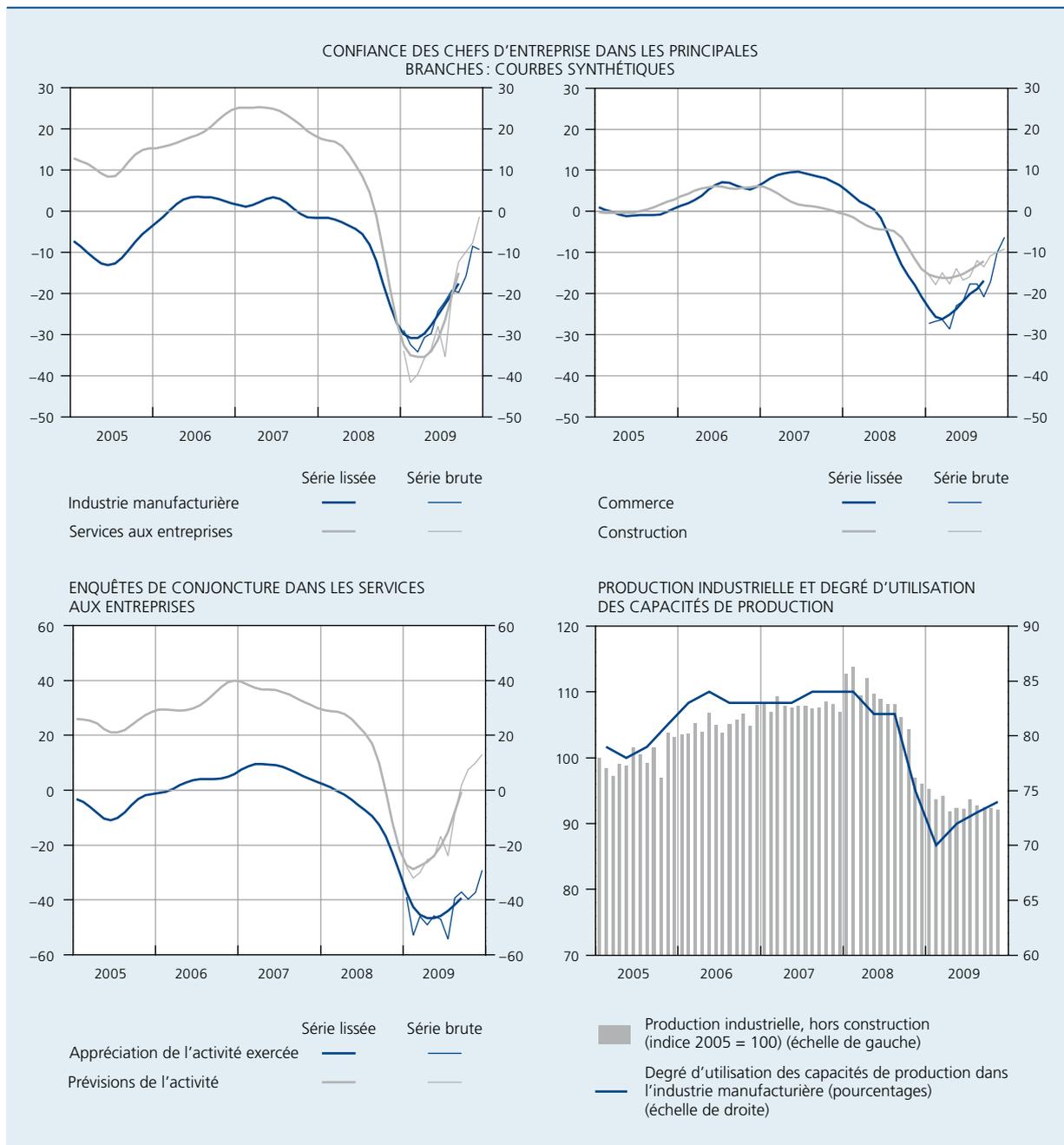
par rapport au trimestre précédent, en grande partie sous l'effet de l'amélioration des conditions climatiques, après un hiver inhabituellement rigoureux. Les entreprises de la construction ont également bénéficié des mesures adoptées dans le cadre du plan de relance économique initié par les pouvoirs publics belges. Outre l'accélération prévue des dépenses publiques d'infrastructure, les dispositions arrêtées dans ce cadre comprennent le prolongement jusqu'à la fin de 2010 de la réduction de 21 à 6 p.c. du taux de TVA appliqué sur une tranche de 50.000 euros pour des constructions neuves dont la demande de permis de bâtir a été introduite avant le 1<sup>er</sup> avril 2010, l'extension pour les années 2009 et 2010 à l'ensemble du territoire de la réduction à 6 p.c. du taux de TVA pour les rénovations après démolition alors que ce régime est normalement limité à trente-deux zones urbaines de la Belgique, ou encore l'élargissement des mesures en faveur des économies d'énergie. Ces dispositions n'ont sans doute pas immédiatement sorti leurs pleins effets, étant donné les délais inhérents à la mise en œuvre des projets de construction, mais elles ont néanmoins contribué à consolider l'activité de cette branche. Ainsi, celle-ci a continué à se redresser au troisième trimestre de 2009, à un rythme de l'ordre de 0,6 p.c. en glissement trimestriel. Même si cette progression a permis de ramener le rythme annuel de décroissance à 3,8 p.c. au troisième trimestre de 2009, l'ampleur du recul par rapport au niveau de l'année précédente était à ce moment encore significative.

Plus largement, le climat conjoncturel s'est progressivement amélioré dans l'ensemble des activités vers la mi-2009, y compris dans l'industrie manufacturière et les services aux entreprises. L'économie est donc sortie de la récession au deuxième semestre de l'année sous revue.

Cette tendance est apparue dès le mois d'avril dans les enquêtes de conjoncture. Dans l'industrie manufacturière, la courbe synthétique, après avoir atteint un minimum historique en mars, s'est redressée, d'abord de manière graduelle, puis plus nettement durant l'été. Ce rétablissement a dans une large mesure été porté par l'amélioration des indicateurs relatifs à l'appréciation des carnets de commandes et par des perspectives plus fermes quant à l'évolution de la demande. Parmi les autres questions des enquêtes, qui ne sont pas reprises dans le calcul de l'indicateur synthétique, il faut également souligner le rebond de l'indicateur relatif au rythme de l'activité à partir du printemps 2009. L'analyse par branche des résultats de l'enquête de conjoncture montre par ailleurs que cette amélioration du climat conjoncturel a été ressentie avec plus de vigueur dans les branches d'activité situées plutôt en amont du processus de production ou davantage orientées vers la demande extérieure, comme la sidérurgie ou l'industrie chimique.

GRAPHIQUE 38 INDICATEURS DE CONJONCTURE DANS LES PRINCIPALES BRANCHES D'ACTIVITÉ

(données corrigées des variations saisonnières)



Sources : DGSIE, BNB.

L'embellie conjoncturelle qui s'est manifestée en premier lieu dans l'industrie s'est rapidement propagée aux sociétés des services aux entreprises, qui avaient été particulièrement touchées par la chute de l'activité industrielle. Les données d'enquête signalent, en effet, un redressement marqué de l'indicateur synthétique depuis l'été 2009, qui s'explique en grande partie par des anticipations plus favorables des chefs d'entreprise quant à l'évolution de

l'activité. Les progrès ont toutefois été moins nets en ce qui concerne l'appréciation de l'activité exercée.

Dans le commerce, les détaillants et grossistes interrogés dans le cadre de l'enquête mensuelle se sont également montrés sensiblement moins pessimistes, comme le laisse apparaître la remontée progressive de l'indicateur synthétique depuis le mois d'avril 2009. Toutefois,

**TABEAU 9** VALEUR AJOUTÉE DANS LES BRANCHES D'ACTIVITÉ

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

	<i>p.m.</i> <i>Poids</i> <sup>(1)</sup>	2005	2006	2007	2008	2009 Trois premiers trimestres <sup>(2)</sup>
Agriculture .....	0,9	-12,1	10,0	-1,1	0,1	-2,7
Industrie .....	18,2	0,6	1,4	3,2	-0,6	-10,5
Construction .....	5,2	4,0	8,6	2,2	-0,4	-4,6
Services .....	75,8	2,5	2,3	3,0	1,7	-2,1
dont:						
Services marchands <sup>(3)</sup> .....	52,4	2,9	3,0	3,7	1,8	-3,6
Services non marchands <sup>(4)</sup> .....	23,3	1,5	0,8	1,4	1,7	1,3
<b>Total</b> .....	<b>100,0</b>	<b>2,0</b>	<b>2,6</b>	<b>2,8</b>	<b>1,2</b>	<b>-3,8</b>
<i>p.m. PIB</i> .....		2,0	2,8	2,8	0,8	-3,7

Source: ICN.

(1) Pourcentages de la valeur ajoutée totale en 2008.

(2) Pourcentages de variation par rapport à la période correspondante de 2008.

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

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

l'amélioration de leurs anticipations a été moins importante que dans l'industrie, puisque le niveau de l'indicateur synthétique du commerce est demeuré en retrait de son niveau moyen au cours du troisième trimestre de 2009. Ce redressement moins rapide de la conjoncture dans le commerce résulte largement de perspectives encore incertaines en ce qui concerne la demande intérieure, compte tenu de la détérioration attendue sur le marché du travail.

Dans la foulée de ce raffermissement du climat des affaires, tel que perçu par les chefs d'entreprise, un rétablissement graduel de l'activité, quoique globalement modeste, s'est manifesté à partir du troisième trimestre dans les statistiques mesurant directement la production. Ainsi, la croissance du PIB a atteint 0,7 p.c. au troisième trimestre de 2009 en glissement trimestriel, mettant un terme à quatre trimestres consécutifs de baisse.

Le rebond a été le plus vif dans l'industrie, puisque la valeur ajoutée y a progressé de 1 p.c. par rapport au trimestre précédent. Ce mouvement, lié à l'évolution plus favorable du commerce mondial, a ramené la baisse de la valeur ajoutée mesurée à un an d'écart, de 11,2 p.c. au deuxième trimestre de 2009 à 9,8 p.c. au troisième trimestre. Concomitamment, le net repli du degré d'utilisation des capacités de production qui s'était amorcé à la fin de 2008 a également pris fin. Cette consolidation a été plus marquée pour les producteurs de biens

intermédiaires, c'est-à-dire les entreprises dont la production est principalement destinée aux marchés extérieurs.

Dans les services marchands, le taux de croissance de la valeur ajoutée en glissement trimestriel s'est élevé à 0,4 p.c. au troisième trimestre de 2009. Bien qu'encore discret au regard des performances du passé, ce regain s'explique principalement par le redémarrage de l'activité dans les services aux entreprises, ainsi que dans la branche « commerce, transports et communications ». En effet, la tendance baissière observée au sein de ces branches s'est inversée au cours de l'été 2009, en raison du redressement de l'activité industrielle et de l'amélioration progressive de la demande intérieure.

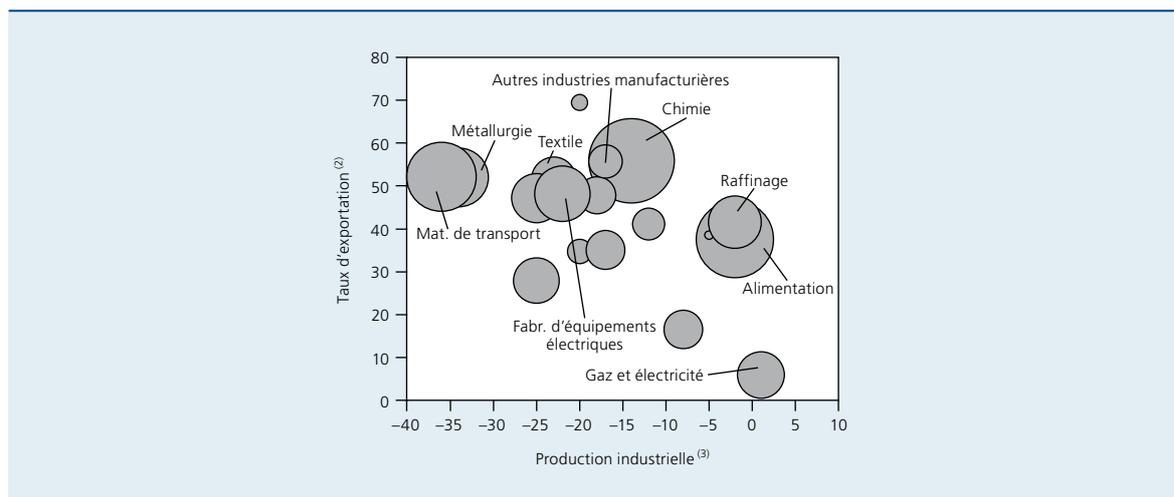
Selon les estimations pour le quatrième trimestre, le PIB aurait de nouveau progressé, de 0,3 p.c. Au regard de ces évolutions récentes, il apparaît que l'économie belge a tiré profit à la fois de l'embellie conjoncturelle internationale qui s'est opérée dans le courant du second semestre de 2009, et des mesures prises dans le cadre du plan de relance économique. Toutefois, l'importance de la reprise doit encore être relativisée. Ainsi, bien que s'inscrivant dans une tendance haussière, la plupart des indicateurs issus des enquêtes de conjoncture se sont situés en dessous de leur moyenne de longue période, et n'ont pas encore renoué avec les niveaux atteints avant la crise. En outre, pour la majorité des branches d'activité, la valeur ajoutée générée au troisième trimestre de 2009 est restée largement inférieure à celle dégagée un an plus tôt.

## Encadré 7 – Transmission de la baisse de la demande mondiale aux branches d'activité en Belgique

Dès la fin de 2008, les échanges commerciaux se sont effondrés au niveau mondial, dans la foulée de la diffusion de plus en plus nette de la crise financière à la sphère réelle. Ils ont enregistré une contraction historique, de l'ordre de 20 p.c. Un tel mouvement a constitué un choc important pour la Belgique, en raison du caractère très ouvert de son économie, fortement orientée vers l'exportation de biens industriels. Ce choc s'est propagé à l'ensemble des activités, principalement par le biais de deux canaux, à savoir directement dans les branches les plus orientées vers l'exportation, d'une part, et de façon indirecte via les flux de consommation intermédiaire entre les différentes branches, d'autre part.

Eu égard au poids très élevé des produits industriels dans les exportations, le secteur secondaire a été particulièrement touché par la chute de la demande extérieure. Toutefois, l'impact de celle-ci s'est marqué de manière différenciée selon le degré d'ouverture des branches de l'industrie, comme le montre le graphique ci-après.

DEGRÉ D'OUVERTURE À L'EXPORTATION ET ÉVOLUTION DE LA PRODUCTION INDUSTRIELLE <sup>(1)</sup>



Sources : DGSIE, ICN.

- (1) La surface des cercles est proportionnelle à la part de la production de la sous-branche dans le total de celle de l'industrie, calculée sur la base des tableaux input-output de 2000.
- (2) Le taux d'exportation est mesuré par le rapport en pourcentage entre les exportations et le total des ressources disponibles. Il est calculé sur la base des tableaux input-output de 2000.
- (3) Pourcentages de variation à un an d'écart de la production industrielle au premier semestre de 2009.

Généralement, ce sont les industries les plus orientées vers l'exportation, c'est-à-dire celles qui, selon les tableaux input-output de l'année 2000, présentaient un rapport entre les exportations et le total des ressources disponibles – soit par la production intérieure, soit par les importations – supérieur à 50 p.c., qui ont été les plus affectées. Dans la plupart de ces branches, le repli de l'activité s'est situé, comme le montre l'évolution de la production industrielle, dans une fourchette comprise entre 10 et 36 p.c. en glissement annuel au cours du premier semestre de 2009. L'industrie de fabrication de matériel de transport, dont le taux d'exportation figure parmi les plus hauts, s'est montrée particulièrement sensible à l'effondrement de la demande mondiale, affichant une baisse de la production de l'ordre de 36 p.c. La métallurgie a enregistré une diminution de son activité de quelque 34 p.c. au cours de la période sous revue. L'effet négatif de la chute de la demande extérieure a également joué dans



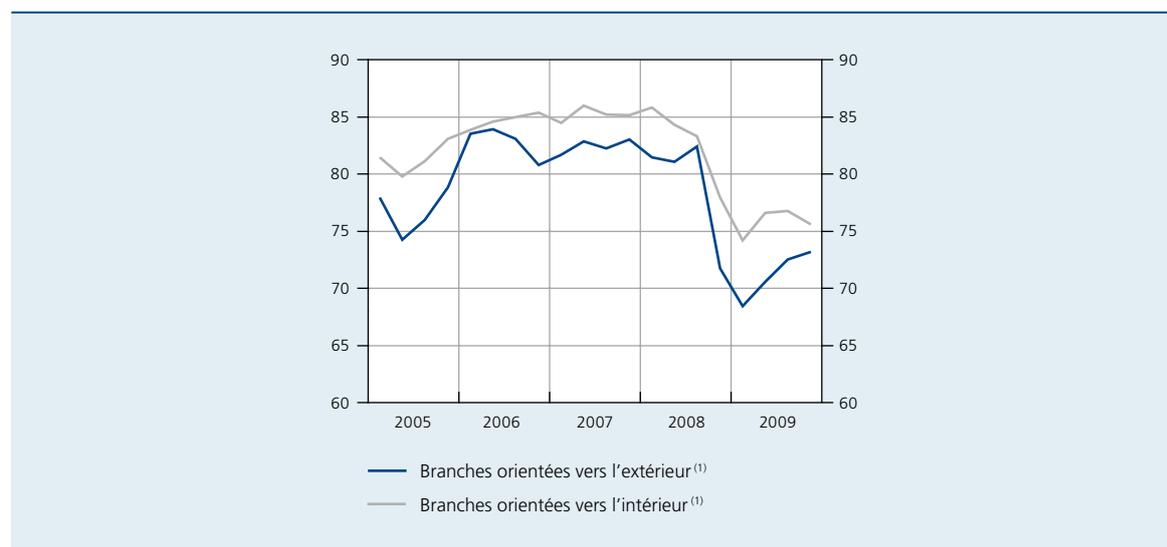
les autres branches qui constituent elles aussi des points forts des exportations belges, avec une diminution de la production de 14 p.c. dans la chimie et de 17 p.c. dans les autres industries manufacturières.

Pour leur part, les autres branches de l'industrie, qui avec un taux d'exportation inférieur à 50 p.c. sont principalement orientées vers le marché intérieur, ont été en moyenne moins pénalisées par la chute drastique de la demande mondiale. C'est le cas notamment de l'alimentation, où le repli de la production a été limité à 2 p.c.

Cette dichotomie entre les branches industrielles orientées vers l'extérieur et celles orientées vers l'intérieur ressort également de l'analyse du degré d'utilisation de leurs capacités de production. De fait, la comparaison de l'évolution des taux d'utilisation au cours des deux dernières années met en lumière une différenciation marquée durant la période récente. Ainsi, alors que leurs niveaux sont généralement très proches et évoluent de concert, le degré d'utilisation des capacités de production s'est plus fortement réduit à partir de la fin de 2008 dans les branches davantage orientées vers l'exportation.

#### DEGRÉ D'UTILISATION DES CAPACITÉS DE PRODUCTION DANS L'INDUSTRIE MANUFACTURIÈRE

(données trimestrielles corrigées des variations saisonnières, pourcentages)



Sources : ICN, BNB.

(1) Les branches d'activité sont classifiées comme étant orientées vers l'extérieur ou vers l'intérieur selon que leur degré d'ouverture est supérieur ou non à 50 p.c.

Vu l'interpénétration croissante entre l'industrie et les services marchands, l'impact négatif de la chute des exportations sur l'industrie s'est également diffusé de façon plus indirecte vers ceux-ci, même s'ils sont peu orientés directement vers les marchés extérieurs. Cet effet d'entraînement intersectoriel découle des achats de consommation intermédiaire<sup>(1)</sup>, les entreprises ayant tendance à se concentrer sur leurs activités de base et à sous-traiter les services de support nécessaires à leur fonctionnement.

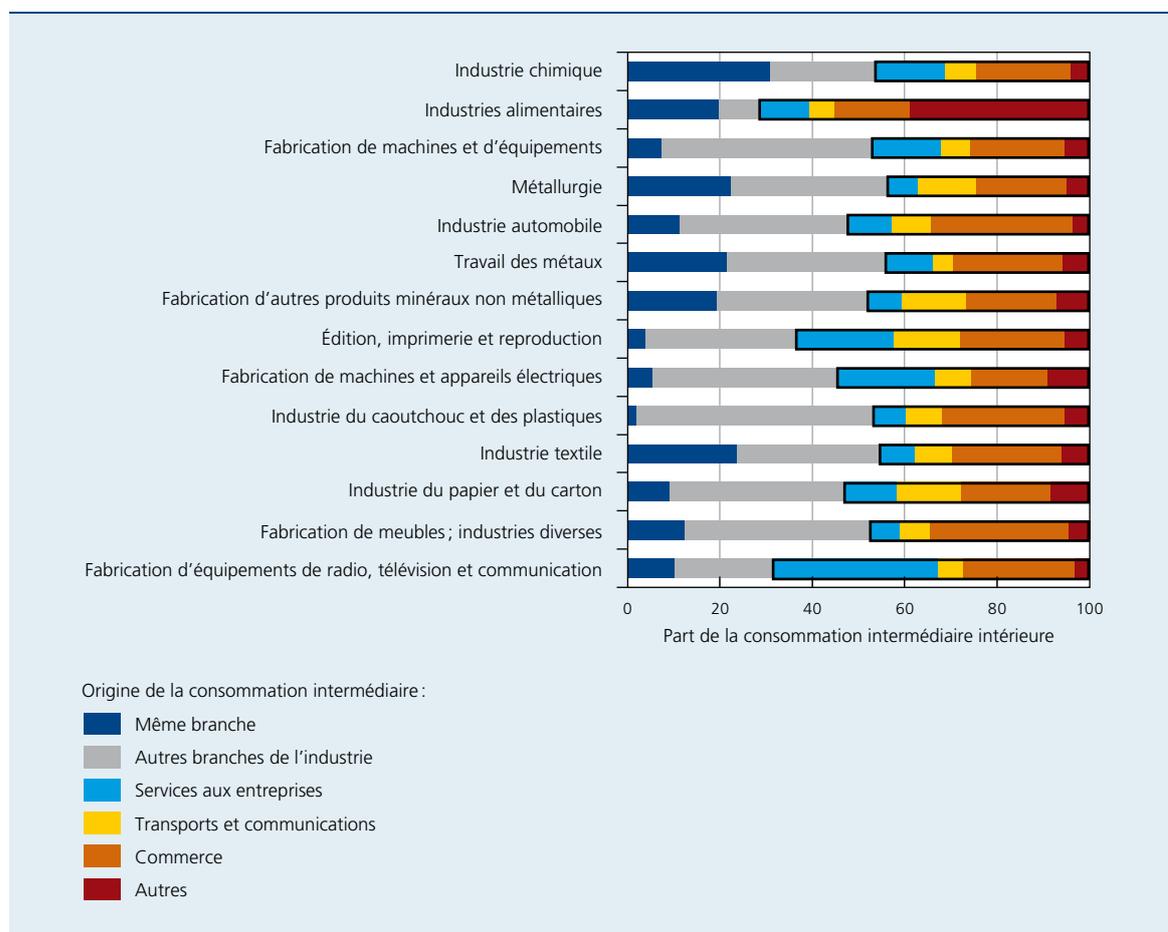
Les tableaux input-output permettent de décomposer les effets dérivés qui résultent de la production dans l'industrie et donnent, partant, une indication de la manière dont s'est disséminé le recul de celle-ci à partir de la fin de 2008. Cette décomposition montre, tout d'abord, qu'une partie des effets dérivés se produisent au sein

(1) Voir à ce propos :  
Cornille D. et B. Robert (2005), « Interdépendances sectorielles et structure des coûts de l'économie belge : une application des tableaux input-output », BNB, *Revue économique*, deuxième trimestre, 33-48.  
Wöfl A. (2004), *The interaction between manufacturing and service : some preliminary findings*. OECD, STI working paper, 2004/7.  
Wöfl A. (2005), *The service economy in OECD countries*, OECD, STI working paper, 2005/3.

de la même branche de production. Dans l'industrie manufacturière, c'est particulièrement le cas de l'industrie alimentaire, de la métallurgie ou encore de la chimie, où respectivement près de 20 p.c., 22 p.c. et 31 p.c. de la consommation intermédiaire intérieure proviennent de la même branche. Sur le plan des relations entre branches de natures différentes, on constate une forte concentration des effets dérivés de l'activité de l'industrie dans les services marchands, en particulier dans les services aux entreprises, dans le commerce – notamment via le commerce de gros – et dans les services de transports et communications. Ces branches de services ont donc été indirectement touchées par la baisse de l'activité industrielle à partir de la fin de 2008. À titre d'exemple, près de 31 p.c. de la consommation intermédiaire intérieure de l'industrie automobile portent sur des services fournis par les entreprises du commerce. Les services aux entreprises constituent également une part non négligeable du total de la consommation intermédiaire intérieure de certaines branches de l'industrie. C'est le cas en particulier pour la fabrication d'équipements de radio, télévision et communication (36 p.c.), la fabrication de machines et appareils électriques (21 p.c.), l'édition, imprimerie et reproduction (21 p.c.).

### STRUCTURE DE LA CONSOMMATION INTERMÉDIAIRE INTÉRIEURE DE L'INDUSTRIE

(pourcentages du total de la consommation intermédiaire intérieure de la branche <sup>(1)</sup>)



Source : ICN.

(1) Classement des branches par ordre décroissant d'importance de la valeur ajoutée.

Au total, étant donné ces relations de consommation intermédiaire entre les branches, le choc de la demande extérieure qu'a subi la Belgique à partir de la fin de 2008 a donné lieu, outre ses effets directs sur l'industrie, à des effets dérivés additionnels de 20 p.c. dans l'industrie et de 30 p.c. dans les services marchands. Compte tenu de ces effets multiplicateurs, une large partie du recul des activités de transports et communications, du commerce ou des services aux entreprises peut donc *in fine* être attribuée à la chute de la demande extérieure. Il convient toutefois de rappeler que l'analyse reposant sur la matrice input-output – en l'occurrence ici celle de 2000 – est par nature statique, les développements récents de l'activité de services pouvant également être affectés par des réactions spécifiques des entreprises et des ménages durant la crise.

### 3.3 Évolutions réelles dans les principaux secteurs

La combinaison d'une crise financière virulente et d'un recul généralisé de l'activité au niveau mondial a lourdement frappé les ménages et les entreprises en 2009. À l'exception de la consommation et des investissements du secteur des administrations publiques, toutes les composantes de la demande finale ont pesé de manière significative sur l'évolution du PIB, tandis que le recul concomitant

des importations a conduit à une contribution neutre des exportations nettes.

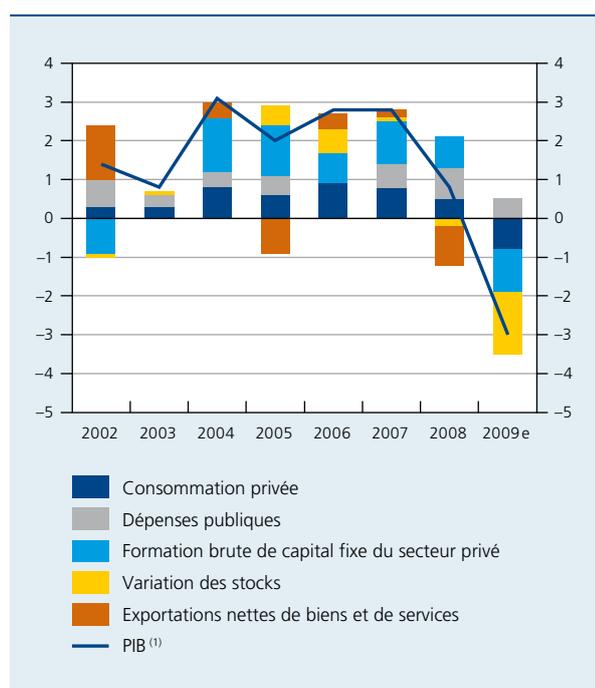
#### Entreprises

À la fin de 2008 et au début de 2009, les entreprises ont été confrontées à une diminution sans précédent de la demande qui leur est adressée, sous l'effet principalement de l'effondrement du commerce extérieur. Les perspectives sont restées incertaines sur ce plan, mais aussi en matière d'évolution plus générale du chiffre d'affaires et des conditions de financement, compte tenu des tensions financières et des difficultés des établissements de crédit, même si un certain apaisement s'est manifesté dans le courant de l'année sous revue. Dans ce contexte, les sociétés n'ont eu d'autre choix que de procéder à des ajustements d'envergure. Ainsi, un grand nombre d'entreprises industrielles ont suspendu une partie, voire la totalité, de leur production et ont drastiquement réduit leurs stocks, de manière aussi à préserver leur position financière. Même si ce mouvement s'est sensiblement ralenti au second semestre, la contribution de la variation des stocks a grevé la croissance annuelle du PIB à hauteur de 1,6 point de pourcentage en termes réels. Environ la moitié du repli du PIB enregistré en 2009 est donc provenu du fait que les entreprises ont massivement écoulé leurs stocks.

En outre, les entreprises ont dû ajuster dans une large mesure le niveau des facteurs de production mis en œuvre, qu'il s'agisse du travail ou du capital. Leur formation brute de capital fixe s'est ainsi contractée en termes réels de 6,5 p.c. en 2009, une situation qui contraste nettement avec celle des cinq années précédentes, durant lesquelles les entreprises avaient accru leurs investissements de 6,6 p.c. par an en moyenne. Dans la mesure où ce tassement a été plus important que celui de l'activité, leur taux d'investissement s'est lui aussi inscrit en recul, revenant de 15,1 p.c. en 2008 à 14,6 p.c. en 2009.

**GRAPHIQUE 39** PIB ET PRINCIPALES CATÉGORIES DE DÉPENSES EN BELGIQUE

(données corrigées des effets de calendrier, contribution à la variation du PIB, points de pourcentage, sauf mention contraire)



Sources : ICN, BNB.

(1) Pourcentages de variation annuelle.

**TABLEAU 10** 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)

	2005	2006	2007	2008	2009 e
Dépenses de consommation finale des particuliers .....	1,2	1,8	1,6	1,0	-1,5
Dépenses de consommation finale des administrations publiques	1,2	1,0	2,6	3,3	1,7
Formation brute de capital fixe .....	7,7	2,7	5,7	3,8	-4,6
Logements .....	10,9	3,4	-0,8	-1,6	-2,8
Entreprises .....	5,5	4,5	8,7	6,1	-6,5
Administrations publiques .....	15,8	-12,4	3,6	3,4	7,4
<i>p.m. Total des dépenses intérieures finales</i> .....	2,5	1,8	2,7	2,2	-1,4
Variation des stocks <sup>(1)</sup> .....	0,5	0,6	0,1	-0,2	-1,6
Exportations de biens et de services .....	4,8	5,0	4,4	1,4	-11,0
Importations de biens et de services .....	6,5	4,7	4,4	2,7	-11,1
<i>p.m. Exportations nettes de biens et de services<sup>(1)</sup></i> .....	-0,9	0,4	0,2	-1,0	0,0
PIB .....	2,0	2,8	2,8	0,8	-3,0

Sources: ICN, BNB.

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

Toutefois, étant donné l'ampleur de la diminution du PIB, il se situait encore à un niveau élevé, supérieur à celui relevé avant 2008.

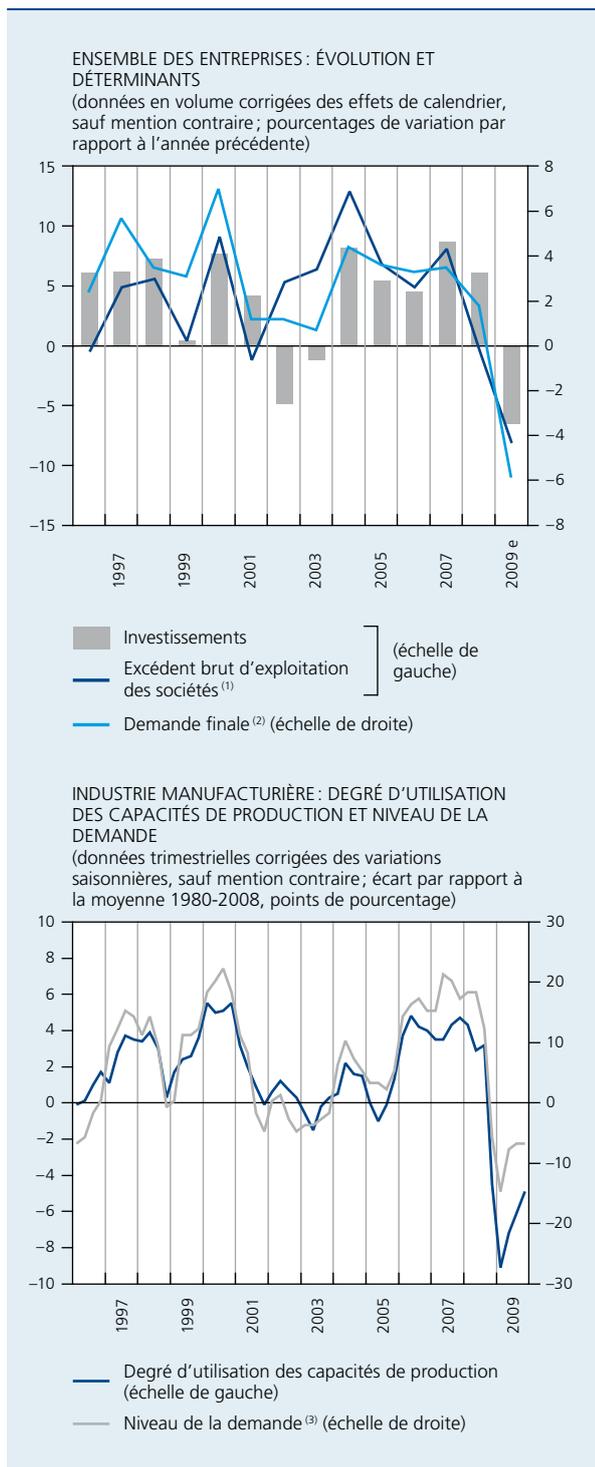
Le vif repli des investissements des entreprises tient essentiellement à l'effondrement sans précédent de la demande finale observé à partir de la mi-2008 et à la sous-utilisation des capacités de production des entreprises. Selon les résultats de l'enquête trimestrielle réalisée auprès de l'industrie manufacturière, le degré d'utilisation des capacités de production est revenu de 82,4 p.c. au troisième trimestre de 2008 à un minimum historique de 70,1 p.c. au premier trimestre de 2009, avant de se redresser légèrement, pour atteindre 74,3 p.c. au dernier trimestre. Le faible degré d'utilisation des capacités de production a incité bon nombre de sociétés et d'indépendants à renoncer aux investissements qu'ils avaient prévus, ou à tout le moins à les reporter.

Les trois quarts des chefs d'entreprise considèrent que la principale cause de cette sous-utilisation de leur appareil de production réside dans l'insuffisance de débouchés. Même si l'économie mondiale a évolué de manière plus favorable au second semestre de l'année sous revue, la reprise n'en est pas moins demeurée modeste et fragile. Les perspectives de débouchés sont donc restées empreintes de pessimisme, et de lourdes incertitudes ont continué de planer sur le caractère durable de la reprise économique, ce qui n'a guère incité les entreprises à procéder à d'importants investissements.

Dans le même temps, la réduction des bénéficiaires a altéré la capacité des entreprises à autofinancer leurs investissements. L'excédent brut d'exploitation des sociétés a ainsi sensiblement reflué en 2009, essentiellement en raison de la contraction de 7,1 p.c. du volume des ventes, alors que la marge brute d'exploitation par unité vendue n'a diminué que d'environ 1 p.c. Les différents facteurs qui déterminent cette marge ont toutefois présenté des évolutions très nettes. Ainsi, dans un contexte de demande très faible, les prix de vente ont diminué en moyenne de près de 4 p.c. par rapport à l'année précédente: le recul a atteint 3 p.c. sur le marché intérieur, et 4,8 p.c. pour les prix des exportations. Dans l'ensemble, les coûts totaux par unité vendue ont également baissé de quelque 4 p.c., à cause principalement du repli, à hauteur de 7,2 p.c., du prix des inputs importés, notamment de celui des matières premières. Toutefois, la forte progression – de 4 p.c. environ – des coûts salariaux unitaires a, quant à elle, lourdement grevé la marge d'exploitation. Cette augmentation est principalement imputable au recul moins prononcé du nombre d'heures ouvrées que de la production, ce qui a considérablement comprimé la productivité du travail.

Même si les entreprises ont sensiblement moins investi en capital fixe qu'en 2008, le tassement a été moindre que celui observé dans la zone euro. Il apparaît également limité par rapport à la baisse de 4,8 p.c. qui avait été enregistrée en 2002, à la suite du dernier repli conjoncturel observé en Belgique, à un moment où le contexte était beaucoup plus favorable en termes de demande ou

**GRAPHIQUE 40 INVESTISSEMENTS DES ENTREPRISES**



Sources : ICN, BNB.

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

(2) Hors variation des stocks.

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

de rentabilité. Cela s'explique en partie par le fait que, à l'entame de la crise, la situation des entreprises belges était plus robuste qu'au début du millénaire ou que celle de leurs homologues européennes. Les entreprises belges étaient, en effet, parvenues à réduire significativement leur endettement de 2002 à 2006. Cette évolution n'était pas seulement liée à la croissance inhabituellement élevée de leur excédent brut d'exploitation, mais s'expliquait aussi par les excellentes performances boursières qui avaient rendu l'émission d'actions relativement plus intéressante que le financement par endettement. En outre, l'instauration de la déduction fiscale pour capital à risque, via le mécanisme dit des intérêts notionnels, avait conduit les entreprises belges à renforcer, à partir de 2005, leurs capitaux propres.

Par ailleurs, après un net renchérissement en 2008 et au début de l'année sous revue, lorsque la crise financière s'est fortement intensifiée, les coûts de financement externe se sont considérablement allégés au cours de 2009, comme on l'explique en détail dans le chapitre 7. D'une part, à la suite de la baisse des primes de risque et de l'embellie boursière, il est devenu moins onéreux pour les entreprises de se financer par l'émission d'obligations ou d'actions. D'autre part, le net assouplissement de la politique monétaire a également entraîné une vive diminution des taux d'intérêt pratiqués par les banques. Dans le même temps toutefois, les entreprises ont fait état d'un durcissement des autres critères d'octroi de crédits par les institutions financières. Dans un contexte conjoncturel détérioré, et donc plus risqué pour les prêteurs, et de réorganisation de l'activité du secteur financier, les banques ont ainsi souvent exigé plus de garanties, de même qu'elles ont limité la taille de leurs crédits et ont facturé plus de frais.

La contraction de 8,1 p.c. de l'excédent brut d'exploitation des sociétés – après une croissance exceptionnellement vive de 2004 à 2007 – a en partie été compensée par l'évolution des autres composantes du revenu disponible. Les entreprises ont ainsi payé moins d'intérêts et versé moins de dividendes au cours de l'année sous revue qu'en 2008, de sorte que leur revenu net de la propriété a été moins négatif. En outre, les impôts sur le revenu et sur le patrimoine qu'elles ont acquittés ont fortement reflué, à hauteur de 28 p.c. Cette situation trouve son origine dans la crise qui a fait baisser la base imposable, notamment dans le secteur financier. Au total, le revenu disponible des sociétés s'est amenuisé, en termes nominaux, de 5,4 p.c. en 2009. À la suite de la vive diminution de la formation de capital fixe et des stocks, le solde de financement des entreprises s'est toutefois sensiblement amélioré, se muant d'un déficit de 2,5 p.c. du PIB en 2008 en un surplus de 0,8 p.c.

**TABLEAU 11** PRINCIPALES COMPOSANTES ET DÉTERMINANTS DE L'EXCÉDENT BRUT D'EXPLOITATION DES SOCIÉTÉS, À PRIX COURANTS

	2005	2006	2007	2008	2009 e
<b>Déterminants de l'excédent brut d'exploitation des sociétés</b> (pourcentages de variation par rapport à l'année précédente)					
Excédent brut d'exploitation .....	6,8	4,9	8,1	-0,4	-8,1
Marge brute d'exploitation par unité vendue <sup>(1)</sup> .....	3,0	1,0	3,9	-2,4	-1,1
Prix de vente unitaire <sup>(1)</sup> .....	3,1	2,6	1,9	4,0	-3,9
Sur le marché intérieur <sup>(1)</sup> .....	2,2	2,6	1,6	3,7	-3,0
À l'exportation .....	4,1	2,7	2,2	4,2	-4,8
Coûts par unité vendue <sup>(1)</sup> .....	3,2	2,9	1,6	5,1	-4,3
Biens et services importés .....	4,5	3,4	1,9	6,6	-7,2
Coûts d'origine intérieure par unité produite <sup>(1)(2)</sup> .....	0,8	2,0	0,8	2,5	2,8
dont: coûts salariaux unitaires .....	1,1	1,8	2,3	3,7	4,2
Ventes finales en volume <sup>(1)</sup> .....	3,7	3,8	4,0	2,1	-7,1
Sur le marché intérieur <sup>(1)</sup> .....	2,8	2,6	3,6	2,7	-2,7
À l'exportation .....	4,6	5,0	4,5	1,5	-11,1
<b>Principales composantes du compte des sociétés</b> (pourcentages du PIB)					
Revenu disponible brut .....	14,3	14,2	15,0	13,0	12,6
Excédent brut d'exploitation .....	23,0	22,9	23,6	22,8	21,4
Autres composantes du revenu disponible <sup>(3)</sup> .....	-8,6	-8,8	-8,6	-9,8	-8,8
Utilisations .....	10,9	13,9	14,4	15,5	11,8
Formation brute de capital .....	13,8	14,5	14,9	15,9	12,5
Transferts en capital <sup>(4)</sup> .....	-2,9	-0,6	-0,5	-0,4	-0,7
Solde de financement .....	3,4	0,2	0,5	-2,5	0,8

Sources: ICN, BNB.

(1) Y compris la variation des stocks.

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

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

(4) Il s'agit de montants nets, c'est-à-dire de la différence entre les transferts versés à d'autres secteurs et ceux reçus d'autres secteurs, y compris les acquisitions nettes d'actifs non financiers non produits, par exemple les terrains ou les brevets et fonds de commerce.

## Particuliers

De même que les investissements des entreprises, ceux en logements ont décliné de manière sensible en 2009, de 2,8 p.c., après s'être déjà inscrits en recul en 2007 et en 2008. Compte tenu du délai généralement observé entre le moment où la décision de construire ou de procéder à la rénovation d'un logement est prise et celui où ce projet est mis en œuvre, l'explication de la faiblesse des dépenses dans ce domaine au début de l'année sous revue réside en partie dans la hausse des taux d'intérêt hypothécaires les deux années précédentes. L'évolution des investissements en logements a aussi été freinée par la forte détérioration des perspectives économiques, qui a incité certains particuliers à surseoir la réalisation de leur projet. Par ailleurs, après une progression moyenne de 11,3 p.c. par an de 2005 à 2007, les prix ont diminué d'environ 0,5 p.c. sur le marché secondaire de l'immobilier résidentiel en 2009. Le

repli des investissements est toutefois demeuré limité par rapport à celui enregistré en 2002, lorsque ceux-ci avaient fléchi de 5,5 p.c. D'une part, les banques ont progressivement répercuté sur leur clientèle une partie des baisses du taux d'intérêt directeur auxquelles a procédé la BCE, faisant refluer les taux d'intérêt hypothécaires. D'autre part, les mesures de soutien à la construction instituées par le gouvernement dans le cadre du plan de relance ont également stimulé les investissements en logements neufs, de même que les travaux de rénovation.

En général, les dépenses de consommation des particuliers évoluent de manière beaucoup moins volatile que leurs investissements. Les particuliers ont aussi souvent tendance à lisser leur consommation dans le temps, en amortissant les effets des variations erratiques qui affectent parfois le revenu disponible. À cet égard, le caractère inhabituellement prononcé de la diminution, de 1,5 p.c.

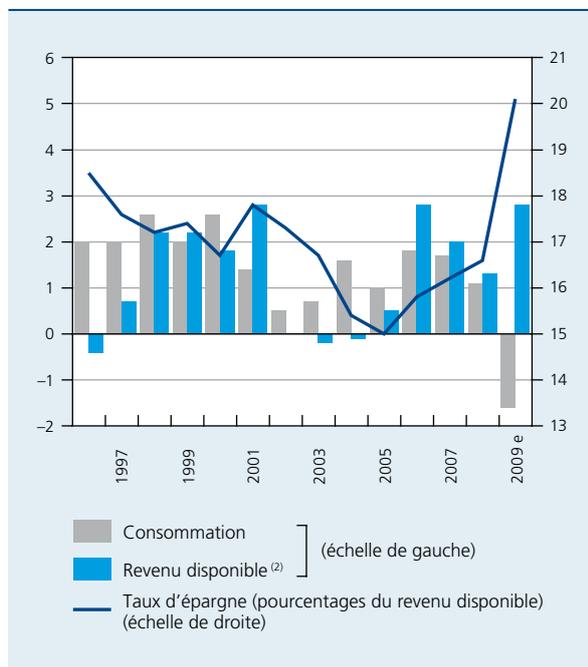
en termes réels, de la consommation privée en 2009 rend celle-ci atypique. La consommation avait encore progressé de 1 p.c. en 2008 et de 1,7 p.c. en moyenne les deux années précédentes. En outre, au cours de l'année sous revue, le revenu disponible des particuliers – qui est traditionnellement un déterminant important de leurs dépenses de consommation – a augmenté à un rythme supérieur à la moyenne, du moins en termes réels.

La croissance soutenue du revenu disponible réel des particuliers découle toutefois en partie de facteurs temporaires, ce qui suggère que ceux-ci ont choisi de ne pas consommer immédiatement cet avantage non récurrent en termes de revenus. D'abord, les ménages ont bénéficié en 2009 du fait que, à l'inverse de 2008, l'indexation des salaires et des allocations sociales a été largement supérieure à l'érosion du pouvoir d'achat engendrée par l'inflation. En effet, l'indice-santé des prix à la consommation, qui est utilisé comme référence pour l'indexation, a progressé en 2009 à un rythme supérieur à celui de l'inflation totale, cette dernière s'inscrivant en recul en raison notamment des effets de base négatifs qui ont fait suite au net renchérissement du pétrole brut en 2008. En outre, les décalages induits par les mécanismes d'indexation existants dans les différentes commissions paritaires impliquent que le pouvoir d'achat des particuliers se renforce plus sensiblement en période de repli de l'inflation, comme cela a été le cas durant la majeure partie de 2009. Grâce à l'indexation, la rémunération totale des salariés, qui constitue de loin la principale source de revenus des particuliers, a dès lors encore augmenté de 1,2 p.c. au cours de l'année sous revue, bien que le nombre total d'heures ouvrées ait fortement reculé. Ensuite, en ce qui concerne les transferts versés aux autres secteurs, le pouvoir fédéral a accéléré les enrôlements à l'impôt des personnes physiques en fin d'année, ce qui a sensiblement gonflé le montant des paiements en faveur des ménages, une grande partie d'entre eux bénéficiant d'un remboursement d'impôts à deux reprises au cours de 2009. Par ailleurs, la réduction de l'impôt des personnes physiques sur le revenu du travail consentie par la Région flamande a elle aussi apporté une contribution positive au revenu disponible des particuliers; le gouvernement flamand a toutefois nettement restreint l'ampleur de cette mesure dans le cadre de l'établissement de son budget pour 2010. La diminution du montant net des impôts payés en 2009 est donc clairement non récurrente.

Pour sa part, l'ensemble de l'excédent brut d'exploitation et du revenu mixte brut des indépendants a sensiblement diminué à la suite de la forte contraction de l'activité. Le revenu de la propriété a lui aussi été considérablement touché. Les particuliers, qui sont traditionnellement des prêteurs nets de fonds vis-à-vis des autres secteurs, ont

#### GRAPHIQUE 41 CONSOMMATION, REVENU DISPONIBLE ET TAUX D'ÉPARGNE DES PARTICULIERS

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



Sources : ICN, BNB.

(1) Données non corrigées des effets de calendrier.

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

ainsi ressenti les effets du repli marqué des taux d'intérêt. De même, les dividendes perçus se sont inscrits en baisse après deux années pendant lesquelles ils avaient été très élevés.

Contrairement aux facteurs de soutien cités plus haut, ces éléments grèveront probablement durant plusieurs années le revenu disponible des particuliers, et contribuent donc à expliquer le faible niveau de la consommation privée. Mais il est évident que d'autres éléments ont également joué un rôle au plus fort de la crise économique et financière, en particulier le pessimisme des ménages quant à l'évolution du chômage et à la chute de la valeur de leur patrimoine financier. Comme l'explique l'encadré 8, ces effets ont concouru à accroître nettement la propension à épargner, le volume de la consommation privée accusant un recul prononcé au quatrième trimestre de 2008 et au premier semestre de 2009. En outre, la charge croissante, au cours des dernières années, des intérêts supportés par les ménages et la détérioration de la situation des finances publiques, qui, pour être résorbée, laisse présager à terme du risque d'un alourdissement de la fiscalité ou d'une limitation des prestations sociales, ont renforcé ce mouvement.

**TABLEAU 12 DÉTERMINANTS DU REVENU DISPONIBLE BRUT DES PARTICULIERS, À PRIX COURANTS**

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

	2005	2006	2007	2008	2009 e	<i>p.m.</i> 2009 e, milliards d'euros
Revenu primaire brut .....	3,3	4,9	5,4	5,3	0,1	259,8
<i>p.m. En termes réels</i> <sup>(1)</sup> .....	0,6	1,9	2,5	1,5	0,1	
Rémunérations des salariés .....	3,4	4,8	5,3	5,0	1,2	183,4
Volume de l'emploi salarié .....	1,0	1,4	1,9	1,2	-1,7	
Rémunération par heure ouvrée .....	2,3	3,4	3,4	3,7	2,9	
Excédent brut d'exploitation et revenu mixte brut .....	4,5	6,1	4,3	3,4	-2,3	45,4
dont: revenu d'activité des indépendants ..	1,9	5,6	1,5	4,0	-4,0	22,7
Revenu de la propriété <sup>(2)</sup> .....	0,9	3,7	8,0	10,3	-2,7	31,0
Transferts courants <sup>(2)</sup> .....	3,4	0,6	7,9	6,0	-11,8	-42,2
Transferts courants reçus .....	3,8	2,4	4,0	4,8	4,8	76,6
Transferts courants versés .....	3,6	1,7	5,5	5,3	-1,8	118,8
Revenu disponible brut .....	3,3	5,9	4,9	5,2	2,8	217,7
<i>p.m. En termes réels</i> <sup>(1)</sup> .....	0,5	2,8	2,0	1,3	2,8	
Dépenses de consommation finale .....	3,8	4,9	4,6	4,9	-1,6	176,3
Taux d'épargne <sup>(3)</sup> .....	15,0	15,8	16,2	16,6	20,1	

Sources: ICN, BNB.

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

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

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

Au total, le taux d'épargne brut des particuliers a augmenté de 3,4 points de pourcentage en 2009, atteignant 20,1 p.c. du revenu disponible. Une telle évolution a également été observée dans les autres pays de la zone euro. Le taux d'épargne brut moyen sur quatre trimestres s'est ainsi établi à 15,5 p.c. dans la zone euro au troisième trimestre de 2009, contre 14 p.c. en 2007. Dans la mesure où, en Belgique, les particuliers ont considérablement

réduit leurs investissements en logements en 2009, leur solde de financement s'est lui aussi sensiblement amélioré, passant de 3,5 p.c. du PIB en 2008 à 6,6 p.c. en 2009. Ils ont ainsi constitué un important matelas destiné à compenser la moins-value essuyée sur leur patrimoine financier en 2008 et les pertes de revenus qu'ils anticipent pour les années à venir.

## Encadré 8 – Le comportement d'épargne des particuliers

Lorsqu'ils décident de l'importance des ressources qu'ils consacreront, période après période, à leur consommation, les particuliers prennent en considération non seulement leurs revenus courants, mais aussi les rentrées futures qu'ils peuvent escompter. De cette manière, ils évitent que des variations temporaires ou irrégulières de leur revenu disponible n'affectent trop fortement l'évolution de leur consommation, celle-ci étant plutôt déterminée par ce que la théorie désigne sous le vocable de « revenu permanent ». Un tel comportement n'est pas sans conséquence sur le profil de l'épargne, celle-ci jouant un rôle d'amortisseur: si, à un moment donné, le revenu



disponible excède l'estimation du revenu permanent, les particuliers ne relèveront pas leur consommation dans les mêmes proportions, mais préféreront plutôt réserver le surcroît de revenu à l'épargne. Inversement, les particuliers diminueront leur épargne pour maintenir leur consommation, en cas d'évolution temporairement négative du revenu. Ce mécanisme vaut sur les plans à la fois microéconomique, en fonction de l'importance variable des revenus durant les différentes phases de la vie, et macroéconomique, selon les épisodes d'expansion rapide ou de modération du revenu disponible.

Il n'est dès lors pas étonnant que le taux d'épargne des particuliers – c'est-à-dire le rapport entre l'épargne et le revenu disponible augmenté de la variation des droits sur les fonds de pension ou institutions de retraite professionnelle – présente des fluctuations substantielles. Alors que les ménages thésaurisaient encore plus d'un cinquième de leur revenu disponible en 1995, première année pour laquelle les données des comptes nationaux révisées selon le SEC 95 sont disponibles, le taux d'épargne est revenu à un minimum d'environ 15 p.c. en 2005. Depuis, une part croissante du revenu disponible a été épargnée; en 2009, le taux d'épargne a de nouveau atteint quelque 20 p.c.

Les facteurs à l'origine de ce renforcement de la propension à épargner des particuliers durant les quatre dernières années varient toutefois d'une année à l'autre. En 2006 et en 2007, c'était le rythme élevé de progression du revenu disponible, supérieur à la moyenne, qui avait conduit les particuliers à épargner une partie de ce revenu additionnel. Si le revenu disponible avait aussi grimpé sensiblement en 2008, le pouvoir d'achat avait augmenté nettement moins fortement sous l'effet de la vive accélération de l'inflation. En termes réels, le revenu disponible des particuliers ne s'était effectivement inscrit en hausse que de 1,3 p.c., ce qui correspondait à peu de choses près à la croissance moyenne observée au cours de la période 1996-2007. Le taux d'épargne avait néanmoins encore progressé en 2008. Enfin, en 2009, le revenu disponible s'est amélioré de 2,8 p.c. en termes réels, mais la consommation privée s'est considérablement repliée, entraînant un fort accroissement du taux d'épargne. L'élévation du taux d'épargne en 2009 et, dans une moindre mesure, en 2008 peut être reliée à une révision à la baisse par les ménages de leurs anticipations de revenus futurs, dans la foulée de la crise financière et de la récession économique.

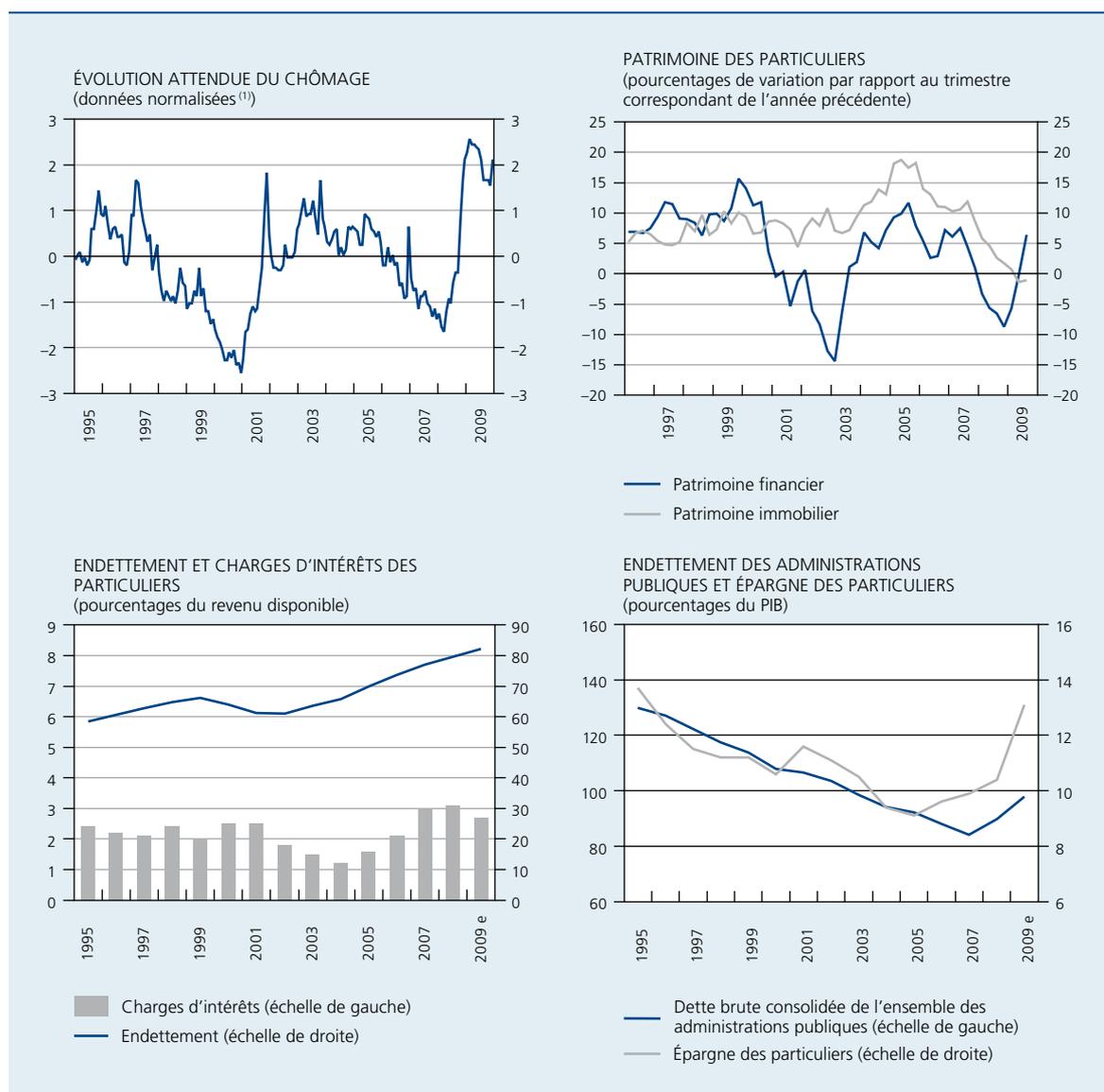
En période de grande incertitude économique – en particulier eu égard à la situation sur le marché du travail et, partant, à l'évolution future de leur rémunération –, les particuliers sont tentés de consolider leur épargne de précaution. Cette relation peut être illustrée au moyen de l'indicateur de confiance des consommateurs, et plus spécifiquement de la composante qui sonde les attentes des particuliers quant à l'évolution du chômage au cours des douze prochains mois. La progression de cette composante de l'indicateur de confiance des consommateurs est le signe que ces derniers voient d'un œil moins favorable leur situation en termes de revenus futurs et que – toutes autres choses restant égales – ils chercheront à épargner davantage afin de pouvoir compenser au mieux un éventuel recul de leur revenu. Cette composante de l'indicateur de confiance des consommateurs s'est très fortement dégradée à partir de mars 2008, pour atteindre un niveau record de pessimisme en février 2009. Bien que les consommateurs se soient depuis lors montrés moins pessimistes concernant l'évolution attendue du chômage, l'indicateur est resté à un niveau exceptionnellement défavorable. Alors que la contraction de l'activité s'est interrompue au troisième trimestre de l'année sous revue, la détérioration du marché du travail devrait en effet persister plus longtemps.

Une autre raison expliquant la hausse de la propension à épargner des particuliers en 2008 et en 2009 réside dans la baisse de leur patrimoine, et donc à la fois des revenus futurs qu'ils peuvent en escompter et de leur capacité à financer des dépenses en le réalisant en cas de nécessité. En raison du krach boursier et des tensions ayant affecté les marchés financiers en 2008, de nombreux investisseurs ont perdu une part substantielle de leur patrimoine financier. Dans le courant de 2009, les ménages ont pu le reconstituer en partie, sous l'effet notamment de la remontée des cours boursiers et d'un renforcement de l'effort d'épargne. Au même moment, leur patrimoine immobilier a toutefois commencé à diminuer, à la suite du déclin des prix des logements sur le marché secondaire.



Outre les patrimoines financier et immobilier, les dettes financières des particuliers et les charges d'intérêts y afférentes peuvent influencer sur leur comportement de consommation et d'épargne. Bien que le taux d'endettement des ménages belges soit inférieur à la moyenne de la zone euro, il a fortement augmenté ces dernières années. Rapportées au revenu disponible, les dettes financières des ménages sont passées de 61 p.c. en 2002 à quelque 80 p.c. en 2009, en rapport avec la hausse sensible du prix d'acquisition des logements sur le marché secondaire, de l'ordre de 10 p.c. par an en moyenne de 2003 à 2007. Au cours de la période 2003-2005, l'accroissement du taux d'endettement est néanmoins allé de pair avec une baisse des taux d'intérêt, limitant ainsi l'impact sur les charges d'intérêts. Tel n'a toutefois plus été le cas les trois années suivantes, si bien que les paiements d'intérêts ont en moyenne progressé plus vite que les autres composantes du revenu disponible.

#### DÉTERMINANTS DU TAUX D'ÉPARGNE DES PARTICULIERS AUTRES QUE LEUR REVENU DISPONIBLE



Sources: ICN, BNB.

(1) Série originale diminuée de la moyenne sur la période allant de 1985 à 2009 et divisée par son écart type.

Il est aussi communément admis que le comportement d'épargne des particuliers est influencé par l'évolution de l'endettement des administrations publiques, du moins lorsque celui-ci s'établit comme en Belgique à un niveau très élevé en proportion du PIB. En effet, lorsque de lourds déficits budgétaires s'accumulent, il est considéré comme fort probable par les ménages que, à terme, les impôts devront être relevés ou que les prestations sociales devront être limitées. Les particuliers anticipent de ce fait une croissance moins rapide de leur revenu disponible futur, les incitant à freiner leur consommation pour épargner davantage. La détérioration marquée des finances publiques à la suite de la crise a donc pu elle aussi contribuer à la hausse du taux d'épargne.

L'appréciation des revenus futurs des particuliers a, de plus, vraisemblablement été altérée par les perspectives moins favorables à moyen et long termes quant au niveau, voire à l'évolution, de la production potentielle du fait de la crise économique et financière.

Il n'est toutefois pas exclu que l'ampleur du relèvement du taux d'épargne en 2009 ait excédé ce que l'ensemble de ces effets justifiait dans la mesure où, au plus fort de la crise, la réaction des ménages a pu être provisoirement exacerbée par un sentiment exagérément négatif.

## Administrations publiques

À l'inverse du secteur privé, qui s'est montré restrictif au cours de l'année sous revue, les administrations publiques ont accru leurs dépenses, tant de consommation que d'investissement. La progression de la consommation publique a atteint 1,7 p.c. en termes réels en 2009, soit un rythme inférieur à celui enregistré l'année précédente, lorsqu'elle s'était établie à 3,3 p.c. Ce ralentissement s'explique par le gonflement des débours en 2008 sous l'effet, d'une part, de la limitation des reports de paiements en fin d'année pour les achats de biens et de services, d'autre part, de l'entrée en vigueur de la couverture – par la sécurité sociale – des « petits risques » des indépendants. Toutefois, les dépenses de santé, qui constituent une part importante de la consommation publique, ont vu leur rythme d'expansion demeurer élevé en 2009, comme les deux années précédentes. Les investissements des administrations publiques se sont inscrits en hausse de 7,4 p.c. en termes réels en 2009. Cette augmentation est essentiellement attribuable aux investissements des pouvoirs locaux, mais aussi à ceux des communautés et des régions, dont le rythme de croissance a été supérieur à la moyenne des cinq dernières années.

## Reste du monde

La chute spectaculaire du commerce mondial a provoqué un repli historique des échanges extérieurs de la Belgique en 2009. Les exportations et les importations de biens et de services ont diminué de respectivement 16,5 et 16,1 p.c. en termes réels entre le pic atteint dans le

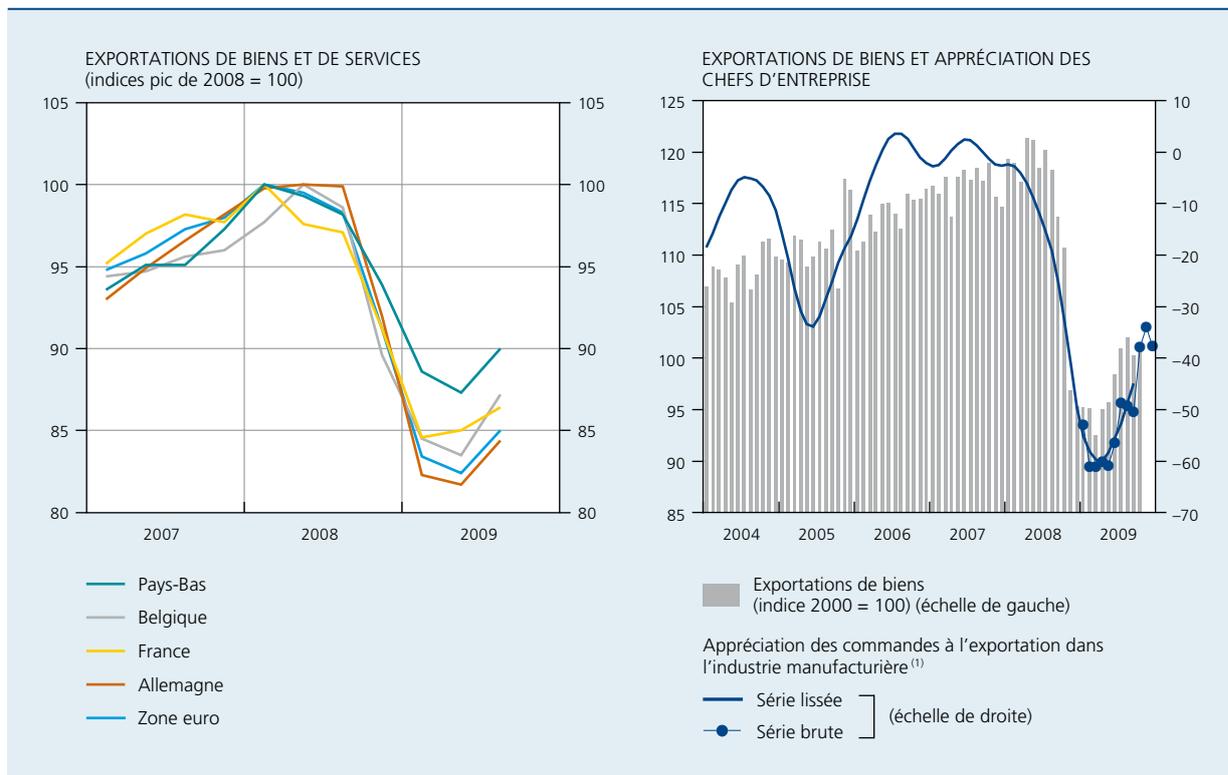
courant de 2008 et le creux enregistré au cours de l'année sous revue. Ce sont les échanges de biens industriels qui ont accusé le recul le plus marqué, de l'ordre de 20 p.c., tandis que ceux de services, qui représentent un cinquième environ du total des exportations et des importations belges, se sont, pour leur part, tassés de 10 p.c. environ.

Cette évolution n'est pas propre à la Belgique puisque les pays voisins, tout comme d'ailleurs la zone euro considérée dans son ensemble, ont aussi subi une contraction brutale de leurs échanges extérieurs. Cette similitude s'explique par le caractère global du choc résultant de la crise économique et financière et par la forte interdépendance des processus de production au sein de la zone. Du fait principalement de spécificités dans leur spécialisation, l'amplitude du recul diffère cependant entre les pays, notamment au niveau des exportations. Ainsi, en Allemagne, l'évolution de celles-ci a été plus particulièrement influencée par la faiblesse généralisée de la demande de biens d'équipement ou de véhicules routiers.

Après avoir considérablement diminué à la fin de 2008 et au premier trimestre de 2009, les exportations de biens ont progressivement rebondi à partir du mois d'avril, comme l'indiquent les statistiques mensuelles du commerce extérieur. Cette amélioration a été confirmée par les chefs d'entreprise dans l'industrie manufacturière, qui ont fait montre à partir de ce moment d'un regain d'optimisme quant à l'évolution de leurs commandes à l'exportation dans l'enquête de conjoncture menée mensuellement par la Banque. Selon les données des comptes nationaux, le rebond a également été plus prononcé que dans les pays

GRAPHIQUE 42 EXPORTATIONS EN VOLUME

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



Sources: CE, ICN, BNB.

(1) Données corrigées des variations saisonnières.

voisins au troisième trimestre. Néanmoins, tant l'appréciation des dirigeants d'entreprise que le niveau effectif des exportations demeuraient à la fin de 2009 bien en deçà des valeurs auxquelles ils s'établissaient juste avant que le commerce mondial ne s'effondre. En dépit de la reprise qui s'est fait jour dans le courant de l'année, les exportations totales de biens et de services ont reculé de pas moins de 11 p.c. en volume sur l'ensemble de l'année par rapport à 2008.

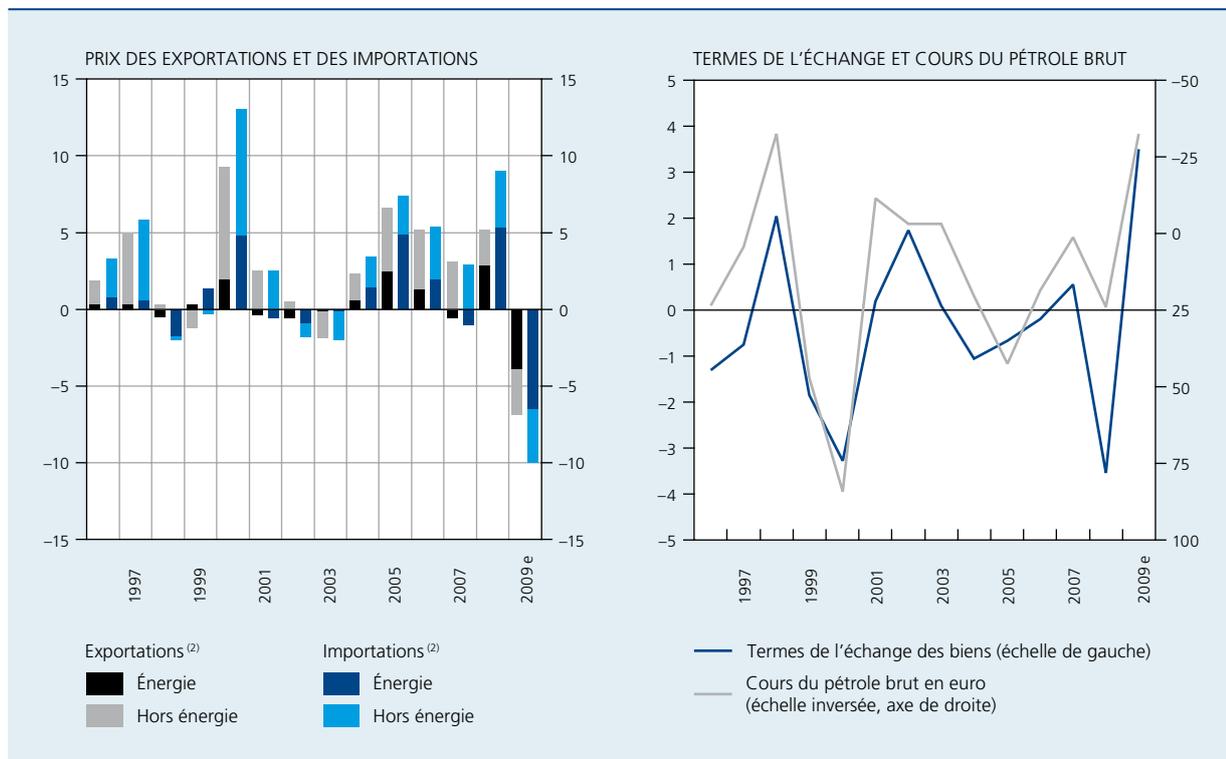
Pour leur part, les importations se sont tassées dans des proportions quasiment comparables, à savoir de 11,1 p.c. Leur évolution est en effet étroitement liée à celle des exportations, ce qui constitue une autre manifestation de la fragmentation internationale croissante de la chaîne de production. Comme dans les autres pays, la réduction des stocks a aussi pesé sur la demande de biens importés. Par solde, les exportations nettes ont apporté une contribution neutre à la croissance annuelle du PIB : la contribution négative qui avait été enregistrée au plus fort de la récession, au premier semestre de 2009, a été compensée par une reprise plus nette des exportations que des importations au second semestre.

Outre les volumes, les prix des échanges extérieurs ont accusé un recul exceptionnel. Les prix des exportations et des importations de biens et de services ont baissé de respectivement 4,8 et 7,2 p.c., si bien que les termes de l'échange se sont améliorés de 2,7 p.c., après une détérioration de 2,2 p.c. l'année précédente. Si ces mouvements sont largement liés au très net reflux des cours du pétrole brut, la diminution des prix des échanges extérieurs est généralisée à l'ensemble des biens, dans une moindre mesure il est vrai, en raison aussi de la morosité de la demande mondiale.

Des statistiques du commerce extérieur, il ressort que les prix des exportations et des importations de biens se sont tassés de respectivement 6,9 et 10 p.c. en 2009, du fait principalement de l'évolution des cotations des matières premières, tout comme celles-ci avaient largement été à l'origine des hausses observées l'année précédente. En particulier, en ce qui concerne le pétrole brut, l'augmentation annuelle moyenne de 24 p.c. en 2008 des cours exprimés en euro, et la chute de 32 p.c. de ceux-ci en 2009, ont été répercutées sur les prix des échanges de l'ensemble des produits énergétiques, qui représentaient

### GRAPHIQUE 43 PRIX DES EXPORTATIONS ET DES IMPORTATIONS DE BIENS <sup>(1)</sup>

(pourcentages de variation annuelle, sauf mention contraire)



Sources: ICN, BNB.

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

(2) Contribution à la variation annuelle du prix des exportations et des importations, points de pourcentage.

en 2008 quelque 19 p.c. de la valeur des importations et 11 p.c. de celle des exportations.

Abstraction faite de la composante énergétique, les prix des importations ont diminué de 4,6 p.c. en 2009 et ceux des exportations de 3,5 p.c. Ces reculs sont survenus après quatre années de progression vigoureuse, de l'ordre de 3,8 p.c. par an, et ont été plus importants que lors de l'épisode précédent de baisse, en 2003. Cependant, si le déclin enregistré s'était alors inscrit dans un contexte de forte appréciation de l'euro, il n'en a pas été de même en 2009 puisque, en moyenne annuelle, le cours de change effectif nominal est demeuré quasiment inchangé par rapport à l'année précédente. Dès lors, la contraction des prix des importations de biens manufacturés a plutôt résulté du repli des prix finals, dans un contexte de faiblesse prononcée de la demande, ce mouvement étant aussi favorisé par le reflux du coût des matières premières.

### Opérations courantes de la balance des paiements

Pour l'ensemble des biens et des services, le recul des prix est venu s'ajouter à la diminution du volume des échanges, tant pour les exportations que pour les importations, si bien que la valeur des recettes et celle des dépenses relatives à ces transactions se sont réduites de respectivement 15,2 et 17,5 p.c. en 2009. En raison principalement de l'amélioration des termes de l'échange, le déficit de 7,9 milliards d'euros enregistré en 2008 pour les échanges de biens et de services a fait place à un excédent de 3,7 milliards en 2009. Cette évolution positive s'est reflétée dans le redressement du compte des opérations courantes de la balance des paiements, dont le solde s'est mué dans l'intervalle d'un déficit de 9,2 milliards en un surplus de 1,9 milliard.

Si cette amélioration est tout à fait remarquable, il n'en demeure pas moins que, si on le replace dans une perspective historique, l'excédent des opérations courantes de la Belgique est demeuré faible. Ce résultat s'inscrit dans le prolongement d'une tendance qui s'était amorcée à

**TABLEAU 13 PRÊT NET AU RESTE DU MONDE**

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

	2006	2007	2008	2009 e	Neuf premiers mois	
					2008	2009
1. Compte courant .....	5,9	5,3	-9,2	1,9	-5,2	1,9
Biens et services .....	7,2	4,7	-7,9	3,7	-4,8	2,4
Biens .....	2,2	0,6	-11,2	0,6	-7,6	-0,4
dont: énergie <sup>(1)</sup> .....	-14,4	-13,3	-18,9	n.	-14,8	-8,2
Services .....	5,0	4,1	3,3	3,2	2,9	2,8
Revenus .....	4,0	5,3	4,6	4,5	3,9	4,3
Revenus du travail .....	4,1	4,6	4,5	4,7	3,3	3,4
Revenus des placements et investissements	-0,1	0,7	0,1	-0,2	0,6	0,9
Transferts courants .....	-5,2	-4,7	-5,9	-6,4	-4,3	-4,8
Transferts des administrations publiques ...	-4,3	-4,6	-5,1	-5,1	-3,7	-3,9
Transferts des autres secteurs .....	-1,0	-0,1	-0,8	-1,3	-0,6	-0,9
2. Compte de capital .....	-0,3	-1,4	-1,9	-0,1	-1,4	-0,3
3. Prêt net au reste du monde (1 + 2) .....	5,6	4,0	-11,1	1,8	-6,6	1,6
<i>p.m. Idem, pourcentages du PIB</i> .....	1,8	1,2	-3,2	0,5		
<i>Besoin (-) ou capacité de financement des secteurs intérieurs, selon les comptes nationaux, pourcentages du PIB</i> .....	3,3	3,5	-0,2	1,4		

Sources: ICN, BNB.

(1) Solde inféré des statistiques du commerce extérieur (CTCI – classe 3).

partir de 2003: alors que le surplus dégagé par la balance courante avoisinait en 2002 4,5 p.c. du PIB, soit un niveau proche de celui obtenu depuis 1995, il s'est ensuite érodé au rythme d'environ 0,6 point de pourcentage du PIB par an en moyenne.

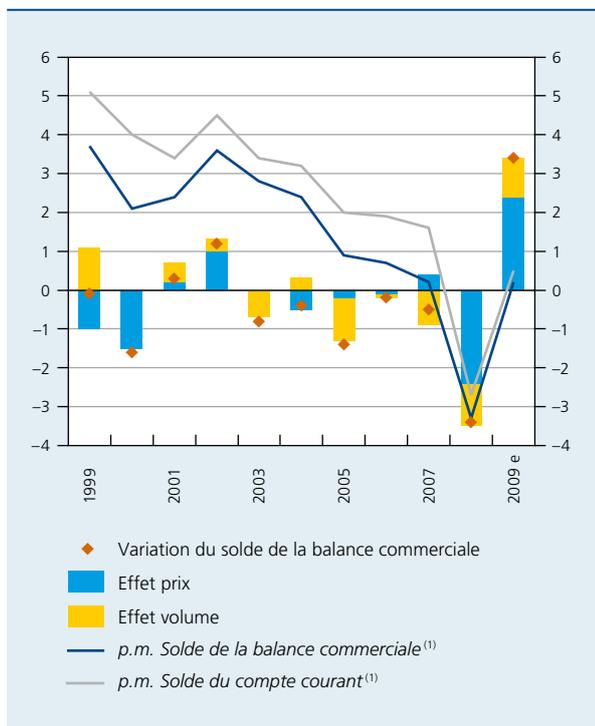
Ce sont principalement les opérations sur marchandises qui sont à l'origine de cette détérioration continue. La décomposition de ce mouvement entre les effets de volume et de prix montre que ces derniers n'ont joué qu'un rôle limité sur l'ensemble de la période, puisqu'ils n'ont contribué que pour environ 0,5 point au recul cumulé de la balance commerciale de 3,5 points de pourcentage du PIB de 2002 à 2009. La dégradation provient dès lors principalement des évolutions en volume, la croissance des exportations étant demeurée en retrait de celle des importations. Ce différentiel a découlé en partie de la vigueur de la demande intérieure en Belgique par rapport aux pays partenaires, en particulier depuis 2007. À l'instar des mouvements de prix, sur lesquels les producteurs belges ont peu de prise, cet effet en volume n'est pas nécessairement le signe d'une détérioration de la position compétitive, dans la mesure où le relatif

dynamisme de la demande intérieure repose sur une assise soutenable. En revanche, comme expliqué en détail dans le Rapport de 2008, la dégradation a aussi résulté d'une croissance en volume des exportations plus faible par rapport aux partenaires, en raison non seulement d'une spécialisation moins porteuse aussi bien par produit que par pays, mais également de pertes structurelles de parts de marché.

Contrairement aux résultats des transactions sur marchandises, les recettes nettes dégagées sur les prestations internationales de services sont demeurées stables en 2009, à 3,2 milliards d'euros. Dans la foulée de la chute du commerce mondial, le surplus des opérations de transport ou de négoce international a toutefois reculé. En outre, le déficit des dépenses de voyage s'est élargi en raison d'une diminution des déplacements d'affaires en Belgique, alors qu'au contraire les Belges ont globalement maintenu le budget qu'ils consacrent à leurs voyages à l'étranger. À l'inverse, l'impasse observée en 2008 pour les services divers aux entreprises et pour la recherche et le développement s'est transformée en un excédent en 2009. Les services informatiques fournis

**GRAPHIQUE 44** ÉVOLUTION DE LA BALANCE DES OPÉRATIONS SUR MARCHANDISES

(points de pourcentage du PIB, sauf mention contraire)



Sources : ICN, BNB.  
(1) Pourcentages du PIB.

à l'étranger par les entreprises belges ont également progressé.

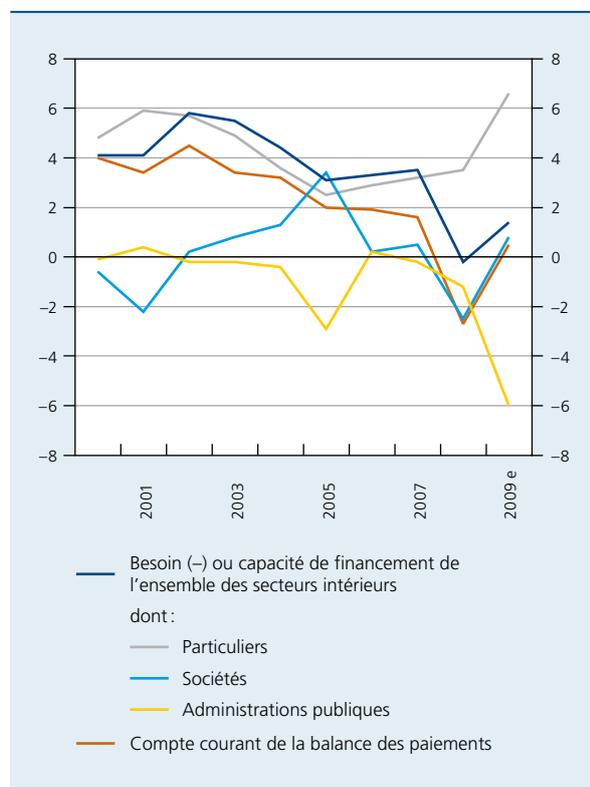
Le solde excédentaire des revenus de facteurs n'a, lui non plus, guère varié en 2009. D'une part, le surplus structurel des revenus du travail, formé principalement par les salaires payés par les institutions européennes à leur personnel résidant en Belgique, s'est quelque peu accru. D'autre part, les revenus de placements et d'investissements sont devenus légèrement négatifs en 2009. Les flux d'intérêts entre la Belgique et le reste du monde ont reculé, tant du côté des recettes que de celui des dépenses, sous l'effet conjugué de la diminution des taux et de la contraction de l'encours des avoirs et engagements, notamment de ceux à court terme. En termes nets, l'excédent des revenus générés par les placements portant intérêts s'est contracté. Ce mouvement a toutefois été en grande partie contrebalancé par le rétrécissement du déficit dégagé par les paiements nets de dividendes, principalement en raison de la réduction de ceux versés par les institutions financières belges.

Enfin, le solde des transferts courants s'est, pour sa part, quelque peu détérioré, principalement sous l'effet des transferts nets du secteur privé au reste du monde. Les transferts publics avec le reste du monde se soldent traditionnellement aussi par un déficit, du fait que la Belgique est un contributeur net au budget de l'UE. Conformément aux perspectives financières 2007-2013 de l'UE, les contributions recensées ont atteint 4,3 milliards durant les dix premiers mois de 2009, soit un montant comparable à celui de la période correspondante de l'année précédente. Le recul des droits de douane, parallèlement à la faiblesse des échanges extérieurs, et celui de la contribution TVA ont été compensés par l'accroissement de la ressource RNB, celle-ci jouant un rôle de tampon par rapport aux autres sources de financement dans les moyens transférés à l'UE.

Au-delà de l'amélioration du compte courant, la résorption du déficit du compte de capital a aussi participé à la hausse du solde de financement de l'ensemble de l'économie. Au cours des neuf premiers mois de l'année,

**GRAPHIQUE 45** BESOIN (-) OU CAPACITÉ DE FINANCEMENT DE L'ENSEMBLE DES SECTEURS INTÉRIEURS ET COMPTE COURANT DE LA BALANCE DES PAIEMENTS

(pourcentages du PIB)



Sources : ICN, BNB.

les opérations en capital ont affiché un léger mali de 0,3 milliard d'euros, à comparer avec une impasse d'environ 1,4 milliard durant la même période de 2008. La résorption du déficit du compte de capital trouve son origine dans le repli substantiel des achats nets de droits d'émission de gaz à effet de serre par les entreprises belges dans le cadre du système d'échange de quotas mis en place par l'UE. La diminution de ces achats est une conséquence directe de la récession économique, qui a induit un surplus de droits d'émission et un recul des prix sur les marchés d'échange, comme *BlueNext*.

Selon les statistiques des comptes nationaux, la Belgique a donc renoué avec sa position traditionnelle de prêteur net vis-à-vis du reste du monde, avec une contribution de 4,6 milliards d'euros, après avoir été confrontée à un besoin de financement de 0,8 milliard en 2008. Exprimée en pourcentage du PIB, cette évolution correspond à une amélioration du solde de financement d'environ 1,6 point.

Ce redressement du solde de financement de l'économie est dû aux entreprises et aux particuliers, dont les opérations ont permis de compenser la détérioration importante du solde de financement des administrations publiques. Alors que ce dernier s'est aggravé de 4,8 points de pourcentage du PIB, le solde de financement des particuliers et des entreprises a progressé globalement de 6,4 points, s'établissant au total à 7,4 p.c. du PIB. En accroissant leur épargne et en restreignant leurs dépenses, les entreprises et les particuliers ont concouru de façon sensiblement équivalente à l'amélioration du solde de financement. La capacité de financement des particuliers a atteint son niveau le plus haut depuis plus de dix ans, tandis que le solde des entreprises a remonté à un niveau proche de sa moyenne de long terme.

### 3.4 Développements structurels

#### Effets de la crise sur le potentiel de production

La crise financière et la récession économique ont engendré une contraction très brutale de la demande mondiale. La Belgique n'a pas été épargnée par cette détérioration de l'environnement économique. Non seulement, comme indiqué ci-avant, le PIB a chuté de 3 p.c. en 2009 mais, d'après les projections économiques de la Banque d'automne 2009, sa croissance resterait limitée à quelque 1 p.c. en 2010. Au-delà de ces effets à court terme émanant de la demande, la crise actuelle pourrait, par son ampleur et sa durée, avoir induit un choc négatif sur l'offre. Si la capacité potentielle de production était

réduite, cela signifierait que les conséquences de la crise sur l'activité économique seraient plus durables.

L'offre potentielle, encore appelée production potentielle, correspond à la capacité productive maximale d'une économie qui peut être mobilisée sans générer de tensions sur les marchés des facteurs de production et des biens et services. Il y est souvent référé comme à la capacité d'une économie de générer une croissance soutenable et non inflationniste. N'étant pas directement observable, l'offre ou production potentielle doit être approchée au moyen de méthodes indirectes. La Banque et le Bureau fédéral du plan, de même que la plupart des institutions internationales (CE, FMI, OCDE), fournissent des estimations de production potentielle pour la Belgique, à des horizons plus ou moins lointains, qu'ils obtiennent par des méthodologies propres, toutes fondées sur l'usage d'une fonction de production. Si ces estimations concordent généralement sur le long terme, elles peuvent néanmoins conduire à des résultats relativement différents à court terme. L'incertitude entachant les mesures du potentiel de l'économie est donc élevée, et la prudence s'impose dans leur utilisation, notamment en temps réel.

En dépit des difficultés que soulève leur mesure, les indicateurs de production potentielle se doivent d'être appréhendés le mieux possible, car ils constituent des outils indispensables à l'orientation des politiques économiques. À court terme, les politiques budgétaire et monétaire peuvent viser à stabiliser l'économie en réduisant l'écart de production, autrement dit l'écart entre le niveau effectif et le niveau potentiel de l'activité. À plus long terme, il est primordial de connaître les mécanismes qui influent sur la croissance potentielle pour pouvoir calibrer de manière adéquate les politiques structurelles cherchant à la stimuler. Ces considérations valent tout particulièrement dans le contexte actuel, puisque la crise est susceptible d'affecter durablement le potentiel économique. Il faut veiller à ce que les mesures contracycliques prises pour enrayer les retombées à court terme de la crise ne contrecarrent pas les objectifs de plus long terme. En effet, une croissance potentielle plus faible serait annonciatrice, à long terme, d'une progression du niveau de prospérité revue à la baisse, et pourrait de ce fait compromettre la soutenabilité, déjà mise en péril, des finances publiques.

En théorie, la récession peut affecter le potentiel de croissance à long terme d'une économie au travers de ses trois principaux déterminants : le stock de capital effectivement disponible, la main-d'œuvre – soit la population en âge de travailler, corrigée du taux d'activité et du taux de chômage structurel –, et la productivité totale des facteurs (PTF), qui correspond à l'efficacité avec laquelle les

facteurs de production sont utilisés (et qui inclut notamment le progrès technique).

Premièrement, le recul des investissements, dans un contexte de capacités excédentaires et de resserrement possible des conditions de financement, ralentit le taux d'accumulation du stock de capital. Une partie de celui-ci risque même de devenir rapidement obsolète, par exemple en cas de disparition d'activités, notamment à la suite de la faillite de sociétés ou de leur redéploiement dans le reste du monde. Une hausse durable du coût du capital, en raison par exemple d'un relèvement du degré d'aversion pour le risque, peut entraîner une réduction persistante de la contribution du facteur capital à la croissance potentielle.

Deuxièmement, la crise peut abaisser la quantité d'équilibre du facteur travail. À court terme, la réallocation des travailleurs entre les différents secteurs peut prendre un certain temps, ce qui accroît le chômage frictionnel. À plus long terme, le risque majeur est qu'une partie de la hausse conjoncturelle du chômage se transforme en une augmentation structurelle. Appelé effet d'hystérèse, ce phénomène découle de ce que les personnes qui sortent du marché du travail pour une relativement longue période voient leur capital humain décliner, deviennent moins attractives aux yeux des employeurs potentiels, et recherchent moins activement un nouvel emploi. Leur réinsertion sur le marché du travail s'avère plus malaisée. Les effets d'hystérèse seront d'autant plus forts que la pression exercée par le chômage de longue durée sur les salaires est faible.

Les mauvaises conditions économiques peuvent également décourager les nouveaux entrants, et notamment les jeunes générations, d'accéder au marché du travail, entraînant une baisse du taux de participation. Théoriquement, elles peuvent, à l'inverse, augmenter le taux d'activité, si elles incitent le deuxième membre, initialement inactif, d'un ménage qui subit une perte de revenu à cause de la crise à entrer sur le marché du travail. Enfin, elles peuvent aussi contribuer à ralentir l'immigration (nette) de travailleurs et, partant, conduire à une évolution moins favorable de la population en âge de travailler.

Troisièmement, la crise peut exercer une incidence sur la PTF. La direction dans laquelle s'opère cette influence est toutefois incertaine. Ainsi, un processus d'allocation perturbé tant sur le marché du travail que sur celui du capital, dans une économie confrontée à des glissements structurels, entre certaines branches d'activité ou entre le secteur privé et le secteur public, a un impact négatif sur la productivité. La récession peut freiner les investissements des entreprises en R&D et ceux des pouvoirs publics dans

l'enseignement et l'infrastructure, ce phénomène pouvant à son tour être amplifié par des conditions de financement plus strictes. *A contrario*, une hausse de la productivité pourrait être amorcée, par exemple, par un processus de destruction créatrice, les entreprises les moins productives disparaissant du marché, par des mutations sectorielles vers des secteurs à haute valeur ajoutée, ou encore par la mise en œuvre de réformes structurelles.

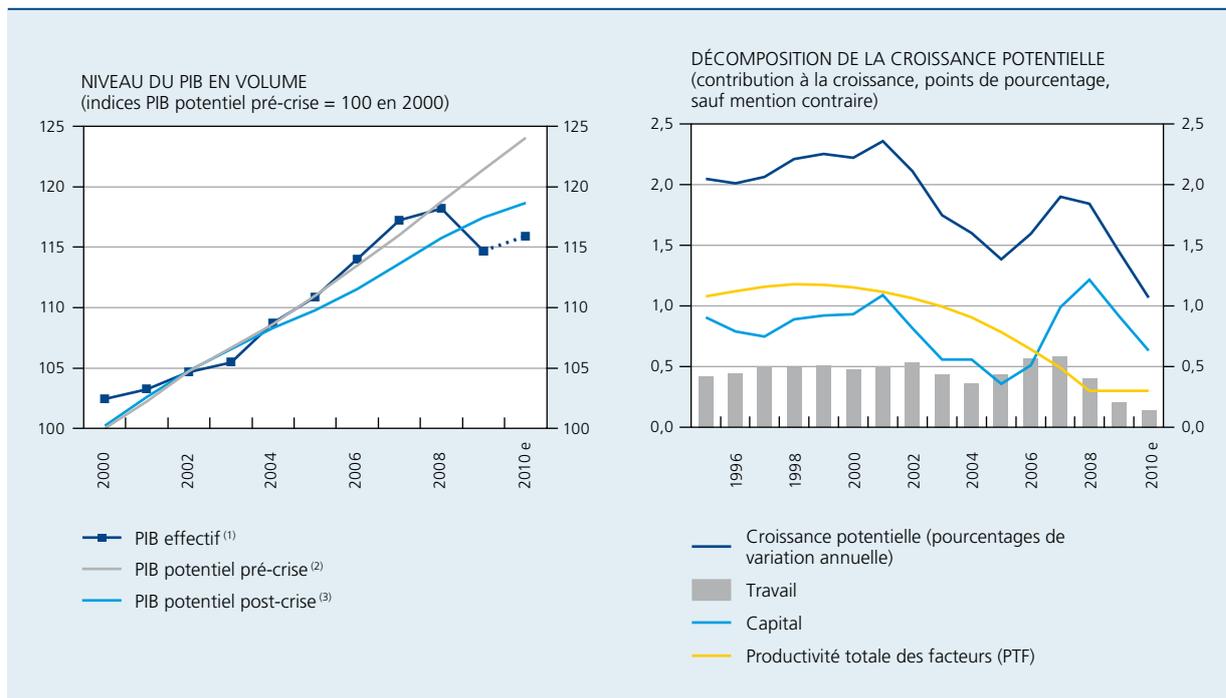
## Résultats pour la Belgique

La chute brutale du PIB effectif en 2009 représente une déviation marquée par rapport au sentier d'output potentiel prévalant avant la crise. Ce sentier a de surcroît lui-même été affecté par la crise, d'une manière qu'il est toutefois difficile de quantifier. En effet, si l'estimation de la croissance potentielle est déjà entourée de pas mal d'inconnues en temps normal, la crise a eu pour conséquence d'élargir encore l'incertitude quant à l'évolution de la production potentielle, que ce soit dans le passé récent, pendant la récession même ou dans les années à venir.

D'abord, il apparaît désormais que la trajectoire présumée de la croissance potentielle au cours de la période récente de haute conjoncture, en particulier de 2005 à 2007, était sans doute surestimée. Aujourd'hui, il s'avère que l'évolution de certains fondements de cette trajectoire, notamment ceux résultant de l'environnement international ou des marchés financiers, n'était pas soutenable à long terme. L'infléchissement de la croissance potentielle a toutefois été plus marqué en 2009, au moment où les différents canaux décrits ci-dessus ont joué de la manière la plus intense, et il devrait en aller de même en 2010.

Au total, selon les estimations de la Banque, le rythme de croissance potentielle est revenu de 1,8 p.c. en 2008 à 1,4 p.c. en 2009, et il passerait à 1,1 p.c. en 2010. Ces pourcentages sont très proches de ceux publiés par le Bureau fédéral du plan et la CE, qui tablaient à la fin de l'année sous revue sur un ralentissement, jusqu'à respectivement 1,4 et 1,1 p.c. en 2009 et 1,2 et 1 p.c. en 2010. Par la suite, les effets de la crise sur la croissance potentielle devraient progressivement s'estomper, même si quelques années pourraient s'écouler avant que celle-ci ne retrouve le rythme de progression qui était prévisible avant la crise. *In fine*, comme le suggère l'exemple des crises financières du passé, la perte de niveau de l'output potentiel subie du fait de la crise économique et financière ne serait toutefois pas récupérée. Le risque qu'il en aille de même pour le rythme de croissance potentielle ne peut lui non plus être tout à fait exclu, surtout en cas de réponse inappropriée dans le domaine des politiques économiques. Par ailleurs, la croissance potentielle continuera

GRAPHIQUE 46 PIB POTENTIEL EN BELGIQUE



Source : BNB.

(1) Pour 2010, voir « Projections économiques pour la Belgique – Automne 2009 », BNB, *Revue économique*, décembre 2009, 7-21.

(2) Estimation de la Banque de juin 2008.

(3) Estimation de la Banque de décembre 2009.

d'être affectée par les développements démographiques, et en particulier par le vieillissement de la population et par le rétrécissement de la population en âge de travailler auquel celui-ci est censé conduire.

Le ralentissement de la croissance potentielle en 2009 et en 2010 résulte essentiellement de la réduction significative de la contribution du facteur capital. Ainsi, alors que le capital avait concouru à hauteur de respectivement 1 et 1,2 points de pourcentage à la croissance potentielle en 2007 et en 2008, son apport devrait revenir à 0,6 point en 2010. Cette évolution s'explique par la chute de la formation brute de capital fixe des entreprises ; elle survient après plusieurs années d'une progression particulièrement vive de ces investissements et pourrait dès lors s'assimiler à une correction de surinvestissements éventuels dans le passé.

Le taux de dépréciation pourrait aussi influencer sur l'évolution du stock de capital. Il s'inscrit depuis plusieurs années dans une tendance haussière – notamment en raison d'une proportion plus élevée de biens en capital caractérisés par une durée de vie plus courte, tel le matériel informatique. Par ce biais, une partie du stock de capital devient plus vite obsolète, ce qui tend à réduire la contribution du capital à la croissance potentielle, du moins si

de nouveaux investissements ne viennent pas contrebalancer cet effet. Il est toutefois trop tôt pour déterminer si la crise a accéléré cette tendance.

La contribution de l'emploi à la croissance potentielle, qui s'était légèrement contractée en 2008, s'est tassée davantage en 2009, et il en irait de même en 2010. Plusieurs facteurs sont à l'origine de cette évolution. Ainsi, la progression de la population en âge de travailler, qui avait été très vive en 2006 et en 2007 en raison d'un fort apport migratoire, se serait ralentie à partir de 2008. L'apport de l'immigration de main-d'œuvre à la croissance potentielle pourrait se réduire encore plus en 2010, sous l'effet de la dégradation des perspectives en matière d'activité et d'emploi dans le pays d'accueil.

Le taux de chômage structurel n'a que légèrement augmenté en 2009, la montée du chômage observé ayant été assez contenue, notamment parce que les entreprises ont massivement recouru au régime du chômage temporaire. À moyen terme, d'importantes pertes d'emploi devraient toutefois pousser le chômage à la hausse, et une partie de cet accroissement pourrait devenir structurel. Il ressort d'un certain nombre d'études que la Belgique est particulièrement sensible aux effets d'hystérèse sur le

chômage. Selon l'OCDE, un choc de 1 point de pourcentage sur le taux de chômage observé implique une hausse de 0,84 point du taux de chômage d'équilibre estimé (NAIRU – *non-accelerating inflation rate of unemployment*), qui, en simplifiant, peut être assimilé au chômage structurel. C'est nettement plus que pour la moyenne européenne ou les États-Unis, où la variation ne serait que de respectivement 0,62 et 0,17 point. Ces résultats se basent toutefois sur l'observation du passé, et la réalité d'aujourd'hui pourrait être plus favorable. En effet, l'intensité des effets d'hystérèse pourrait avoir diminué étant donné les perspectives de pénurie de la main-d'œuvre disponible, liées au vieillissement prévu de la population, et les réformes mises en place récemment sur le marché du travail, en particulier les politiques d'activation. Il n'en demeure pas moins que, selon plusieurs indicateurs, le basculement vers le chômage de longue durée reste une faiblesse de l'économie belge. Ainsi, le pourcentage de demandeurs d'emploi inoccupés qui n'ont pas encore retrouvé de travail après un an est structurellement plus élevé en Belgique que dans la zone euro. La part des chômeurs de longue durée dans l'ensemble de la population active y est la plus grande de l'UE15.

Par rapport à 2008, la contribution de la PTF à la croissance potentielle est demeurée inchangée en 2009 et le resterait en 2010. Une certaine circonspection est nécessaire à cet égard vu que, comme on l'a mentionné précédemment, l'impact d'une récession sur la PTF est incertain et est fonction, notamment, de la capacité de l'économie de se restructurer, et de réallouer plus ou moins rapidement les ressources vers les secteurs les plus productifs. Ceci dépend, entre autres, du degré de réglementation des marchés. Selon l'OCDE, lorsque le degré de réglementation des marchés est élevé – et c'est le cas en Belgique – la croissance de la PTF tend à se ralentir davantage à l'issue d'une récession sévère. Il faut toutefois garder à l'esprit que, dans la plupart des méthodes d'estimation de la croissance potentielle, la PTF est obtenue par résidu et qu'elle dépend donc de la manière dont les contributions du capital et du travail sont calculées. Elle doit par conséquent être interprétée avec prudence. Ainsi, une forte baisse de l'output par rapport à son niveau d'équilibre, couplée à un ajustement plus lent des facteurs de production (et particulièrement du travail), se traduit mécaniquement par un essoufflement de la PTF.

### Forces et faiblesses de la Belgique face à la crise et aux défis structurels

Alors que des défis importants s'annonçaient pour les prochaines décennies, tels que le vieillissement de la population, la mondialisation et les changements

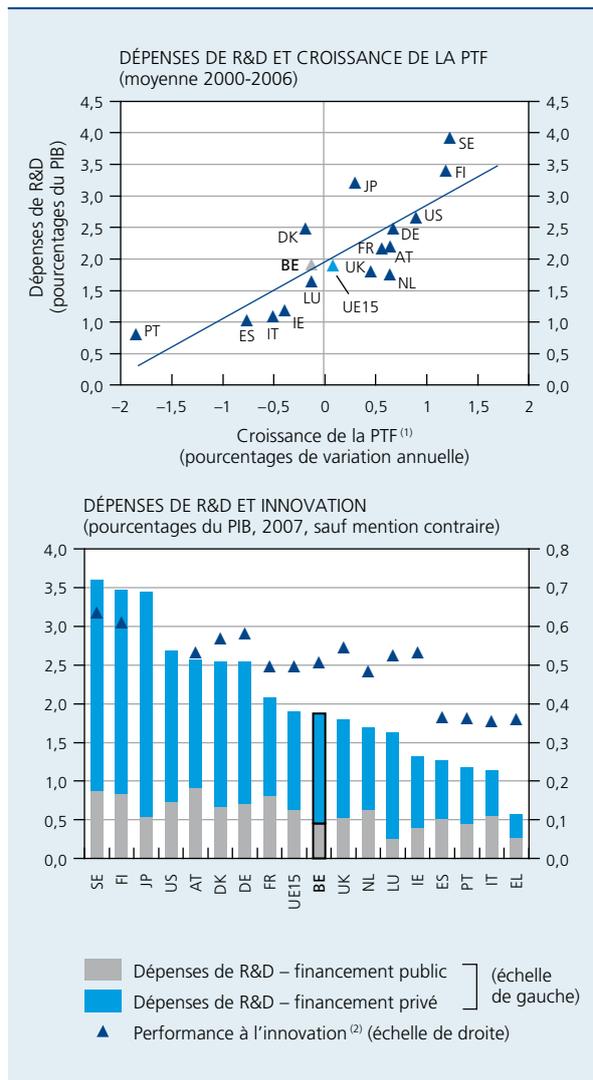
technologiques, ou encore les enjeux énergétiques et environnementaux, la crise économique et financière a eu pour effet de détériorer la position structurelle de l'économie. L'expérience des récessions passées, que ce soit en Belgique ou dans d'autres pays, montre toutefois que certaines caractéristiques de l'organisation de l'économie permettent de préserver le potentiel de développement. En l'occurrence, un élément déterminant réside dans un mode de fonctionnement propice au redéploiement et à la régénération constante du tissu économique.

Un ensemble de facteurs sont susceptibles de favoriser ou, au contraire, de peser sur la capacité d'adaptation de l'économie. Il s'agit de manière générale de promouvoir la diffusion de produits ou de procédés innovants. Ceci passe certes par les efforts de R&D, mais par d'autres aspects importants également. L'entrepreneuriat ou esprit d'entreprise est généralement associé à l'innovation, pour laquelle il peut jouer un rôle de catalyseur. La disponibilité d'une main-d'œuvre qualifiée est également indispensable à l'innovation, de même qu'elle facilite la diffusion des nouvelles technologies dans l'économie. D'autre part, le degré de réglementation des marchés et le niveau de concurrence influencent l'entrée de nouvelles firmes, et donc l'éclosion de nouvelles idées. Ces divers éléments sont abordés ci-après de manière succincte en illustrant également la position de la Belgique par rapport aux autres pays européens.

En termes de dépenses de R&D, tout d'abord, la Belgique se caractérise par un niveau – de 1,9 p.c. du PIB en 2007 – en stagnation depuis plusieurs années et en deçà des engagements pris dans le cadre de la stratégie de Lisbonne. À titre de comparaison, les dépenses de R&D se montent à 2,3 p.c. en moyenne dans les trois principaux pays voisins (Allemagne, France et Pays-Bas) et avoisinent 3,5 p.c. dans des économies comme la Suède ou la Finlande. La Belgique se distingue, en outre, par un degré particulièrement faible de financement public de la R&D et par une concentration des dépenses sur un nombre limité de secteurs, voire d'entreprises, accompagnée d'une forte dépendance vis-à-vis de l'étranger. Si l'accroissement des dépenses de R&D n'est pas suffisant *per se* pour enclencher le processus vertueux de l'innovation, une relation positive est généralement observée parmi les économies avancées entre le niveau des dépenses de R&D, exprimées en pourcentage du PIB, et la croissance de la PTF.

Le baromètre européen de l'innovation, développé dans le cadre de la stratégie de Lisbonne, aborde l'innovation sous un angle plus large que les seules dépenses de R&D. Il prend notamment en compte l'adéquation des facteurs de production avec l'innovation (personnel scientifique, accès au capital-risque), les relations entre les différents

**GRAPHIQUE 47** DÉPENSES DE R&D, INNOVATION ET PRODUCTIVITÉ TOTALE DES FACTEURS



Sources: CE, OCDE, EU KLEMS.

- (1) Les données de la PTF sont issues de la base de données EU KLEMS, afin de permettre une comparaison internationale sur une base harmonisée. Elles ne sont disponibles pour l'ensemble des pays que jusqu'en 2006 – à l'exception du Luxembourg et du Portugal (2005) – et ne sont pas comparables à celles présentées dans le graphique 46, la méthode de décomposition de la croissance potentielle étant différente de celle de la Banque.
- (2) Score obtenu au baromètre européen de l'innovation, 2008. Un score plus élevé indique une économie plus innovante.

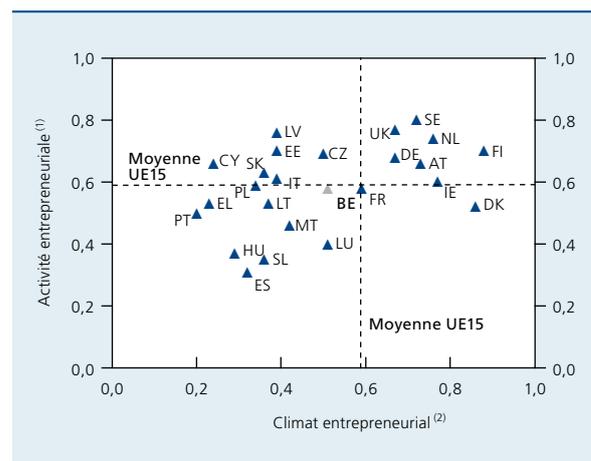
acteurs impliqués dans le processus d'innovation (administrations publiques, universités, centres de recherche), ainsi que les réalisations à proprement parler (nombre d'entreprises ayant introduit des produits ou processus innovants, nombre de brevets). Selon l'édition 2008 de ce baromètre, la Belgique occupe la 9<sup>e</sup> place parmi les pays de l'UE15. Elle fait partie, en compagnie de l'Autriche, de l'Irlande, du Luxembourg, de la France et des Pays-Bas, des pays «suiveurs» en termes d'innovation, avec des performances inférieures à celles des pays «leaders» en matière d'innovation (Suède, Finlande, Allemagne, Danemark et

Royaume-Uni), mais néanmoins supérieures à la moyenne européenne. Les principaux obstacles au processus d'innovation en Belgique sont de nature clairement financière et sont surtout présents dans les petites entreprises: il s'agit des coûts trop élevés de l'innovation et du manque de financements interne et externe. La domination du marché par des entreprises établies constitue un autre frein important au processus d'innovation.

L'entrepreneuriat ou esprit d'entreprise joue un rôle pivot dans le processus d'innovation par l'influence qu'il exerce sur la création d'entreprises. L'esprit d'entreprise dépend de nombreux facteurs, culturels et sociétaux, ainsi que des entraves – administratives, juridiques ou autres – plus ou moins lourdes mises à son développement. Par sa fonction de promoteur et de catalyseur de l'innovation, l'esprit d'entreprise est un indicateur suivi dans le cadre de la stratégie de Lisbonne. Dans le baromètre le plus récent publié par la CE, la Belgique obtient un score légèrement inférieur à la moyenne de l'UE15, sur les plans tant du taux d'activité entrepreneuriale que du climat entrepreneurial, ces deux variables étant généralement positivement associées dans les économies avancées. Selon les résultats de l'enquête du *Global Entrepreneurship Monitor*, la Belgique accuse toutefois un véritable déficit d'entrepreneuriat, attribué parfois à des facteurs culturels, et notamment à une préférence

**GRAPHIQUE 48** ENTREPRENEURIAT

(chiffres de 2007; échelle de 0 à 1; un score plus élevé indique une activité entrepreneuriale plus développée ou un climat entrepreneurial plus favorable)



Source: European Entrepreneurship Survey Scoreboard (2007).

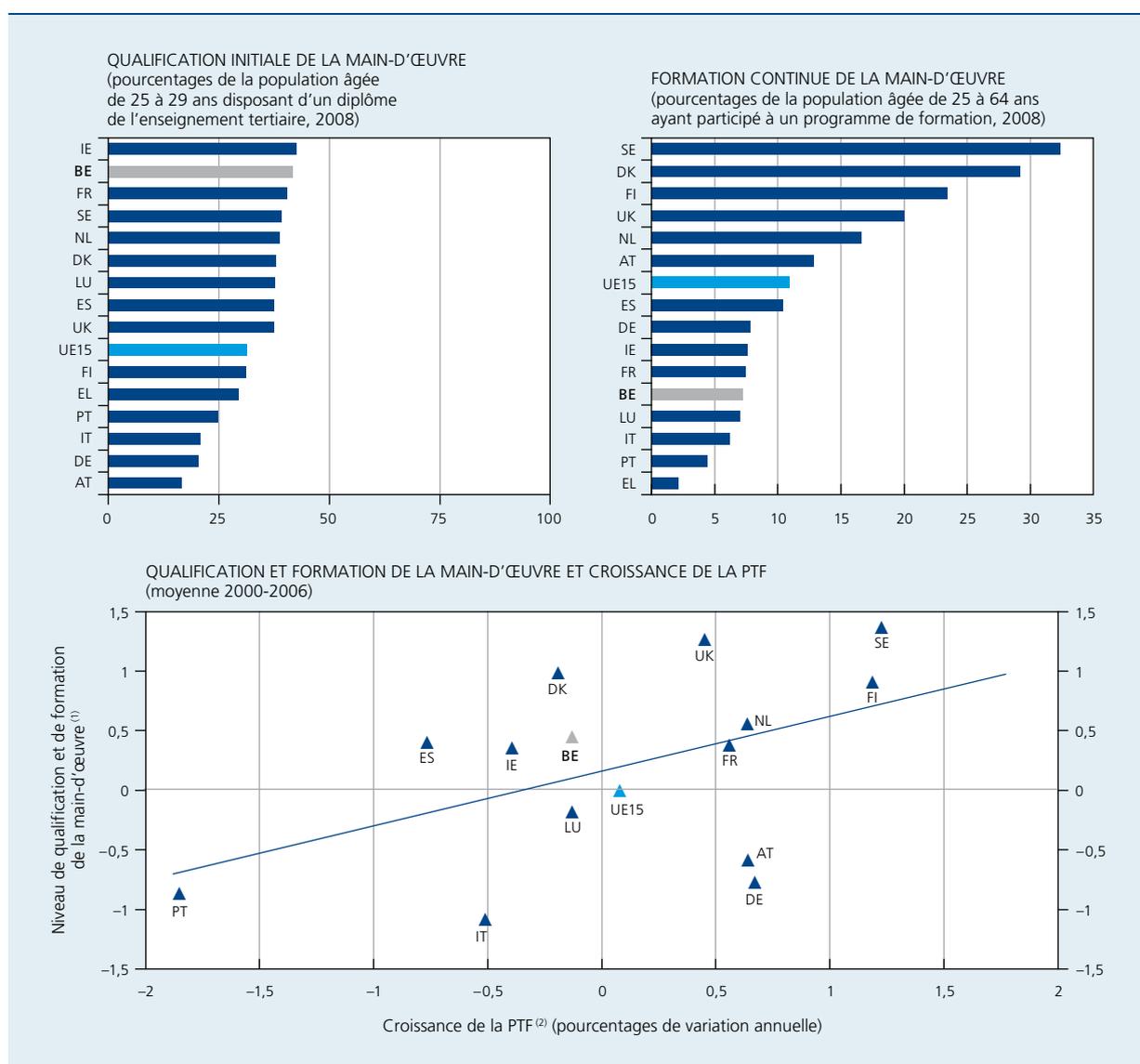
- (1) L'indice d'activité entrepreneuriale est fonction du taux de création d'entreprises, de la proportion de firmes de moins de trois ans dans la population totale des entreprises, et du profil de l'entrepreneur (caractérisé par une plus ou moins grande aversion pour le risque).
- (2) L'indice de climat entrepreneurial est fonction des obstacles à la création d'entreprises, de la perception du statut d'entrepreneur, de la possibilité de seconde chance, et de la motivation à devenir entrepreneur (choix délibéré versus dicté par les conditions économiques).

très nette pour le statut d'employé pour des raisons de stabilité et de sécurité.

Dans plusieurs nouveaux États membres de l'UE, l'activité entrepreneuriale est forte sans que l'environnement n'y soit particulièrement propice, ce qui peut traduire un entrepreneuriat de « nécessité », par manque d'opportunités dans l'emploi salarié. La Suède, le Royaume-Uni, les Pays-Bas et la Finlande affichent pour leur part un taux d'entrepreneuriat élevé grâce à un contexte institutionnel qui lui est favorable.

La qualification de la main-d'œuvre est susceptible de livrer des bénéfices à plusieurs stades du processus d'innovation : personnel scientifique pour la R&D, développement de l'esprit d'entreprise, facilitation de la diffusion des TIC dans l'économie, etc. Le degré de qualification initiale de la main-d'œuvre peut se mesurer au travers de la proportion de diplômés de l'enseignement tertiaire – ce qui correspond en Belgique à l'enseignement supérieur – dans la population âgée de vingt-cinq à vingt-neuf ans, c'est-à-dire au début de la vie professionnelle pour cette catégorie de diplômés. Celle-ci s'élevait en 2008

**GRAPHIQUE 49** QUALIFICATION ET FORMATION DE LA MAIN-D'ŒUVRE ET PRODUCTIVITÉ TOTALE DES FACTEURS



Sources : CE, OCDE, EU KLEMS.

(1) Indice calculé en accordant un poids de 50 p.c. aux résultats normalisés des pays en matière de qualification initiale et de formation continue de la main-d'œuvre.

(2) Les données de la PTF sont issues de la base de données EU KLEMS, afin de permettre une comparaison internationale sur une base harmonisée. Elles ne sont disponibles pour l'ensemble des pays que jusqu'en 2006 – à l'exception du Luxembourg et du Portugal (2005) – et ne sont pas comparables à celles présentées dans le graphique 46, la méthode de décomposition de la croissance potentielle étant différente de celle de la Banque.

à 42 p.c. en Belgique, contre 31 p.c. en moyenne dans l'UE15. La Belgique occupe la 2<sup>e</sup> place parmi les pays européens, devancée seulement par l'Irlande.

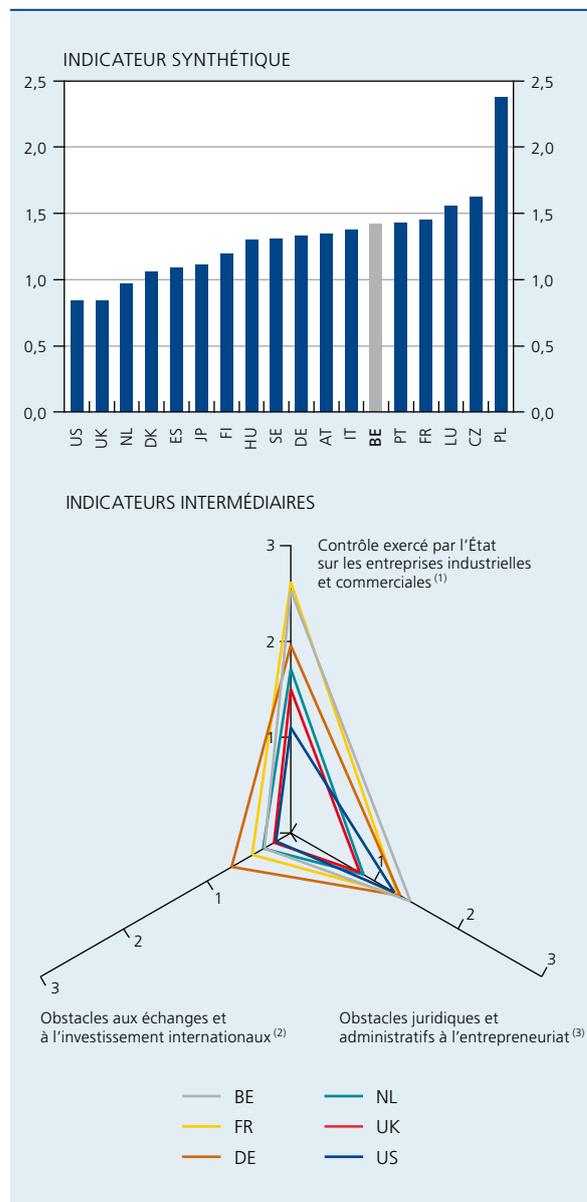
En revanche, en ce qui concerne les dépenses de formation tout au long de la vie professionnelle (*lifelong learning*), la Belgique est à la traîne des pays de l'UE15: ainsi, en 2008, seulement 7,2 p.c. des personnes âgées de vingt-cinq à soixante-quatre ans avaient participé à des programmes de formation, alors que cette proportion s'élevait à 10,9 p.c. dans l'UE15. Les meilleurs résultats en la matière sont enregistrés dans les trois pays nordiques de l'UE et au Royaume-Uni, avec des taux de participation à des programmes de formation supérieurs à 20 p.c. La formation tout au long de la vie doit être encouragée car elle pérennise les acquis de la formation initiale, ce qui facilite l'adaptation des travailleurs aux changements technologiques ou des modes d'organisation et concourt donc à une amélioration de la productivité générale de l'économie. Le graphique 49 illustre la relation positive, parmi les pays européens, entre la disponibilité d'une main-d'œuvre qualifiée – mesurée ici par un indice composé, pour moitié, des résultats quant à la qualification initiale et, pour l'autre moitié, de ceux relatifs à la formation tout au long de la vie – et la croissance de la productivité.

La réglementation des marchés peut également influencer les performances innovatrices d'un pays. Lorsque la réglementation en place protège les firmes existantes ou impose des conditions opérationnelles trop strictes, elle freine les possibilités d'arrivée de nouveaux entrants, ce qui limite l'innovation. La réglementation générale des marchés est régulièrement pointée du doigt par les institutions internationales, qui la jugent comme étant particulièrement contraignante en Belgique. Ainsi, l'OCDE, au travers de son indicateur de réglementation des marchés des produits, place la Belgique à la 4<sup>e</sup> plus mauvaise position parmi les pays de l'UE15, après le Luxembourg, la France et le Portugal. Selon cet indicateur, la réglementation est la plus souple aux États-Unis et au Royaume-Uni, ainsi qu'aux Pays-Bas.

Ce sont plus particulièrement le contrôle exercé par les administrations publiques sur les entreprises industrielles et commerciales et les obstacles juridiques et administratifs à l'entrepreneuriat qui sont à l'origine du faible score belge. Davantage que leur contenu, c'est l'abondance de textes législatifs relatifs à l'exercice d'une activité dans certains secteurs – par exemple le commerce de détail – qui est ici incriminée. La multiplicité des niveaux de pouvoir engendre un manque de transparence des prises de décision qui concourt à limiter l'entrepreneuriat. Les entraves aux échanges et à l'investissement internationaux sont, en revanche, peu nombreux, ce qui est en

**GRAPHIQUE 50 RÉGLEMENTATION DES MARCHÉS DE PRODUITS**

(chiffres de 2008; échelle de 0 à 6; un score plus élevé indique une législation plus contraignante)



Source: OCDE.

- (1) Prend en compte la proportion d'entreprises sous contrôle public, en particulier dans les industries dites de réseaux, ainsi que le mode de gouvernance de ces entreprises, l'existence de contrôles des prix, etc.
- (2) Prend en compte les traitements discriminatoires entre résidents et non-résidents, l'existence de secteurs dits stratégiques ou d'intérêt national, l'accessibilité des législations dans des langues étrangères, les tarifs, etc.
- (3) Prend en compte les formalités administratives nécessaires à la création d'entreprises ou à l'obtention de licences et de permis, la simplification administrative, les exemptions au droit de la concurrence, les définitions de service universel, etc.

ligne avec le statut de petite économie très ouverte dont jouit la Belgique et confirme sa volonté de le demeurer. Mais la taille limitée du marché, les différences culturelles et la position dominante forte de l'opérateur historique dans certaines industries de réseaux freinent l'entrée de concurrents étrangers.

Dans les différents domaines susceptibles d'influencer la capacité d'adaptation de l'économie, la Belgique occupe une position médiane voire légèrement inférieure à la moyenne des pays de l'UE15. Les pays nordiques de l'UE, les Pays-Bas et le Royaume-Uni affichent des prestations bien supérieures. Plusieurs autres dimensions interviennent également, telles que la disponibilité de financements appropriés aux différents stades de développement de l'activité. Le relèvement du potentiel de développement de l'économie belge dépendra aussi de la responsabilisation et de l'implication de l'ensemble des acteurs concernés – entreprises, partenaires sociaux, pouvoirs publics, monde académique, etc.

## 4.

# Marché du travail et coûts salariaux

## 4.1 Marché du travail

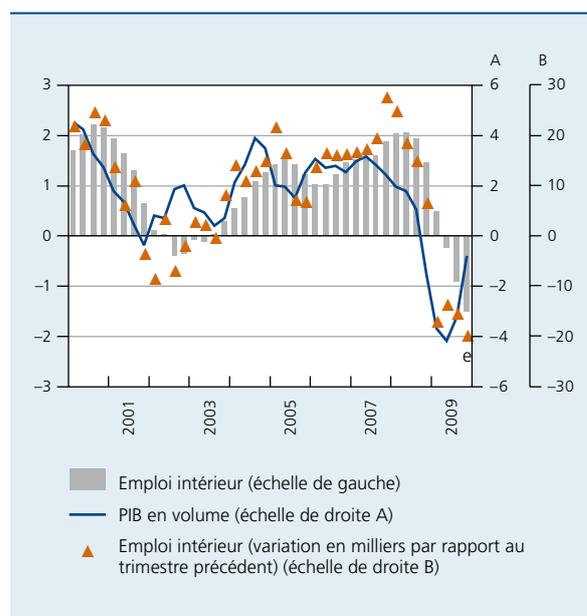
### Emploi

La récession économique s'est reflétée dans l'évolution de l'emploi dès le quatrième trimestre de 2008. Le ralentissement de la création de postes de travail à l'œuvre depuis le début de 2008, dans la foulée de l'essoufflement progressif de la croissance économique, s'est alors nettement accéléré, pour laisser la place à une baisse des effectifs à partir du début de 2009. Ainsi, par rapport à la fin de 2008, l'emploi a chuté une première fois de 17.000 unités au premier trimestre et a continué à se tasser à peu près au même rythme par la suite. Au dernier trimestre, 20.000 personnes supplémentaires ont perdu leur travail. Les pertes nettes d'emplois au cours de l'année ont dès lors atteint au total 67.000 unités. L'activité économique s'est certes redressée au second semestre mais, compte tenu du décalage habituel entre l'évolution de la croissance économique et celle de l'emploi, la situation sur le marché du travail a continué de se détériorer. En moyenne, par rapport à 2008, l'emploi intérieur a diminué de 0,5 p.c., pour s'établir à 4.437.000 personnes.

La réaction de l'emploi au tassement de l'activité a toutefois été relativement modérée jusqu'à la fin de l'année sous revue, si on la compare à celle qui a suivi la diminution de l'activité lors d'épisodes précédents de récession économique. Lors de celle de 1980-1981, à la suite du deuxième choc pétrolier, l'emploi s'était contracté à un rythme rapide, et ce, sur une longue période, les créations nettes d'emplois ne redémarrant qu'en 1984. La récession suivante, qui s'était amorcée au début de 1992, avait donné lieu à des pertes nettes d'emplois déjà après un trimestre. Le recul avait été relativement lent, mais s'était maintenu durant huit trimestres. Lors de l'épisode suivant de récession, en 2000-2001, la baisse d'activité n'avait

**GRAPHIQUE 51 ACTIVITÉ ET EMPLOI**

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

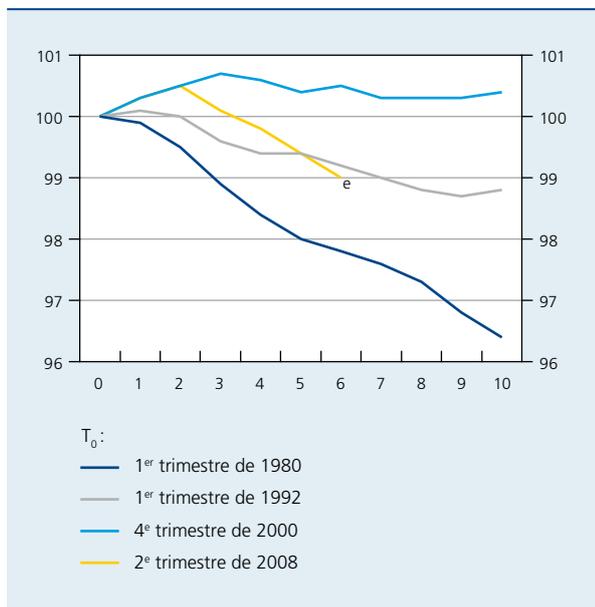


Sources : ICN, BNB.

été que minimale, et les destructions nettes de postes de travail n'ont été observées qu'avec un décalage de trois trimestres et n'ont de plus jamais dépassé 0,2 p.c. sur une base trimestrielle. Lors de la récession de 2008-2009, l'emploi a suivi le mouvement de déclin de l'activité avec deux trimestres de retard et sa croissance est donc devenue négative au début de l'année sous revue. L'ampleur des pertes nettes d'emplois, par rapport au pic d'activité précédant la récession, est demeurée plus contenue que lors de l'épisode de 1980-1981 et n'a dépassé celle observée lors de l'épisode de 1992-1993 qu'à partir du quatrième trimestre. À la fin de 2009 et au regard de la

**GRAPHIQUE 52 RÉACTION DE L'EMPLOI INTÉRIEUR LORS DES ÉPISODES DE RÉCESSION DE L'ACTIVITÉ<sup>(1)(2)</sup>**

(indices, niveau d'emploi correspondant au pic du PIB avant la récession = 100)



Sources : ICN, BNB.

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

(2) Le graphique débute le trimestre ( $T_0$ ) au cours duquel est survenu le pic du PIB précédant l'entrée en récession, à savoir le premier trimestre de 1980, le premier trimestre de 1992, le quatrième trimestre de 2000 et le deuxième trimestre de 2008.

gravité exceptionnelle de la crise, ce dépassement était encore relativement réduit.

Comme elles l'ont rapporté dans une enquête que la Banque a menée pendant l'été 2009, les entreprises belges ont utilisé un ensemble de stratégies pour faire face au choc de la récession économique. Des résultats de ce coup de sonde, qui sont présentés de manière détaillée dans la section 4.2 ci-après, il ressort que la plupart des entreprises ont indiqué, outre des compressions d'effectifs, avoir réduit le volume des prestations de leur personnel, tandis qu'une minorité ont signalé des mesures en matière de salaires.

En variation à un an d'écart, le creux conjoncturel a été atteint au deuxième trimestre de 2009, l'activité économique reculant alors de 4,2 p.c. Sur la même période, le volume total d'heures de travail ouvrées a baissé de 2 p.c., tandis que la décrue de l'emploi exprimé en nombre de personnes occupées n'a pas dépassé 0,2 p.c. L'ajustement différé de l'emploi aux fluctuations de l'activité s'explique par une forte réduction des heures prestées par personne, à hauteur de 1,7 p.c. La décroissance de l'emploi n'ayant pas été proportionnelle à celle du PIB, la productivité par personne, qui s'était déjà effondrée à la fin de 2008 et au

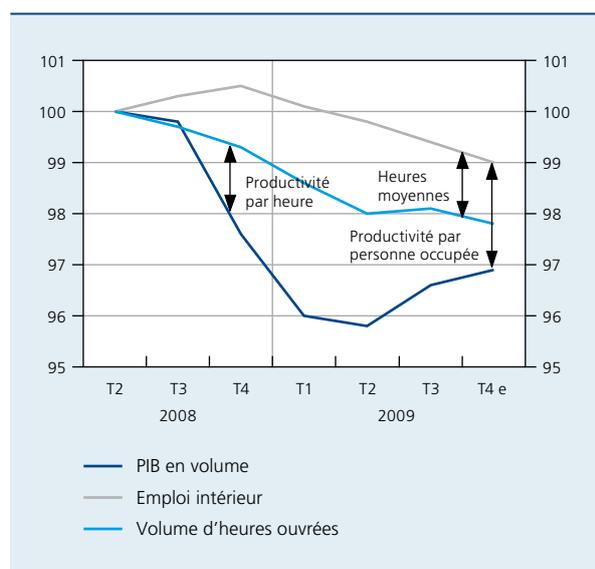
début de 2009, a encore nettement reculé au deuxième trimestre, de 3,9 p.c. À partir du troisième trimestre, l'activité s'est redressée par rapport au trimestre précédent. Comme l'emploi a continué à se tasser, à un rythme même plus élevé, la productivité a alors rebondi d'autant que, dans le même temps, les heures moyennes ouvrées par personne se sont légèrement accrues.

L'ajustement plus rapide des heures ouvrées que de l'emploi reflète bien la pratique des entreprises qui, dans la phase initiale d'un ralentissement conjoncturel, s'adaptent en réduisant d'abord les heures supplémentaires, mais surtout en recourant au régime du chômage temporaire (voir aussi à ce propos, l'encadré 9). Si ce régime permet de suspendre temporairement l'exécution du contrat des travailleurs, ceux-ci restent inscrits dans le registre du personnel de leur employeur et sont donc toujours repris dans les statistiques de l'emploi des comptes nationaux.

Le recours au chômage temporaire pour les ouvriers a de fait augmenté de manière exceptionnelle au début de l'année sous revue. L'usage de cet instrument avait déjà nettement progressé à la fin de 2008, mais il s'est encore fortement accru par la suite. En moyenne, environ 229.000 travailleurs ont ainsi reçu une allocation de chômage temporaire de l'ONEM au deuxième trimestre de 2009, un nombre en hausse de près de 90 p.c. par rapport au trimestre correspondant de 2008. Dans le cadre du plan de relance, décidé à la fin de 2008 par les

**GRAPHIQUE 53 AJUSTEMENT DE L'EMPLOI ET DU VOLUME D'HEURES OUVRÉES À L'ACTIVITÉ ÉCONOMIQUE**

(indices deuxième trimestre de 2008 = 100<sup>(1)</sup>)



Sources : ICN, BNB.

(1) Correspondant au pic d'activité précédant la récession de 2008-2009.

pouvoirs publics, diverses dispositions ont été prises en vue d'amplifier le rôle du régime de chômage temporaire comme tampon visant à amortir les conséquences de la crise sur l'emploi : le 1<sup>er</sup> janvier 2009, les allocations de chômage temporaire ont été majorées, tandis que les travailleurs sous contrat intérimaire ou temporaire ont pu aussi bénéficier, sous certaines conditions, de ce régime.

Ultérieurement, le gouvernement a décidé d'élargir aux employés les possibilités du chômage temporaire au travers du « régime temporaire et collectif de suspension totale ou partielle de l'exécution du contrat de travail ». Cette nouvelle mesure a été adoptée dans le cadre de la loi du 19 juin 2009 portant des dispositions diverses en matière d'emploi pendant la crise. Il s'agit d'une suspension de l'exécution du contrat de travail complète ou partielle (au moins deux jours de travail par semaine) pour une durée spécifiquement limitée dans le temps (de seize à vingt-six semaines) alors que, dans le cas du chômage économique « classique » pour les ouvriers, l'instauration d'une semaine de travail obligatoire après un certain délai permet de prolonger le système. Cette nouvelle disposition est applicable depuis la fin de juin 2009 aux entreprises en difficulté, c'est-à-dire celles qui, selon la loi, sont confrontées soit à une diminution sur un an de 20 p.c. de leur chiffre d'affaires ou de leur production, soit à 20 p.c. de chômage temporaire pour raisons économiques parmi les ouvriers par rapport au nombre total de jours déclarés à l'ONSS. Ces entreprises doivent, en outre, être liées par une CCT de secteur ou, à défaut, par une CCT ou un plan d'entreprise. Pendant la période de réduction des prestations, outre l'allocation de l'ONEM, les travailleurs concernés perçoivent un complément financier de la part de l'employeur afin de limiter la perte de revenus.

Malgré ce nouveau dispositif, la hausse à un an d'écart du nombre de personnes en chômage temporaire est revenue à quelque 45 p.c. au troisième trimestre, puis à 19 p.c. en fin d'année. Ce ralentissement s'explique notamment par l'incidence de la légère reprise de l'activité et par un effet de base. Par ailleurs, l'ajustement via les réductions des prestations tend au bout d'un certain temps à ses limites : en effet, des firmes peuvent en fin de compte être contraintes à réduire plus durablement leurs capacités de production, notamment par des licenciements ou des mises à la prépension de travailleurs qui, dans un premier temps, avaient pu être placés en chômage économique. Au mois de décembre, 163.453 travailleurs recevaient une allocation de chômage temporaire. Parmi ceux-ci, on recensait 6.291 employés ; en novembre, ils étaient au nombre de 8.910.

Des statistiques de chômage temporaire ventilées par branche d'activité, qui ne sont disponibles qu'avec un

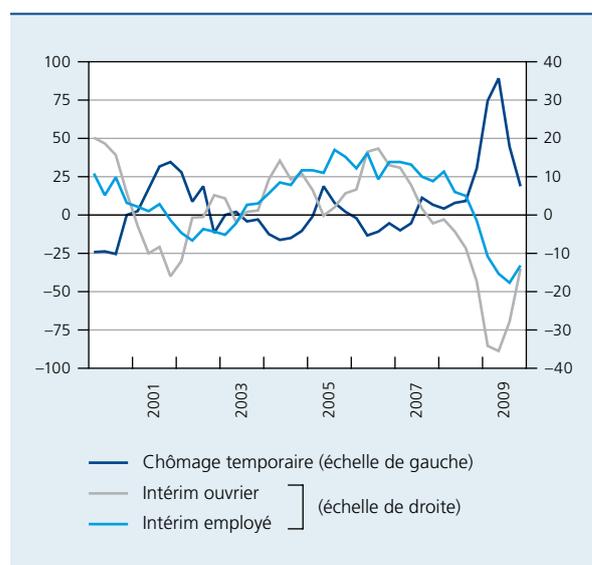
décalage par rapport aux séries globales, il ressort que deux branches, la construction et l'industrie manufacturière, qui emploient proportionnellement plus d'ouvriers que les autres branches d'activité, ont concentré l'essentiel du recours au chômage temporaire. Cependant, c'est dans l'industrie manufacturière que l'augmentation de celui-ci a été la plus marquée, à 160 p.c. sur les sept premiers mois de l'année sous revue, de sorte que, en juillet 2009, les travailleurs issus de cette branche représentaient environ la moitié des personnes en chômage temporaire.

Une autre mesure de crise adoptée au printemps est la réduction individuelle et temporaire des prestations – appelée également « crédit-temps de crise ». Elle est d'application dans le secteur privé moyennant les mêmes conditions que pour le dispositif précédent, notamment en termes de baisse de chiffre d'affaires et de taux de chômage temporaire. Cependant, l'usage de cet instrument nécessite l'accord individuel du travailleur (ouvrier ou employé à temps plein). Les réductions du temps de travail sont d'un cinquième ou d'un mi-temps pour une durée maximale de six mois. Cette mesure concernait 2.574 travailleurs en décembre.

Enfin, le dispositif dénommé « adaptation temporaire de crise de la durée du travail » consiste en une réduction collective du temps de travail s'appliquant à l'ensemble des

**GRAPHIQUE 54 CHÔMAGE TEMPORAIRE<sup>(1)</sup> ET INTÉRIM<sup>(2)</sup>**

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



Sources : Federgon, ONEM.

(1) Unités physiques (nombre de paiements effectués par l'ONEM).

(2) Heures ouvrées.

travailleurs d'une entreprise ou à une catégorie spécifique de travailleurs à l'intérieur de la firme. Les ouvriers et les employés occupés à temps plein diminuent leur temps de travail d'un cinquième ou d'un quart et reçoivent une compensation financière de la part de l'employeur. Celui-ci bénéficie de son côté d'une réduction de cotisations patronales. L'accord individuel du travailleur n'est pas nécessaire, mais une CCT au niveau de l'entreprise est une condition préalable.

Ces mesures, complémentaires au plan de relance, étaient applicables du 25 juin au 31 décembre 2009. Après consultation des partenaires sociaux au sein du Conseil national du travail, le gouvernement a décidé de faire usage de la possibilité de les prolonger jusqu'au 30 juin 2010, moyennant quelques adaptations des critères d'accès pour les entreprises et du montant des indemnités complémentaires pour les employés. Parallèlement, il a été décidé d'instaurer, pour la même période, une indemnité complémentaire forfaitaire de 1.666 euros en faveur des ouvriers licenciés de manière individuelle ou après faillite.

Les autorités ont aussi manifesté la volonté que les périodes de chômage temporaire soient utilisées pour renforcer l'employabilité des travailleurs concernés par le biais de formations. Celles-ci peuvent être organisées à l'initiative de l'employeur, que ce soit à l'extérieur de l'entreprise ou en interne. Elles peuvent être suivies dans ce cas avec le maintien des allocations de chômage temporaire à condition qu'il s'agisse de formations organisées par un service public de l'emploi (SPE) – ou par une instance reconnue par celui-ci –, par un fonds sectoriel

ou par l'employeur, et dans ce dernier cas pour autant que le contenu du programme ait été approuvé par le SPE. Le chômeur temporaire qui décide de sa propre initiative d'entamer une formation ou des études – ou qui les suivaient déjà avant que son contrat ne soit suspendu – conserve le bénéfice des allocations de chômage temporaire. Ces dispositions sont d'application jusqu'au 31 décembre 2010.

Le moindre appel à l'intérim et le non-renouvellement de contrats temporaires constituent d'autres moyens pour ajuster le volume de la main-d'œuvre aux besoins de l'activité, sans recourir au licenciement de travailleurs sous contrat à durée indéterminée. Ces formes de travail jouent un rôle d'amortisseur en cas de choc conjoncturel, témoignant d'un marché du travail à deux vitesses selon que l'on a affaire à des emplois stables ou précaires. La progression du nombre d'heures de travail intérimaire présente un profil différent pour les ouvriers et les employés. Pour les premiers, qui représentent près de 60 p.c. du volume de travail intérimaire, on observe un recul continu depuis le dernier trimestre de 2007, et ce, de façon de plus en plus marquée. Au deuxième trimestre de 2009, le nombre d'heures d'intérim ouvrier affichait une baisse record de 35 p.c. par rapport à l'année précédente. Parallèlement à la reprise de la production, il ressort des données relatives aux deux derniers trimestres que le mouvement de recul a eu tendance à s'amoinrir. Pour les employés, le taux de croissance sur un an du nombre d'heures d'intérim ouvrées n'est devenu négatif qu'à la fin de 2008. La chute s'est accélérée en 2009: au troisième trimestre, elle atteignait 18 p.c., mais s'est quelque peu ralentie par la suite.

## Encadré 9 – Les mesures d'aménagement du temps de travail soutenues par l'ONEM

À la suite de la récession qui a frappé l'économie belge à partir du troisième trimestre de 2008, la baisse de l'activité s'est traduite par un phénomène de mise en réserve de la main-d'œuvre qui s'est manifesté par l'usage de divers mécanismes d'ajustement du volume de travail, tels que le chômage temporaire, les régimes de travail à temps partiel ou encore le crédit-temps de crise. À ceux-ci s'ajoutent différents instruments mis en place depuis plusieurs années, s'adressant à des catégories de travailleurs assez larges, dont le but est de permettre un aménagement du temps de travail avec le soutien financier de l'ONEM.

La prépension à mi-temps offre la possibilité aux travailleurs du secteur privé justifiant d'un passé professionnel de vingt-cinq ans ou plus, de réduire leurs prestations de travail. Outre les allocations de chômage dont ils bénéficient comme prépensionnés, ils perçoivent une indemnité complémentaire à charge de l'employeur. Le système a connu un succès relativement limité et le nombre de prépensions à mi-temps a régulièrement baissé depuis le début de la décennie. En 2009, on recensait moins de 600 bénéficiaires de ce régime.



L'interruption de carrière dans le secteur public et le crédit-temps dans le secteur privé offrent aux travailleurs la possibilité de suspendre entièrement ou partiellement leurs prestations, tout en bénéficiant d'une allocation de la part de l'ONEM. L'interruption de carrière complète ou le crédit-temps complet permet de suspendre totalement les prestations de travail pour une durée limitée dans le temps. Il est aussi possible de réduire les prestations d'un cinquième jusqu'à un mi-temps pour une durée déterminée. Pour les travailleurs de cinquante ans ou plus qui remplissent certaines conditions relatives à leur ancienneté comme travailleur salarié et au sein de l'entreprise, la réduction ou la suspension des prestations peut être obtenue jusqu'à la prise de la pension. Le nombre de bénéficiaires d'une interruption de carrière complète ou d'un crédit-temps complet est en constante diminution, y compris en 2009. En revanche, les formules de réductions de prestations partielles ont affiché une hausse continue depuis le début de la décennie, qui s'est légèrement accélérée en 2009 par rapport à 2008, ces formules ayant notamment été encouragées par certains employeurs pendant la crise économique.

Les congés thématiques, qui regroupent le congé parental (qui en représente l'essentiel), l'assistance médicale et les congés pour soins palliatifs, sont d'autres formes spécifiques d'interruptions d'activité professionnelle, relevant essentiellement de considérations personnelles. Ces congés ont connu un succès croissant depuis leur mise en place. En 2009, le nombre de bénéficiaires s'est accru de 8.000 unités et un nombre plus important d'hommes y a eu recours (42 p.c. de plus entre les mois de décembre 2008 et 2009). L'augmentation en avril 2009 de l'âge des enfants jusqu'auquel les parents peuvent demander un congé parental (douze ans au lieu de six ans) n'est sans doute pas étrangère à l'évolution observée sur les derniers mois.

#### RÉDUCTIONS DES PRESTATIONS DE TRAVAIL

(nombre total de bénéficiaires, moyennes annuelles, sauf mention contraire)

	Prépensions à mi-temps	Interruptions de carrière et crédit-temps complets	Interruptions de carrière et crédit-temps: réduction des prestations <sup>(1)</sup>	Congés thématiques
2000 .....	1.092	21.786	65.967	9.540
2001 .....	1.214	23.363	77.571	11.059
2002 .....	1.198	22.895	93.745	14.055
2003 .....	1.073	21.361	113.000	22.224
2004 .....	926	21.562	127.390	27.459
2005 .....	873	21.899	141.428	31.522
2006 .....	782	21.126	153.362	36.471
2007 .....	702	19.899	163.549	39.869
2008 .....	617	18.360	172.884	44.436
2009 .....	582	16.035	183.026	52.435

Source: ONEM.

(1) Non compris les crédit-temps de crise.

À côté des mesures de réduction du temps de travail soutenues par les pouvoirs publics, une autre manière de limiter des licenciements en agissant sur la quantité de travail consiste pour l'employeur à introduire un régime

de travail à temps partiel ou à en accroître l'usage. À cet égard, les enquêtes sur les forces de travail indiquent une poursuite de la hausse de l'emploi à temps partiel durant les trois premiers trimestres de 2009, tandis que l'emploi

à temps plein a reculé en moyenne sur la même période de 2009 par rapport à l'année précédente.

Au total, en 2009, l'emploi a diminué en moyenne de 24.000 unités en Belgique. Cette évolution a été tirée par les branches sensibles à la conjoncture, qui regroupent l'agriculture, l'industrie, la construction et les services marchands. Celles-ci ont perdu un total de 52.000 emplois, alors qu'en 2008, comme en 2007, quelque 50.000 nouveaux postes de travail y avaient été créés. En revanche, les créations nettes d'emplois se sont poursuivies à un rythme soutenu dans les « autres services non marchands », dont la branche « santé et action sociale » représente l'essentiel. Largement subsidiées par les pouvoirs publics, les activités de ces services ont créé 17.000 postes de travail supplémentaires en 2009. Dans le cadre de la première phase du plan de relance, le Gouvernement fédéral avait décidé d'augmenter les dotations des fonds sectoriels Maribel social en 2009 et en 2010, ce qui devait permettre de créer des emplois supplémentaires dans le secteur non marchand privé. De même, le personnel des administrations publiques et de l'enseignement a continué d'augmenter en 2009, à concurrence de 7.000 unités, soit un nombre proche de la moyenne observée ces dernières années.

Avec 4.000 unités supplémentaires en 2009, la progression du nombre d'indépendants a été, par contre, nettement plus faible que les années précédentes.

En croissance trimestrielle, une légère baisse a même été enregistrée dès le deuxième trimestre de 2009. La détérioration du climat conjoncturel et la poursuite de la hausse des faillites peuvent expliquer cette évolution. D'autre part, depuis le 1<sup>er</sup> mai 2009, les ressortissants estoniens, hongrois, lettons, lituaniens, polonais, slovaques, slovènes et tchèques peuvent être occupés comme travailleurs salariés auprès d'un employeur établi en Belgique, sans devoir demander au préalable un permis de travail. Cet assouplissement a pu influencer l'évolution de l'emploi indépendant au cours de l'année sous revue. En effet, les années précédentes, bon nombre de ressortissants des nouveaux États membres de l'UE désireux d'exercer une activité en Belgique avaient opté pour le statut d'indépendant qui présentait moins de contraintes en termes d'accès au marché du travail belge. L'ouverture complète du marché national de l'emploi ne s'applique pas encore aux ressortissants de Bulgarie et de Roumanie, deux États qui ont rejoint l'UE plus tard, et dont on continue de noter un intérêt marqué pour le statut d'indépendant en Belgique.

## Chômage

L'augmentation de la population active s'est inscrite en retrait par rapport à celle observée en 2008, ne s'établissant qu'à 26.000 unités, contre 57.000 unités un an plus tôt. Cette décélération a permis d'amortir quelque peu

**TABLEAU 14** OFFRE ET DEMANDE DE TRAVAIL

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

	2005	2006	2007	2008	2009 e	p.m. 2009 e, niveau <sup>(1)</sup>
Population en âge de travailler <sup>(2)</sup>	44	63	70	59	44	7.114
Population active	72	47	19	57	26	5.065
Emploi national	61	53	72	82	-24	4.514
Travailleurs frontaliers	2	2	2	0	0	77
Emploi intérieur	59	50	70	82	-24	4.437
Indépendants	3	4	7	10	4	720
Salariés	56	46	63	72	-28	3.717
Branches sensibles à la conjoncture <sup>(3)</sup>	28	32	49	49	-52	2.315
Administration publique et éducation	16	7	7	9	7	787
Autres services non marchands <sup>(4)</sup>	13	7	7	15	17	614
Chômage <sup>(5)</sup>	11	-5	-53	-26	50	551

Sources: BFP, DGSIE, ICN, ONEM, BNB.

(1) Milliers de personnes.

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

(3) Soit les branches « agriculture, chasse, sylviculture et pêche », « industrie », « construction », « commerce, transports et communications » et « activités financières, immobilières, de location et de services aux entreprises ».

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

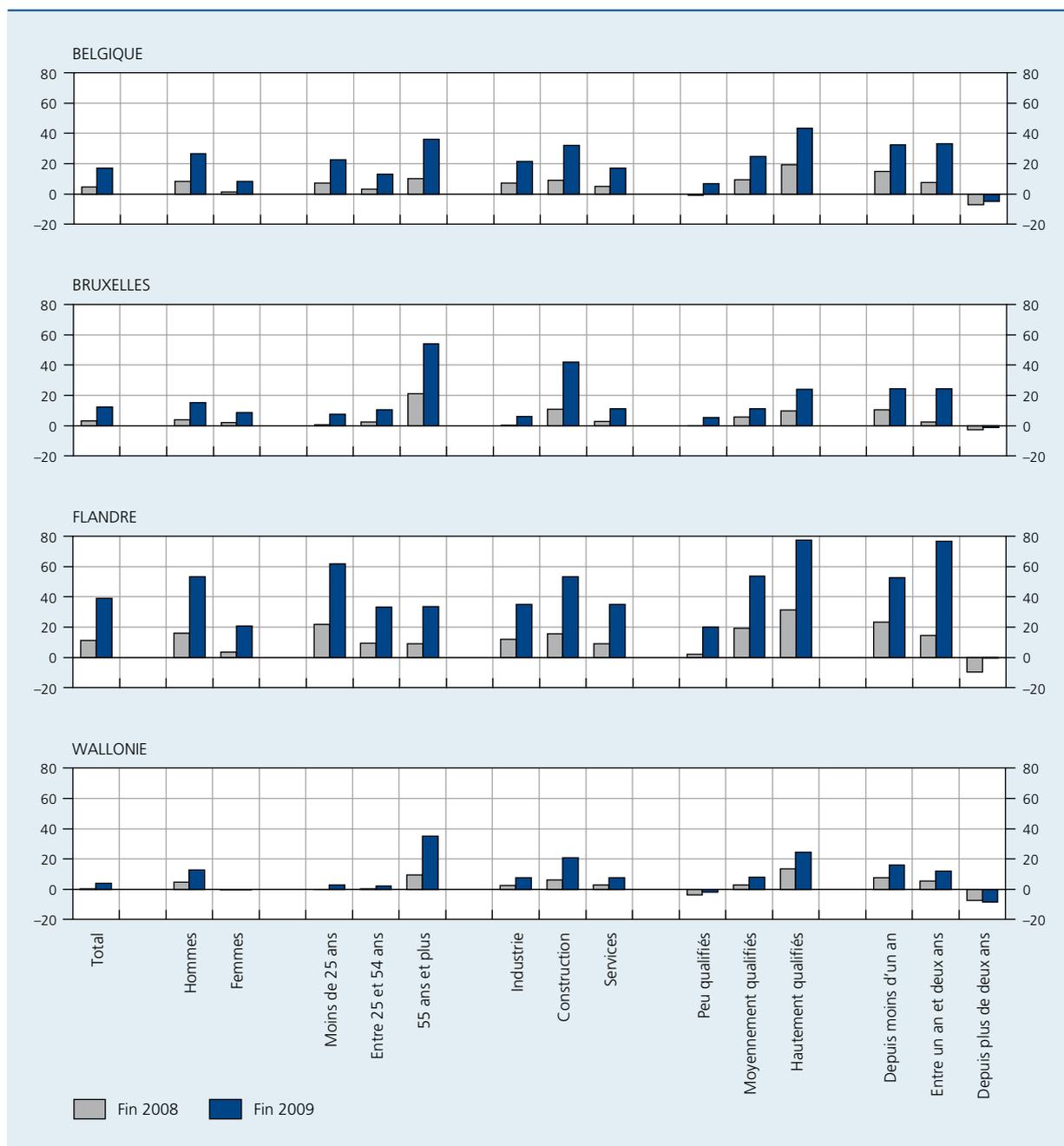
(5) Demandeurs d'emploi inoccupés, comprenant les chômeurs complets indemnisés (à l'exclusion des chômeurs âgés non demandeurs d'emploi), ainsi que les autres demandeurs d'emploi inscrits obligatoirement ou librement. Les demandeurs d'emploi qui travaillent dans le cadre des ALE ont été exclus, car ils sont déjà repris dans l'emploi.

les conséquences du recul de l'emploi sur le chômage. Ce dernier – qui avait encore reculé significativement en 2008 – a, en moyenne annuelle, touché 50.000 personnes supplémentaires, et le taux de chômage harmonisé s'est établi à 7,9 p.c., en hausse de 0,9 point de pourcentage par rapport à l'année précédente.

Conséquence de l'approfondissement de l'impact de la crise sur le marché du travail en cours d'année, on recensait, à la fin de 2009, 60.000 chômeurs de plus qu'un an auparavant. En recul de manière ininterrompue depuis 2006, le nombre de demandeurs d'emploi inoccupés (DEI) avait atteint un minimum de 495.000 en mai 2008, en

**GRAPHIQUE 55 ÉVOLUTION DU CHÔMAGE DEPUIS SON CREUX DE MAI 2008<sup>(1)</sup>**

(données corrigées des variations saisonnières<sup>(2)</sup>, pourcentages de variation par rapport à mai 2008)



Source : ONEM.

(1) Les catégories « Autres », plus hétérogènes, ne sont pas reprises parmi les ventilations par branche d'activité et par niveau d'éducation.

(2) Les ventilations par niveau d'éducation et par durée du chômage, pour lesquelles seules de trop courtes séries temporelles sont disponibles, ont été corrigées des variations saisonnières sur la base des facteurs saisonniers de la série totale.

données corrigées des variations saisonnières. À la fin de 2008, on enregistrait une progression de 4,6 p.c. par rapport à ce point bas. Depuis, le mouvement haussier s'est poursuivi : en décembre 2009, on relevait une augmentation de 16,9 p.c. Toutes les catégories de la population, ou presque, sont touchées par la recrudescence du chômage, mais de façon parfois sensiblement différente.

Ainsi, on a pu observer une hausse considérable du nombre de chômeurs qui étaient précédemment occupés dans des branches d'activité particulièrement sensibles à la conjoncture, comme l'industrie et la construction. Plus étonnamment a priori, le nombre de DEI précédemment salariés dans les services – soit des activités, à l'exception des services financiers, en principe moins exposées aux conséquences directes de la crise – a également nettement augmenté. Cette progression s'explique en partie par l'inscription de travailleurs intérimaires dont le contrat n'a pas été renouvelé : les activités d'intérim relèvent, en effet, du secteur des services aux entreprises, et non de la branche d'activité dans laquelle les prestations sont réalisées.

L'augmentation du nombre de DEI a été particulièrement marquée en Flandre, où la part de l'emploi dans les branches d'activité sensibles à la conjoncture est plus importante qu'à Bruxelles et en Wallonie. Les travailleurs masculins étant généralement surreprésentés dans ces activités, ce sont eux qui ont, jusqu'au terme de l'année sous revue, payé le plus lourd tribut à la crise. En conséquence, pour la première fois depuis 1982, la première année pour laquelle des données par genre sont disponibles, on dénombre désormais plus de chômeurs que de chômeuses en Belgique.

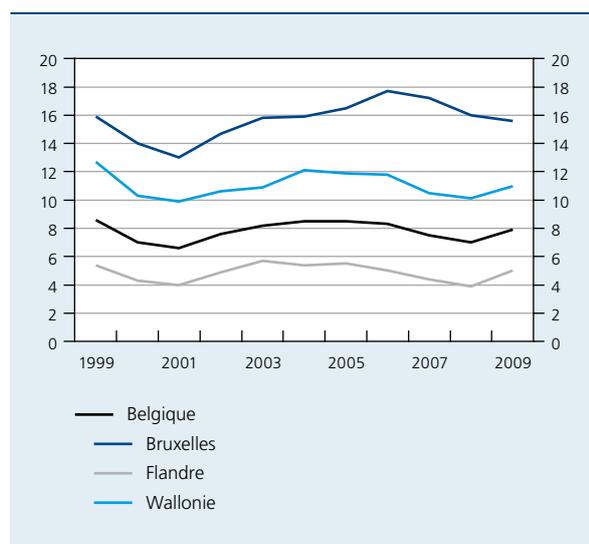
Une ventilation par âge fait apparaître que la progression du chômage a été particulièrement vive chez les jeunes en Flandre et, dans les trois régions, chez les seniors. Au sortir des études, les jeunes sont de fait les premiers concernés par le ralentissement des recrutements et, pour ceux qui avaient décroché un emploi, par le non-renouvellement de contrats temporaires, qui sont davantage fréquents dans cette phase d'insertion professionnelle. Les moins qualifiés d'entre eux sont les plus pénalisés, car ils ne peuvent, dans ces circonstances, compenser l'absence de diplôme par une expérience de travail valorisée par les employeurs. Les travailleurs âgés de cinquante-cinq ans et plus sont, quant à eux, toujours parmi les premiers à subir les conséquences des restructurations menées par les entreprises afin d'adapter leurs capacités de production et de réduire leurs coûts. En raison notamment d'un système d'échelles barémiques qui privilégie dans une large mesure l'ancienneté, les coûts salariaux des seniors peuvent en effet apparaître élevés par rapport à leur productivité.

Sur le marché du travail, les chances d'insertion rapide et durable sont d'ordinaire directement et positivement corrélées avec le niveau de qualification. On a cependant observé une dégradation nettement plus marquée du chômage des diplômés de l'enseignement supérieur que de celui des personnes moins qualifiées. Ainsi, en Flandre, le nombre de hautement qualifiés demandeurs d'emploi a augmenté de près de 80 p.c. par rapport à mai 2008, celui des chômeurs peu qualifiés de 20 p.c. Une hiérarchie similaire a été observée dans les deux autres régions. L'arrivée de jeunes diplômés qui n'ont pu décrocher d'emploi et le recours massif au système de chômage temporaire pour raisons économiques, qui a permis d'éviter le licenciement d'un grand nombre d'ouvriers, ont contribué à ces évolutions. Il faut néanmoins tenir compte du fait que le nombre absolu de chômeurs hautement qualifiés était relativement bas au début de la crise, ce qui amplifie la hausse exprimée en pourcentage de variation pour ce groupe.

La profondeur et la longueur de la crise ont contribué à la fois à la hausse du nombre de DEI et à l'allongement des périodes de chômage. La diminution des besoins en personnel induite par l'essoufflement de l'activité implique non seulement un recul des recrutements, ce qui ralentit les sorties du chômage, mais aussi la non-reconduction de contrats intérimaires et temporaires et le licenciement de travailleurs surnuméraires, ce qui accroît les entrées

**GRAPHIQUE 56** TAUX DE CHÔMAGE HARMONISÉ EN BELGIQUE ET DANS LES RÉGIONS<sup>(1)</sup>

(pourcentages de la population active en âge de travailler correspondante)



Source : DGSIE.

(1) Moyennes annuelles jusqu'en 2008 ; moyennes des trois premiers trimestres pour 2009.

dans le chômage. De fait, à la fin de 2008, le nombre de chômeurs de courte durée dépassait de quelque 15 p.c. le niveau qu'il affichait en mai et, en décembre 2009, l'augmentation atteignait 32 p.c. Dans le même temps, en raison de la faiblesse des sorties vers l'emploi, nombre des chômeurs inscrits en 2008 ont atteint le seuil d'un an de chômage, ce qui a gonflé le nombre de personnes présentant une période de chômage comprise entre un an et deux ans. À la fin de 2009, celles-ci étaient 33 p.c. plus nombreuses qu'au début de la crise. L'allongement de la période de chômage est particulièrement marqué en Flandre, cette région ayant subi plus tôt les conséquences de la récession économique.

Il n'en demeure pas moins que la proportion de demandeurs d'emploi dans la population active reste nettement supérieure en Wallonie et, surtout, à Bruxelles. En moyenne, au cours des trois premiers trimestres de 2009, on enregistre dans ces deux régions un taux de chômage harmonisé de respectivement 11 et 15,6 p.c., contre 5 p.c. en Flandre.

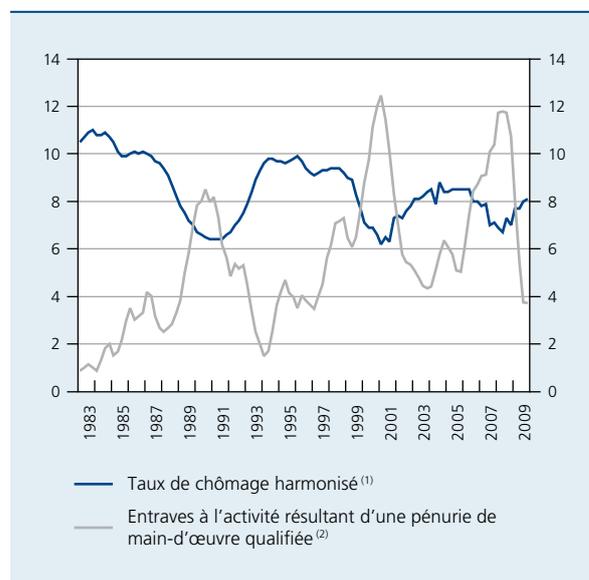
Bien qu'il subsiste des pénuries pour certaines fonctions critiques et dans certaines régions, les tensions régnant sur le marché du travail se sont considérablement atténuées sous l'effet de la crise et de la réduction des besoins en personnel qui en a découlé. Cette évolution ressort, par exemple, des enquêtes de conjoncture menées par la Banque dans l'industrie manufacturière, lesquelles comportent une question relative aux entraves à l'activité des entreprises résultant d'une pénurie de main-d'œuvre qualifiée. L'indicateur, qui mesure la part des entreprises confrontées à de telles difficultés, n'a cessé de se replier depuis le troisième trimestre de 2008 et ne s'est stabilisé qu'à la fin de l'année sous revue, à un niveau qui n'avait plus été atteint depuis le début de 1997.

L'évolution de cet indicateur se reflète assez bien dans celle du taux de chômage harmonisé, qui a lui aussi connu un tournant au printemps de 2008, pour s'accroître ensuite. En moyenne, au quatrième trimestre de 2009, 8,1 p.c. de la population active était à la recherche d'un emploi, contre 6,7 p.c. au plus bas l'année précédente.

L'évolution du taux de chômage harmonisé depuis 1983, année au cours de laquelle l'enquête sur les forces de travail a été lancée, indique clairement que l'incidence d'une récession économique sur le chômage peut se faire ressentir longtemps. Après les crises survenues au début des années 1990 et des années 2000, le taux de chômage a en effet continué de croître durant plusieurs années, avant de se stabiliser pendant un certain temps et de se replier ensuite. Au terme de la crise survenue en 1992-1993, la proportion de demandeurs d'emploi dans la population

**GRAPHIQUE 57** TAUX DE CHÔMAGE ET ENTRAVES À L'ACTIVITÉ RÉSULTANT D'UNE PÉNURIE DE MAIN-D'ŒUVRE QUALIFIÉE

(données trimestrielles corrigées des variations saisonnières)



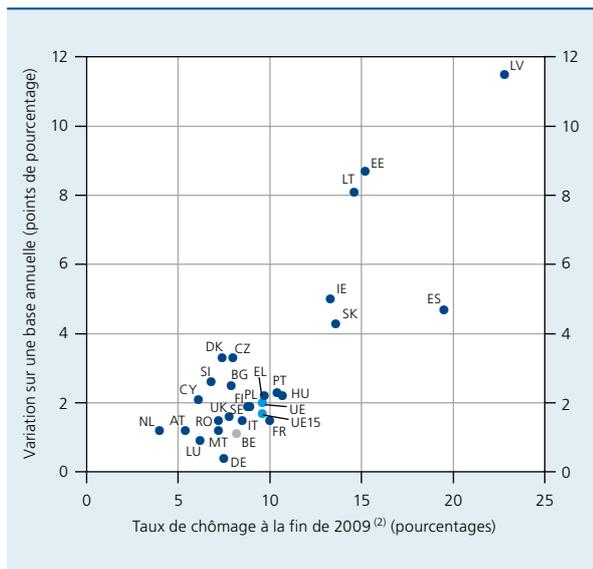
Sources : CE, BNB.

(1) Nombre de demandeurs d'emploi en pourcentage de la population active, calculé sur la base des résultats de l'enquête sur les forces de travail harmonisée au niveau européen ; série ajustée par Eurostat.

(2) Proportion des entreprises qui s'estiment confrontées à ces difficultés, pondérée en fonction de leur importance relative ; moyenne mobile sur trois trimestres, afin de refléter la tendance fondamentale de la série.

active avait augmenté de quelque 3,5 points de pourcentage. Il avait alors fallu attendre sept ans avant qu'elle n'eût retrouvé, avec 6 p.c. environ au début de 2001, un niveau comparable à l'étiage précédent, enregistré dans le courant de 1991. Après la crise survenue au début du nouveau millénaire, elle avait progressé de quelque 2,5 points de pourcentage. Le recul qui s'était amorcé à partir de 2006 était toutefois demeuré plus limité : au tournant observé au deuxième trimestre de 2008, le taux de chômage était de ce fait encore supérieur d'un demi-point de pourcentage à celui enregistré lors des deux creux précédents. La récession de 2008-2009 a, dès lors, débuté tandis que l'incidence sur le chômage de celle de 2000-2001 n'était pas encore totalement neutralisée. Il faut cependant noter que, compte tenu de l'augmentation concomitante de la population active, à aucun moment le nombre de DEI n'était revenu à un niveau équivalent à celui enregistré avant chacun de ces épisodes de récession économique. Les prévisions pour 2010 semblent laisser augurer d'une augmentation du chômage. Comme lors des récessions précédentes, les risques d'enlèvement dans le chômage de longue durée et d'augmentation structurelle du taux de chômage seraient dès lors accrus.

**GRAPHIQUE 58 TAUX DE CHÔMAGE HARMONISÉ EN BELGIQUE ET DANS LES AUTRES ÉTATS MEMBRES DE L'UE<sup>(1)</sup>**  
(données corrigées des variations saisonnières)



Source : CE.

- (1) Nombre de demandeurs d'emploi en pourcentage de la population active, calculé sur la base des résultats de l'enquête sur les forces de travail harmonisée au niveau européen ; série ajustée par Eurostat.  
(2) Décembre 2009, à l'exception de l'Estonie, de la Grèce, de la Lituanie et de la Roumanie (septembre), et du Royaume-Uni (octobre).

Jusqu'au terme de 2009, si on la compare à celle observée dans les autres États membres de l'UE, la hausse du taux de chômage a été relativement modérée en Belgique, malgré un ralentissement de la croissance de la population active, en raison notamment d'un large recours aux régimes de redistribution du travail et de chômage temporaire. En base annuelle, l'augmentation n'a pas excédé 1,1 point de pourcentage à la fin de l'année sous revue, la Belgique affichant, après l'Allemagne et le Luxembourg, la progression la plus modérée des vingt-sept États membres de l'UE. En revanche, les pays baltes, l'Espagne et l'Irlande ont enregistré une croissance extrêmement vive du taux de chômage, allant de 5 à 12 points de pourcentage. En Lettonie et en Espagne, à la fin de 2009, près d'un cinquième de la population active était à la recherche d'un emploi. En moyenne, en 2009, le taux de chômage harmonisé a crû de 2 points de pourcentage dans l'UE, pour atteindre 9,6 p.c.

### Évolutions structurelles et groupes à risque

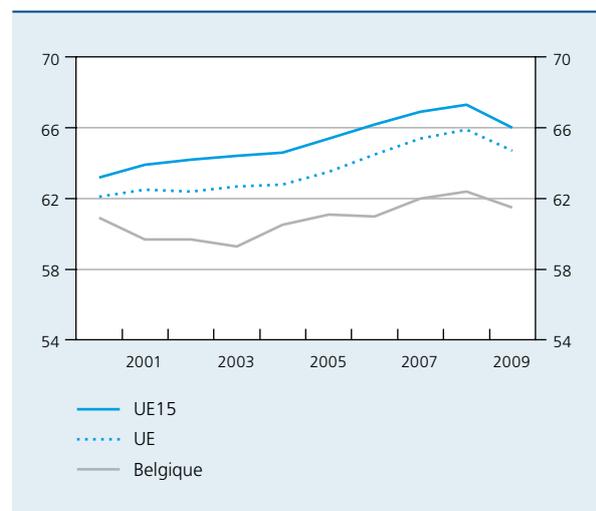
Sur la base des résultats des enquêtes sur les forces de travail pour les trois premiers trimestres de 2009, le taux d'emploi a diminué en Belgique de 0,9 point de pourcentage par rapport à la période correspondante de 2008,

pour s'établir à 61,5 p.c. Cette baisse est la plus significative depuis celle enregistrée lors du creux conjoncturel de 2001. Elle est cependant moins marquée que pour l'UE dans son ensemble, où le taux d'emploi a diminué en 2009 de 1,2 point de pourcentage.

Cette moindre diminution du taux d'emploi en Belgique s'explique par le caractère plus tardif du début de la récession et l'ampleur plus limitée de cette dernière, ainsi que par la plus grande sensibilité de l'emploi à la conjoncture dans certains pays, comme l'Espagne. En Belgique, les entreprises ont recouru de manière relativement plus importante aux mesures de réduction du temps de travail, notamment au travers du système de chômage temporaire, ce qui a, dans un premier temps, permis de limiter les réductions nettes d'emplois.

Il n'en demeure pas moins que le taux d'emploi est resté inférieur de plus de 4 points de pourcentage à celui de l'UE15 et que le différentiel s'est progressivement accru au cours des dix dernières années. Ce handicap structurel en termes de participation à l'emploi concerne particulièrement certains groupes de la population. En effet, le taux d'emploi des vingt-cinq à cinquante-quatre ans est supérieur en Belgique de 1 point de pourcentage à la moyenne de l'UE15, et celui des personnes diplômées de l'enseignement supérieur y est proche; par contre, les jeunes, les personnes âgées de plus de cinquante-quatre ans et, plus encore, celles d'origine étrangère et celles qui n'ont au

**GRAPHIQUE 59 TAUX D'EMPLOI HARMONISÉ EN BELGIQUE ET DANS L'UE<sup>(1)</sup>**  
(pourcentages de la population en âge de travailler correspondante)



Sources : CE, DGSIE.

- (1) Données du deuxième trimestre jusqu'en 2004, moyennes annuelles à partir de 2005, moyennes des trois premiers trimestres pour 2009.

plus qu'un diplôme de l'enseignement secondaire, restent sous-représentés dans l'emploi en Belgique. De 2000 à 2009, pour tous ces groupes, hormis celui des ressortissants de pays hors UE15, la situation s'est dégradée par rapport à la moyenne européenne. Des progrès ont certes été enregistrés, mais ils sont demeurés en retrait de ceux engrangés par nos partenaires européens.

La probabilité d'insertion sur le marché du travail est positivement corrélée au niveau d'éducation, comme en témoigne la faiblesse du taux d'emploi des personnes peu qualifiées en Belgique, qui, avec 38,5 p.c., s'établit à 23 points de pourcentage sous la moyenne nationale, tous

niveaux de qualification confondus. Cette problématique n'est pas propre à la Belgique, mais elle est particulièrement vive dans notre pays qui concède un retard de près de 11 points par rapport à l'UE15. La formation initiale, pour mieux préparer les jeunes aux exigences du marché du travail, et la formation continue, pour maintenir voire améliorer l'employabilité au cours de la carrière professionnelle, sont les principales réponses pour relever les chances de participation durable au marché du travail. De nouvelles informations disponibles dans les bilans sociaux permettent dorénavant de mieux appréhender les efforts en matière de formation professionnelle dans les entreprises belges. Les principaux résultats en sont repris dans l'encadré 10.

### Encadré 10 – Un nouvel indicateur de la formation en entreprise

Les bilans sociaux relatifs aux exercices clôturés à partir du 1<sup>er</sup> décembre 2008 recensent toutes les activités de formation professionnelle et les initiatives de formation initiale. Ils permettent aussi de ventiler le personnel par niveau d'études, séparément pour les hommes et les femmes. Une analyse complète des nouveautés incluses dans le nouveau formulaire a été publiée dans la Revue économique de la Banque de décembre 2009.

Les initiatives de formation professionnelle continue recouvrent les formations planifiées à l'avance qui visent à élargir les connaissances ou à améliorer les compétences des travailleurs. Le bilan social distingue deux types d'activités de formation professionnelle. Les cours et les stages conçus par des formateurs au bénéfice d'un groupe d'apprenants, qui se déroulent dans un lieu nettement séparé du lieu de travail, sont recensés dans un tableau relatif à la formation professionnelle formelle. Les activités d'apprentissage autres que celles visées ci-avant sont répertoriées dans un tableau relatif à la formation professionnelle moins formelle ou informelle. Elles se distinguent par un haut degré d'auto-organisation par l'apprenant, un contenu déterminé en fonction de ses besoins propres et un lien direct avec le travail ou le lieu de travail. Un troisième tableau est consacré à la formation professionnelle initiale, délivrée aux personnes occupées dans le cadre de systèmes alternant formation et travail en entreprise.

Sur les quelque 50.000 entreprises qui, au 16 septembre 2009, avaient déposé un bilan social clôturé au 31 décembre 2008, près de 19 p.c. ont rapporté leurs efforts de formation dans les tableaux *ad hoc*, un pourcentage en forte progression par rapport aux années antérieures. Plus de 7.600 entreprises ont rempli le tableau relatif à la formation formelle et 3.300 celui concernant la formation informelle. Le tableau relatif à la formation initiale a été complété par un peu moins de 1.700 firmes. L'analyse des données individuelles montre que la probabilité pour une entreprise d'être formatrice formelle ou informelle dépend avant tout de sa taille, la branche d'activité venant en second lieu. Le fait d'être liée à une entreprise non résidente et la composition du personnel (notamment en termes de qualification) jouent aussi un rôle significatif.

En 2008, 580.000 travailleurs, soit 37 p.c. de la population considérée, ont participé à une ou plusieurs activités de formation formelle. La formation informelle a concerné un travailleur sur cinq, soit 323.000 personnes, tandis que le taux de participation à la formation initiale a à peine dépassé 1 p.c., ce qui représente moins de 18.000 travailleurs. Les personnes ayant participé à plusieurs types de formation ne pouvant être identifiées, additionner les bénéficiaires pour calculer un taux de participation global induirait un risque de multiples comptages. Le bilan social ne permet dès lors pas d'évaluer, pour l'ensemble des initiatives de formation professionnelle continue, la position des entreprises du secteur privé par rapport à l'objectif d'un taux de participation de 50 p.c. en 2010.



## ACTIVITÉS DE FORMATION RECENSÉES EN 2008 DANS LES BILANS SOCIAUX

(population provisoire<sup>(1)</sup>)

	Initiatives de formation			Total
	Formelle	Informelle	Initiale	
Participants à une activité de formation (pourcentages de l'emploi moyen) . . . . .	36,9	20,5	1,1	-
Coûts nets <sup>(2)</sup> liés aux activités de formation (pourcentages des frais de personnel) . . . . .	1,24	0,41	0,06	1,71

Source : BNB (Centrale des bilans).

(1) Entreprises ayant déposé, au 16 septembre 2009, un bilan social clôturé au 31 décembre 2008.

(2) Les coûts nets de formation sont obtenus en ajoutant aux coûts bruts les cotisations payées et versements à des fonds collectifs et en soustrayant les subventions et autres avantages reçus.

Les coûts nets liés aux activités de formation ont représenté au total 1,71 p.c. des frais de personnel. L'ajout des volets relatifs à la formation informelle et à la formation initiale, qui représentent respectivement 24 et 3 p.c. du total, permet d'améliorer sensiblement les performances des entreprises par rapport à une situation où ne serait prise en compte que la formation formelle.

L'évaluation de l'effort financier des entreprises du secteur privé par rapport à l'objectif de 1,9 p.c. défini dans le cadre des AIP reposait sur la seule formation formelle. La prise en compte de l'ensemble des coûts de formation encourus par les firmes permet de se rapprocher davantage de l'objectif, sans toutefois l'atteindre. Il faut néanmoins noter que le bilan social continue à couvrir imparfaitement certaines dépenses, notamment celles découlant des paiements obligatoires au titre de cotisations sociales (congé-éducation, emploi et formation des groupes à risque) ou de versements aux fonds de formation sectoriels. Le nombre d'entreprises qui communiquent de telles dépenses reste faible, alors qu'en théorie, toutes doivent y contribuer. Au total, en 2008, ces paiements correspondaient à 0,06 p.c. des frais de personnel. Les nouvelles rubriques enregistrent aussi les subventions reçues (notamment sous la forme de chèques-formation ou de primes versées aux entreprises ou aux travailleurs par les fonds sectoriels), lesquelles se montaient à 0,07 p.c. des frais de personnel et finançaient au total 6 p.c. des frais bruts de formation formelle encourus.

Dans le pacte de solidarité entre les générations conclu en 2005, le gouvernement a confirmé l'objectif financier des partenaires sociaux, tout en l'assortissant d'un mécanisme de sanction au niveau sectoriel qui entrerait en vigueur dès lors que l'objectif global de 1,9 p.c. ne serait pas atteint. Ces sanctions prendront la forme d'une cotisation supplémentaire au profit du régime du congé-éducation à payer par les secteurs dont les efforts s'avèreraient insuffisants. Jusqu'à présent, les évaluations prévues n'ont pu être réalisées : d'une part, les mécanismes de sanction ont été mis en place tardivement ; d'autre part, la notice méthodologique accompagnant les tableaux relatifs à la formation n'a été publiée que dans le courant de 2008, ne permettant pas aux entreprises d'adapter dans les temps leurs instruments de mesure des efforts de formation. La première évaluation sera donc réalisée en novembre 2010, sur la base des résultats provisoires de 2009, dans le cadre du Rapport technique sur les marges maximales disponibles pour l'évolution du coût salarial du Secrétariat du Conseil central de l'économie.

Par ailleurs, le taux d'emploi des quinze à vingt-quatre ans, à 25,2 p.c. est nettement inférieur à celui enregistré en moyenne dans l'UE15, à 38,5 p.c. Cette situation découle de deux facteurs: la proportion d'étudiants dans cette tranche d'âge est plus élevée dans notre pays, car la durée des études y est en moyenne plus longue, et, d'autre part, il y a relativement moins d'étudiants en Belgique qui combinent scolarité et emploi, à l'encontre des traditions dans d'autres pays de l'UE15. Si l'on ne considère que le groupe des jeunes qui ne sont plus aux études, le taux d'emploi est similaire à celui observé dans le reste de l'UE.

On dénombre également beaucoup moins d'actifs en Belgique parmi les personnes âgées de cinquante-cinq à soixante-quatre ans. À peine un sur trois est occupé sur le marché du travail, soit la proportion la plus faible de tous les pays de l'UE15. On observe par ailleurs que ce sont les pays où le taux d'emploi des seniors est le plus élevé qui affichent aussi les meilleures performances en termes d'occupation des jeunes. Ce constat de complémentarité apparente peut, du reste, être étendu à l'ensemble des tranches d'âge.

La proportion des cinquante-cinq ans et plus qui sont occupés en Belgique a néanmoins sensiblement augmenté sur les dix dernières années, de quelque 12 points

de pourcentage. Cette progression a toutefois été inférieure à celle enregistrée par certains autres pays européens comme l'Allemagne, la Finlande ou les Pays-Bas, qui connaissaient pourtant déjà en 2000 un taux d'emploi des seniors sensiblement plus élevé. Le relèvement de leur taux d'emploi en Belgique a été la conséquence notamment de la féminisation progressive du marché du travail – qui se traduit de manière mécanique au fil du temps par l'arrivée dans les classes d'âge plus élevées de femmes au travail – et de la mise en œuvre d'une série de mesures visant à prévenir la sortie précoce du marché du travail. Ainsi, l'âge légal de la retraite des femmes a été progressivement revu à la hausse depuis 1997: en janvier 2009, il est passé de soixante-quatre à soixante-cinq ans, comme celui des hommes. L'âge permettant de prétendre au statut de chômeur âgé non demandeur d'emploi a également été relevé: il est fixé à cinquante-huit ans depuis 2004, à quelques exceptions près ayant trait à la durée de la carrière. En outre, dans le cadre du pacte de solidarité entre les générations adopté en décembre 2005, les possibilités de recours à la prépension ont été limitées. En conséquence, bien que le nombre de prépensions à temps plein ait augmenté les dernières années, la part des prépensionnés dans la population âgée de cinquante à soixante-quatre ans s'est affaiblie, passant de 6,6 p.c. en 2000 à 5,6 p.c. en 2009. En outre, l'accès aux dispositifs d'*outplacement* a été étendu et les personnes qui

**TABLEAU 15** RETRAITS ANTICIPÉS DU MARCHÉ DU TRAVAIL

(moyennes annuelles, nombre de bénéficiaires âgés de cinquante ans et plus, sauf mention contraire)

	Chômeurs âgés avec dispense de recherche	Prépensions à temps plein avec dispense de recherche	Interruptions de carrière et crédit-temps à temps plein <sup>(1)</sup>	p.m. Population âgée de 50 à 64 ans (milliers)
2000 .....	140.763	114.478	3.100	1.727
2001 .....	147.919	109.950	3.620	1.752
2002 .....	152.309	106.482	3.956	1.780
2003 .....	146.417	107.915	4.706	1.808
2004 .....	136.907	109.869	5.661	1.838
2005 .....	125.683	109.018	6.728	1.876
2006 .....	116.169	111.069	6.568	1.925
2007 .....	107.939	113.579	5.907	1.979
2008 .....	100.844	114.151	5.108	2.027
2009 .....	94.801	115.552	3.722	2.069

Sources: BFP, DGSIE, ONEM.

(1) Ces chiffres reprennent les bénéficiaires du système général et ceux du système spécifique pour les cinquante ans et plus qui peuvent sous certaines conditions suspendre leurs prestations de travail de manière illimitée, c'est-à-dire jusqu'à la prise de pension.

**TABLEAU 16 TAUX D'EMPLOI HARMONISÉS EN 2009**

(moyennes des trois premiers trimestres de 2009, pourcentages de la population en âge de travailler correspondante)

	Bruxelles	Flandre	Wallonie	Belgique	UE15
<b>Total</b> .....	<b>55,2</b>	<b>65,5</b>	<b>56,5</b>	<b>61,5</b>	<b>66,0</b>
Genre					
Hommes .....	61,1	70,6	62,6	67,1	72,1
Femmes .....	49,4	60,2	50,4	55,9	59,9
Âge					
De 15 à 24 ans .....	19,3	28,1	22,0	25,2	38,5
De 25 à 54 ans .....	67,4	85,0	74,5	79,8	78,6
De 55 à 64 ans .....	43,1	35,0	32,8	34,9	47,9
Niveau d'éducation					
Secondaire inférieur au plus .....	35,1	41,9	34,6	38,5	49,1
Secondaire supérieur au plus .....	53,1	69,2	60,9	65,3	71,1
Supérieur .....	76,2	84,3	80,2	82,1	83,0
Nationalité					
Belges .....	55,5	66,0	57,5	62,4	66,6
Autres ressortissants de l'UE .....	63,0	66,0	52,2	59,5	68,0
Ressortissants hors UE .....	39,0	42,4	31,3	38,6	55,9

Sources: CE, DGSIE.

demeurent actives après l'âge de soixante-deux ans, ou à l'issue d'une carrière d'au moins quarante-quatre ans, bénéficient, depuis 2007, d'un bonus dans le calcul de leur pension. En décembre 2009, quelque 45.000 retraités ont perçu un tel avantage financier. Ces mesures ont eu pour effet de mieux partager entre les classes d'âge le prix en termes d'emploi du ralentissement de l'activité observé depuis le deuxième semestre de 2008. Les données relatives à l'année 2009 ne montrent pas encore d'augmentation notable du nombre de prépensions sous l'effet de la crise économique.

Cela peut s'expliquer notamment par les délais nécessaires à la réorganisation de l'entreprise et le préavis de six mois minimum comme condition à la prépension lorsque le recours à ce régime est décidé au sein de firmes reconstruites en difficulté ou en restructuration. En outre, en cas de licenciement collectif, les travailleurs concernés doivent avoir été inscrits pendant au moins six mois dans une cellule pour l'emploi mise en place par l'employeur ou à laquelle celui-ci collabore. Les travailleurs âgés d'au moins cinquante-huit ans ou ayant trente-huit ans de passé professionnel à la fin de la période de préavis sont dispensés de cette condition. Le nombre de prépensionnés qui n'ont pas encore obtenu de dispense de recherche d'emploi et qui sont donc encore temporairement inscrits comme demandeurs d'emploi a de fait connu une augmentation

significative. Ils étaient en moyenne 39 en 2007 (année d'entrée en vigueur de la nouvelle réglementation imposant la recherche d'un emploi), 1.196 en 2008 et 1.976 en 2009; en décembre on en dénombrait 2.169.

En revanche, la décline du nombre de chômeurs âgés dispensés de recherche d'emploi entamée en 2003 s'est poursuivie. De même, alors qu'il avait continuellement progressé jusqu'en 2005, le nombre de personnes âgées de cinquante ans et plus qui sont en crédit-temps ou en interruption de carrière à temps plein a diminué. Le succès du système général du crédit-temps n'a pourtant pas décliné, mais les travailleurs âgés se sont tournés davantage vers les formules de réduction des prestations.

À l'instar des jeunes et des seniors, les personnes de nationalité étrangère sont sous-représentées sur le marché du travail. D'après les données disponibles des enquêtes sur les forces de travail – où compte tenu du fait que la ventilation est basée sur la nationalité, les allochtones ayant obtenu la nationalité belge sont comptabilisés comme Belges –, seuls quatre ressortissants de pays hors UE résidant en Belgique sur dix étaient occupés en 2009, contre 62,4 p.c. des Belges. Il s'agit non seulement du taux d'emploi des étrangers le plus faible parmi les pays de l'UE15 mais, en outre, seuls les Pays-Bas et la Suède présentent un écart supérieur avec celui des nationaux.

La faible proportion d'étrangers en emploi sur le marché du travail en Belgique pèse indirectement sur les catégories où ils sont représentés de façon plus importante : les taux d'emploi des jeunes, des moins qualifiés, ou de certaines régions sont moins élevés que la moyenne belge en partie du fait de cet effet de composition. Le faible taux d'emploi des étrangers à l'UE ne peut être attribué exclusivement à leur niveau d'éducation en moyenne moins élevé. En effet, qu'il s'agisse de personnes faiblement, moyennement ou hautement qualifiées, le taux d'emploi des ressortissants hors UE est d'au moins 10 points de pourcentage inférieur aux taux correspondants observés pour les ressortissants belges.

La complémentarité apparente entre les taux d'emploi des différentes tranches d'âge s'observe aussi au niveau régional, en tous les cas en Flandre et en Wallonie. En Flandre, l'écart entre les taux d'emploi des seniors et des jeunes est inférieur à la moyenne, en raison d'une proportion nettement plus élevée de jeunes qui exercent, sous l'une ou l'autre forme, une activité professionnelle rémunérée. À Bruxelles, en revanche, il est très large, puisque 43,1 p.c. des personnes âgées de cinquante-cinq à soixante-quatre ans étaient occupées au cours des trois premiers trimestres de 2009, soit de loin le taux d'emploi le plus élevé des trois régions pour cette tranche d'âge, tandis que seul un jeune bruxellois sur cinq travaillait.

Alors que le taux d'emploi des ressortissants de l'UE non belges est inférieur en Wallonie et identique en Flandre au taux enregistré pour les Belges, il le dépasse à Bruxelles. Cette différence s'explique notamment par les emplois créés pour les ressortissants de l'UE dans la fonction publique européenne et par les nombreux organismes internationaux que Bruxelles héberge. En outre, la forte proportion de personnes d'origine étrangère souffrant d'un plus faible niveau d'éducation au sein de la population bruxelloise de nationalité belge tend à y peser sur le taux d'emploi des nationaux. La situation du marché du travail est particulièrement hétérogène à Bruxelles et en Flandre, avec un écart de taux d'emploi entre populations de nationalité étrangère ressortissante de l'UE et étrangère à l'UE qui atteint 24 points de pourcentage. En Wallonie, la différence est à peine moins marquée, mais le taux d'emploi des ressortissants étrangers y est nettement plus bas. Par comparaison, en moyenne dans l'UE15, cet écart est de 12 points de pourcentage.

## 4.2 Enquête auprès des entreprises sur leurs réactions en temps de crise

Tout comme les banques centrales d'autres pays de l'UE, la Banque a réalisé une enquête en juin de l'année sous revue afin de jauger la réaction du marché du travail à la crise économique et financière. Cette enquête constituait

**TABLEAU 17** INCIDENCE DE LA CRISE SUR LE CHIFFRE D'AFFAIRES  
(pourcentages du total des réponses, sauf mention contraire<sup>(1)</sup>)

	Incidence négative	<i>p.m.</i> <i>Forte ou très forte<sup>(2)</sup></i>	Incidence positive	Incidence nulle
<b>Total</b> .....	<b>87</b>	<b>50</b>	<b>2</b>	<b>11</b>
Industrie manufacturière .....	91	61	1	9
Énergie .....	6	0	0	94
Construction .....	72	29	2	26
Commerce .....	90	37	2	8
Services aux entreprises .....	85	58	1	14
Institutions financières .....	87	34	9	4
De 5 à 19 travailleurs .....	79	35	2	19
De 20 à 49 travailleurs .....	82	45	3	14
De 50 à 199 travailleurs .....	85	55	2	13
À partir de 200 travailleurs .....	92	55	1	7

Source: BNB.

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

(2) Pourcentage des entreprises qui ont indiqué avoir subi une baisse forte ou très forte de leur chiffre d'affaires parmi celles ayant subi une incidence négative.

un suivi de l'enquête approfondie sur la formation des salaires qui a été menée à l'automne 2007 auprès d'un large échantillon représentatif d'entreprises belges. Ces enquêtes ont été conduites dans le cadre des travaux du *Wage Dynamics Network* (WDN), un réseau de chercheurs du Système européen de banques centrales (SEBC) qui a étudié la dynamique des salaires. L'enquête de suivi visait à examiner dans quelle mesure les entreprises ont été affectées par la crise économique et financière et ont de ce fait modifié leur comportement. Elle s'adressait en Belgique aux participants à l'enquête initiale de 2007, qui ont été 997 à y donner suite, ce qui représente un taux de réponse de 70 p.c.

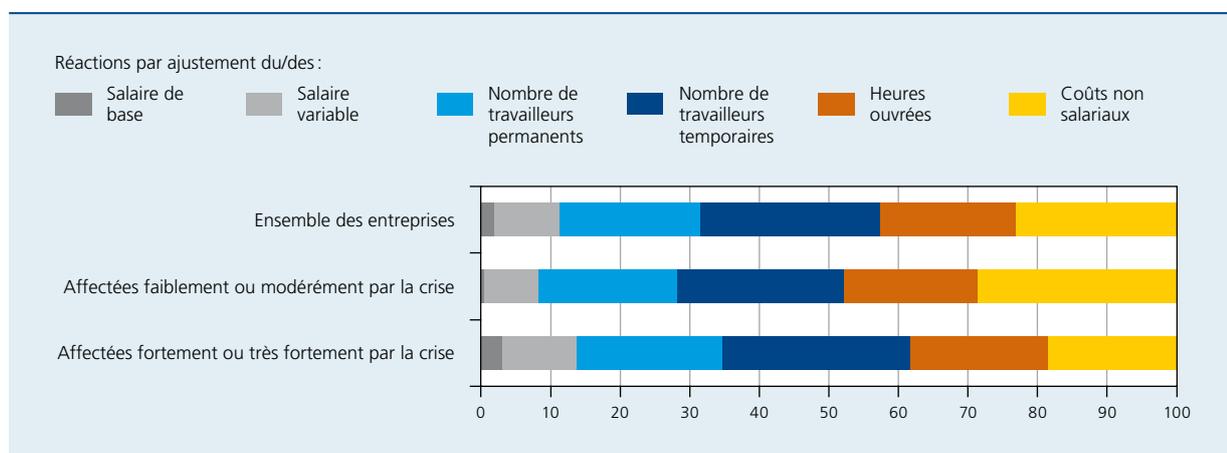
La crise a exercé en Belgique une incidence négative sur la grande majorité des entreprises et la moitié d'entre elles en ont été fortement ou très fortement affectées. La diminution du chiffre d'affaires a été la plus marquée dans les entreprises de l'industrie manufacturière, alors que les branches de la construction et de l'énergie ont été relativement épargnées. On constate une nette relation positive entre la taille de l'entreprise et sa sensibilité à la crise.

La crise économique et financière a eu pour principal effet de réduire la demande pour les produits et services offerts. Par ordre d'importance, le deuxième effet est l'augmentation du nombre de clients éprouvant des difficultés de paiement. Les problèmes liés à l'obtention du financement nécessaire ou à l'approvisionnement par les fournisseurs habituels ont été jugés moins importants par les entreprises participant à l'enquête.

S'agissant des stratégies de réduction de coûts, il est frappant de constater que les entreprises ayant participé à l'enquête de suivi n'ont pas été en mesure d'indiquer un choix unique dans la liste des possibilités, qui comprenait une diminution des salaires de base, des salaires variables, de l'emploi fixe ou temporaire, des heures ouvrées ou des coûts non salariaux. Elles ont déployé une stratégie reposant sur plusieurs instruments. De plus, toutes les stratégies, à l'exception de la réduction des coûts non salariaux, ont été appliquées de manière d'autant plus intensive que l'incidence de la crise était importante pour la firme.

Le choix de la diminution du nombre d'heures ouvrées est particulièrement remarquable à cet égard : la part de cette réaction dans l'ensemble des stratégies utilisées s'est élevée à un cinquième. La réduction des heures de travail ouvrées a notamment été rendue possible grâce à la limitation ou la suppression des heures supplémentaires ou à une utilisation croissante du régime du crédit-temps. Mais, corroborant en cela les statistiques administratives, les résultats de l'enquête indiquent que c'est principalement par un recours au régime du chômage temporaire pour raisons économiques que les entreprises ont concrétisé leur stratégie. Les employeurs belges disposent en effet là d'un instrument performant leur permettant de faire face, en principe, à de courtes périodes de recul de la demande. Grâce à ce système, la majeure partie des coûts salariaux afférents aux travailleurs en surnombre n'est plus à la charge de l'entreprise, alors que les travailleurs concernés restent liés contractuellement à leur employeur, et que celui-ci peut disposer à tout moment de son personnel pour faire face à une reprise de l'activité. Ce sont

**GRAPHIQUE 60** STRATÉGIES DE RÉDUCTION DES COÛTS EN RÉPONSE À UN RECUIL DU CHIFFRE D'AFFAIRES  
(pourcentages du nombre total d'entreprises<sup>(1)</sup>)



Source : BNB.

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

principalement les entreprises de l'industrie manufacturière qui utilisent ce régime, lequel était encore limité aux ouvriers au moment de l'enquête.

L'emploi aussi a été largement réduit pour les travailleurs permanents et, encore davantage, pour le personnel temporaire. Ce dernier remplit ainsi un rôle d'amortisseur pour absorber les variations de l'activité. Près d'un tiers des entreprises fortement ou très fortement affectées par la crise ont réduit leur effectif temporaire. Pas moins de 46 p.c. des entreprises ont indiqué avoir eu recours à des réductions d'emplois. Ce canal est de la sorte plus important pour les entreprises belges que pour la moyenne des pays où l'enquête de suivi a été organisée (Autriche, Belgique, Espagne, Estonie, France, Italie, Luxembourg, Pays-Bas, Pologne et République tchèque), cette stratégie n'y concernant que 41 p.c. des firmes interrogées.

Selon l'analyse des résultats de l'enquête initiale, plusieurs facteurs pour lesquels la Belgique se distingue des autres pays peuvent expliquer ce recours plus intensif au canal de l'emploi. Ils sont pour la plupart liés aux rigidités salariales, et plus particulièrement au fait que les salaires réels ne sont presque jamais abaissés, même si c'est économiquement justifié, et que la part variable du coût salarial est faible. Certaines caractéristiques institutionnelles du marché du travail, notamment le système d'indexation automatique et le fait que les salaires soient souvent négociés à un niveau supérieur à celui de l'entreprise, contribuent également à la rigidité des salaires. D'autres modalités la tempèrent. Ainsi, l'activation de clauses « all-in » encadre les effets de l'indexation automatique. De même, les marges salariales, c'est-à-dire les sursalaires payés par les entreprises par rapport aux barèmes sectoriels, offrent une marge de manœuvre pour, le cas échéant, adapter le salaire effectif aux circonstances économiques.

Dans les résultats de l'enquête de suivi, la rigidité salariale se manifeste par la faible réaction des salaires au choc de la demande. Si les composantes salariales variables ont contribué dans une certaine mesure au processus d'adaptation – elles ont été comprimées par une entreprise sur dix –, les salaires de base n'ont été réduits que dans une très faible mesure à la suite de la récession économique.

Plus d'un quart des entreprises ont indiqué avoir procédé à des gels de salaire – dans ce cas, en moyenne les deux tiers de leurs travailleurs étaient concernés – et 4 p.c. avaient l'intention de le faire. C'est surtout dans les grandes entreprises, soit le groupe qui a été le plus touché par la crise, qu'un gel des salaires a été mis en œuvre. Au niveau des branches d'activité, ce sont principalement les services, plus particulièrement les institutions financières, le commerce et les services aux entreprises, qui y ont eu

**TABLEAU 18** GEL DU SALAIRE DE BASE EN PÉRIODE DE CRISE  
(pourcentages du nombre total d'entreprises<sup>(1)</sup>)

	Réalisé	Prévu
<b>Total</b> .....	<b>27</b>	<b>4</b>
Industrie manufacturière .....	21	7
Énergie .....	0	0
Construction .....	3	4
Commerce .....	36	5
Services aux entreprises .....	31	2
Institutions financières .....	42	2
De 5 à 19 travailleurs .....	6	6
De 20 à 49 travailleurs .....	14	6
De 50 à 199 travailleurs .....	23	5
À partir de 200 travailleurs .....	42	3

Source : BNB.

(1) Résultats pondérés sur la base de l'emploi et rééchantillonnés en faisant abstraction des réponses manquantes.

recours, ainsi que, dans une moindre mesure, les entreprises de l'industrie manufacturière, pourtant lourdement frappées. Ce dernier secteur a, en effet, pu recourir plus amplement à d'autres mesures, comme le chômage temporaire et le non-renouvellement de travailleurs temporaires, en ce compris les intérimaires.

En réaction à la crise, les entreprises ont aussi réalisé d'importantes économies au niveau des coûts non salariaux. C'est particulièrement le cas des petites sociétés : leur marge de manœuvre pour réduire un effectif déjà limité est plus faible, de sorte qu'elles semblent postposer le plus longtemps possible d'éventuels licenciements. Les postes de dépenses que les entreprises ont rapporté avoir le plus fréquemment réduit sont le parc automobile, l'entretien, les frais de voyage et de représentation, la publicité et le sponsoring.

### 4.3 Coûts salariaux dans le secteur privé

#### Évolutions récentes et déterminants

Au cours de l'année sous revue, les salaires bruts par heure ouvrée dans le secteur privé ont progressé de 2,3 p.c., soit une croissance beaucoup moins rapide que les 3,7 p.c. enregistrés en 2008. Tant les augmentations

**TABLEAU 19 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)

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009 e
<b>Salaires bruts par heure ouvrée</b> .....	<b>1,7</b>	<b>2,1</b>	<b>2,3</b>	<b>3,5</b>	<b>2,9</b>	<b>3,7</b>	<b>2,3</b>
Salaires conventionnels <sup>(1)</sup> .....	1,8	2,4	2,4	2,3	1,9	3,4	2,5
Adaptations conventionnelles réelles .....	0,4	1,0	0,4	0,5	0,3	0,5	0,2
Indexations .....	1,5	1,4	2,0	1,8	1,6	2,9	2,3
Glissement des salaires <sup>(2)</sup> .....	-0,2	-0,3	-0,1	1,1	1,0	0,2	-0,1
Cotisations patronales à la sécurité sociale <sup>(3)</sup> .....	0,0	-0,1	-0,2	-0,1	0,2	0,0	0,1
Autres cotisations sociales patronales <sup>(4)</sup> .....	0,1	-0,2	-0,2	-0,1	0,3	-0,3	0,5
<b>Coûts salariaux par heure ouvrée</b> .....	<b>1,7</b>	<b>1,9</b>	<b>1,9</b>	<b>3,2</b>	<b>3,4</b>	<b>3,3</b>	<b>2,8</b>
<i>p.m. Y compris les effets des réductions de précompte professionnel<sup>(5)</sup></i> .....	<i>1,5</i>	<i>1,9</i>	<i>1,8</i>	<i>3,0</i>	<i>3,1</i>	<i>3,1</i>	<i>2,5</i>
<i>Idem, pourcentages de la masse salariale</i> ..	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,1</i>	<i>0,4</i>	<i>0,6</i>	<i>0,9</i>	<i>1,2</i>
<i>Réductions de cotisations patronales à la sécurité sociale, pourcentages de la masse salariale</i> .....	<i>3,2</i>	<i>3,6</i>	<i>3,9</i>	<i>3,9</i>	<i>4,0</i>	<i>3,9</i>	<i>3,8</i>

Sources : Chambre des représentants (Exposé général du budget); ICN; ONSS; SPF Emploi, travail et concertation sociale; BNB.

(1) Augmentations salariales fixées en commissions paritaires.

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

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

(4) Cotisations sociales effectives qui ne sont pas versées aux administrations publiques, 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 un subsides et non comme une réduction directe des charges. Elles ne peuvent dès lors pas entrer en ligne de compte pour le calcul des coûts salariaux.

salariales conventionnelles – en ce compris les indexations – que le glissement des salaires (*wage drift*) ont contribué à ce ralentissement. L'incidence des cotisations que les employeurs versent à la sécurité sociale a été presque neutre, comme en 2008. Les autres cotisations patronales ont, en revanche, exercé un effet à la hausse, estimé à 0,5 point de pourcentage, de sorte que les coûts salariaux horaires se sont accrus de 2,8 p.c.

En 2009, les augmentations conventionnelles réelles mises en œuvre par les commissions paritaires au niveau sectoriel ont essentiellement découlé d'accords antérieurs et leur incidence sur la hausse des salaires bruts a été quasiment négligeable, à 0,2 point de pourcentage. Dans l'accord interprofessionnel du 22 décembre 2008 qui a servi de fil conducteur aux négociations sectorielles du premier semestre de 2009, les partenaires sociaux ont convenu de fixer l'augmentation du coût salarial à un maximum de 125 euros par travailleur pour 2009. En vitesse de croisière, ce forfait peut atteindre 250 euros en 2010. Afin de sauvegarder le pouvoir d'achat sans trop alourdir les coûts, il a été convenu que l'on maintiendrait l'indexation et que les augmentations forfaitaires seraient attribuées

sous la forme d'instruments, tels les éco-chèques ou les chèques-repas, qui sont exonérés de cotisations sociales patronales de manière à limiter le coût global pour l'employeur. Les montants forfaitaires ainsi alloués ne sont pas intégrés dans les barèmes salariaux et n'influencent pas l'évolution de l'indice des salaires conventionnels publié par le SPF Emploi, travail et concertation sociale. D'un point de vue statistique, ces composantes salariales relèvent du glissement des salaires.

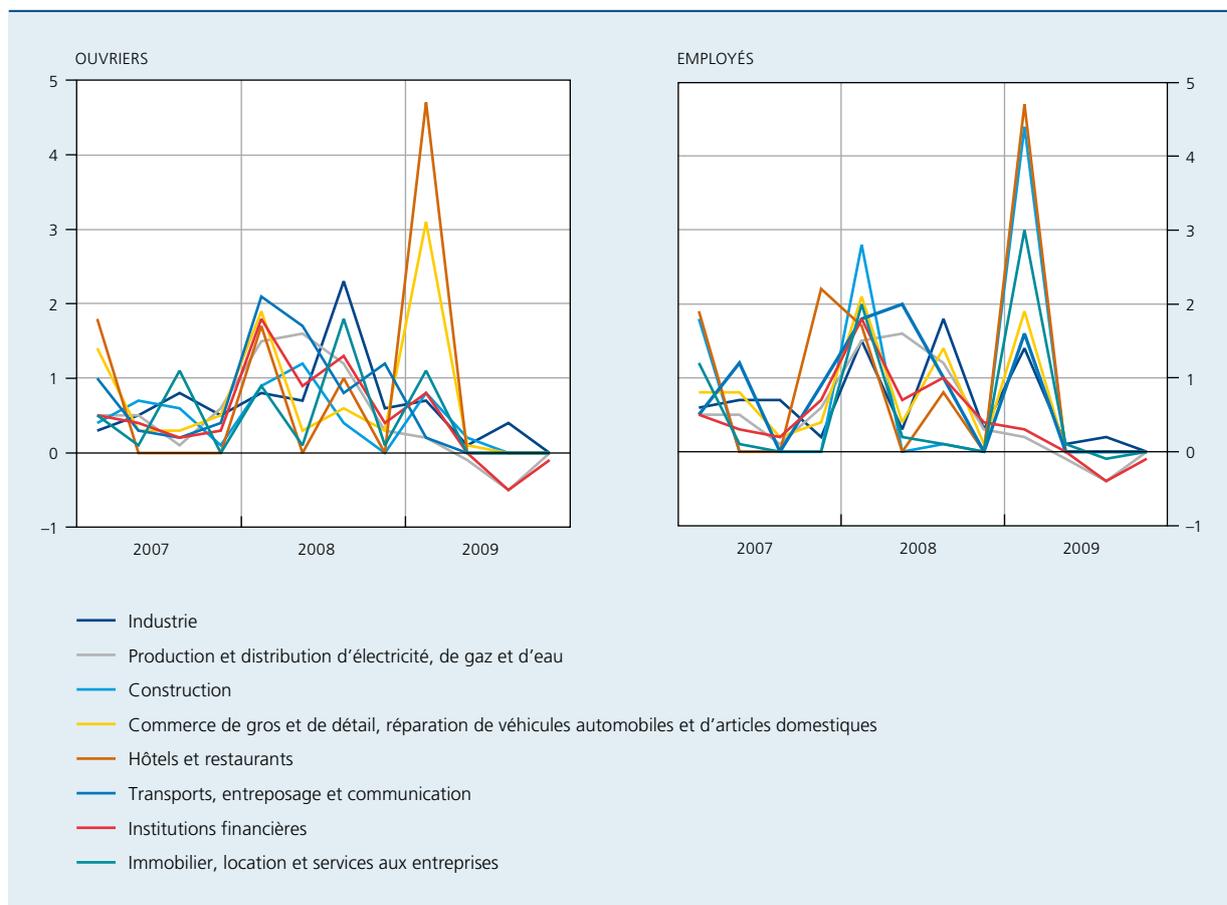
Le net ralentissement de l'inflation ne s'est que partiellement traduit dans l'incidence moyenne des indexations au cours de l'année sous revue, qui a encore reflété la progression de l'indice-santé en 2008. L'adaptation des salaires à cet indice de prix s'effectue, en effet, avec un certain décalage, car elle est mise en œuvre par le biais des mécanismes prévus dans les accords sectoriels, lesquels peuvent différer fortement d'une commission paritaire à l'autre. Dans la large palette de méthodes d'indexation, deux grandes catégories peuvent être distinguées. Dans la première, l'indexation s'effectue après que la moyenne mobile de l'indice-santé a dépassé un indice pivot. Pour environ trois travailleurs sur cinq du secteur

privé, les indexations ont toutefois lieu à intervalles fixes, soit mensuellement, trimestriellement, semestriellement, annuellement, tous les deux mois ou tous les quatre mois. Dans cette catégorie, le mécanisme d'ajustement annuel est le plus fréquent. Ainsi, pour plus d'un quart des travailleurs du secteur privé, l'indexation des salaires est annuelle et s'effectue au premier trimestre de l'année, ce qui signifie que le salaire de plus d'un demi-million de salariés n'a été adapté à l'inflation élevée de 2008 qu'au début de 2009, et que le recul de l'indice-santé observé pendant l'année sous revue n'a été pris en compte qu'au premier trimestre de 2010.

En 2009, l'incidence moyenne des indexations s'est établie à 2,3 p.c., soit près de 0,6 point de pourcentage de moins que les 2,9 p.c. de 2008 qui étaient, il est vrai, exceptionnels. Les augmentations salariales conventionnelles ont ainsi atteint au total 2,5 p.c. en 2009, contre 3,4 p.c. un an auparavant. L'évolution de l'inflation et

l'hétérogénéité des mécanismes d'indexation appliqués par les commissions paritaires ont eu pour conséquence que, durant l'année sous revue, les augmentations salariales conventionnelles ont fortement divergé selon les branches d'activité et les catégories de travailleurs alors que, dans des circonstances normales, les différences ne sont généralement pas aussi marquées. Étant donné notamment que l'importante commission paritaire nationale auxiliaire des employés, qui représente de nombreux travailleurs dans toutes les branches d'activité, applique un mécanisme d'indexation adaptant les salaires en janvier, relativement plus d'employés que d'ouvriers ont reçu une augmentation conventionnelle au premier trimestre de 2009. Il s'agit principalement des employés des entreprises de l'horeca et de la construction, ainsi que de ceux de la branche d'activité « immobilier, location et services aux entreprises ». L'évolution de l'indice des salaires conventionnels révèle cependant que certaines commissions paritaires compétentes pour les ouvriers,

**GRAPHIQUE 61** INDICE DES SALAIRES CONVENTIONNELS<sup>(1)</sup>  
(pourcentages de variation par rapport au trimestre précédent)



Source : SPF Emploi, travail et concertation sociale.

(1) Augmentations salariales fixées en commissions paritaires, y compris les indexations.

notamment dans l'horeca et dans la branche du « commerce de gros et de détail, réparation de véhicules automobiles et d'articles domestiques », ont aussi accordé des hausses salariales importantes, correspondant principalement à des indexations, au début de l'année sous revue.

De même, la période d'inflation négative observée durant l'année sous revue n'a pas eu partout la même incidence sur l'indexation des salaires des travailleurs du secteur privé. Sur les segments du marché du travail où les salaires sont indexés d'un montant fixe de 2 p.c., une inflation négative temporaire et limitée n'entraîne pas d'adaptation à la baisse des barèmes salariaux nominaux. De plus, les indexations négatives ne sont pas appliquées dans toutes les commissions paritaires qui adaptent plus fréquemment leurs salaires à l'inflation. Ainsi, les commissions paritaires pour les ouvriers de la construction et pour les ouvriers et employés de la production de papier et de carton, qui indexent les salaires tous les trois et six mois respectivement, excluent toute baisse de salaires. D'autres commissions paritaires limitent les indexations négatives, comme celle des ouvriers du secteur de la transformation du papier et du carton, qui prévoit que les salaires sont ajustés tous les six mois, mais avec une neutralisation de la diminution jusqu'à un maximum de 1 p.c. D'autres commissions paritaires retardent les indexations négatives. Ainsi, les salaires des employés du secteur de l'habillement et de la confection sont ajustés à la baisse avec un décalage de six mois. Ce sont essentiellement les barèmes salariaux des ouvriers et des employés du secteur financier et de la branche « production et distribution d'électricité, de gaz et d'eau », où les salaires sont indexés mensuellement ou tous les deux mois, qui ont baissé durant la seconde moitié de 2009. Il convient de remarquer qu'en 2008, les salaires dans ces branches d'activité avaient été adaptés plus rapidement à la hausse de l'inflation et que, logiquement, ils l'ont à nouveau été lors du retour de l'inflation en territoire positif. Les salaires dont l'indexation est basée sur le franchissement d'un indice pivot seront adaptés après un délai plus long, puisqu'il faudra préalablement compenser le recul de l'indice-santé enregistré au cours des derniers mois. Rappelons cependant que les salariés relevant de tels mécanismes n'ont pas subi de baisse nominale pendant l'épisode d'inflation négative.

Des hausses salariales forfaitaires plafonnées à 125 euros par travailleur ont apporté une contribution positive au glissement des salaires en 2009, mais cet effet a été neutralisé par les conséquences de la crise économique sur les salaires et les primes dans les entreprises. Nombre d'entre elles ont été contraintes de geler les salaires de base et de réduire les composantes variables des salaires, comme le montrent les résultats de l'enquête de la Banque commentés à la section 4.2. En procédant à des

restructurations, les entreprises se séparent, en outre, généralement des travailleurs les plus coûteux, souvent les plus âgés parmi leur personnel. La structure de l'emploi et des salaires ainsi aménagée apporte une contribution négative au glissement des salaires. Le recours accru au régime du chômage temporaire exerce aussi une influence sur celui-ci: les entreprises font des économies sur le salaire des travailleurs concernés mais, dans la plupart des cas, paient un complément aux allocations de chômage de ces derniers. En outre, le recours à ce régime modifie la structure de l'emploi, dans la mesure où il est plus utilisé pour les travailleurs dont les salaires sont relativement moins élevés. Compte tenu de tous ces facteurs, le glissement des salaires se serait établi à -0,1 point de pourcentage durant l'année sous revue.

Les cotisations patronales à la sécurité sociale ont exercé une influence légèrement positive sur la hausse des coûts salariaux au cours de l'année sous revue. Ceci s'explique par le fait que les réductions de cotisations accordées aux employeurs consistent en des montants fixes non indexés, dont l'effet modérateur finit par se résorber. Elles ont représenté 3,8 p.c. de la masse salariale du secteur privé en 2009, contre 3,9 p.c. en 2008. Pour la période 2010-2011, le gouvernement a décidé une exonération totale des cotisations patronales de sécurité sociale en cas d'embauche de travailleurs âgés de moins de dix-neuf ans. En décembre, dans le cadre des mesures de crise en faveur de l'emploi, il a été décidé de revoir le montant des activations d'allocations de chômage pour plusieurs catégories de demandeurs d'emploi. En cas d'embauche d'un chômeur âgé de moins de vingt-six ans, l'employeur bénéficiera pendant une période maximale de vingt-quatre mois d'une réduction de cotisation sociale mensuelle de 1.100 euros, s'il s'agit d'un jeune peu qualifié au chômage depuis au moins trois mois, et de 1.000 euros pour un diplômé de l'enseignement secondaire demandeur d'emploi depuis plus de six mois. Pour les chômeurs âgés inscrits depuis six mois au moins, le montant de l'activation est également de 1.000 euros par mois. Pour lutter contre le chômage de longue durée, l'allocation d'activation dont bénéficient les demandeurs d'emploi depuis un à deux ans, quel que soit leur âge ou leur niveau de qualification, a été portée de 500 à 750 euros pendant les douze premiers mois. Ces dispositifs sont entrés en vigueur le 1<sup>er</sup> janvier 2010 et prendront fin le 31 décembre 2012; ils feront l'objet d'une évaluation après deux trimestres d'application. Enfin, le plafond trimestriel des bas salaires est passé à 6.150 euros depuis le 1<sup>er</sup> janvier 2010 et sera porté à 6.450 euros au 1<sup>er</sup> janvier 2011, ce qui a pour effet d'élargir le nombre de bénéficiaires potentiels des réductions de cotisations patronales visant à soutenir l'emploi des travailleurs les moins qualifiés.

Les employeurs paient aussi des cotisations qui ne sont pas versées à la sécurité sociale. Ces versements – principalement des primes d'assurance-groupe, des versements aux fonds de pension ou institutions de retraite professionnelle et des indemnités de licenciement – peuvent sensiblement augmenter en période de crise. D'une part, il peut s'avérer nécessaire d'accroître les provisions afférentes aux pensions complémentaires à prestations définies dans la mesure où les capitaux investis rapportent moins et subissent des pertes de valeur liées aux évolutions de la bourse. D'autre part, le poids des indemnités de licenciement s'alourdit lorsque les entreprises se voient contraintes de procéder à des restructurations pour faire face à la baisse de l'activité. On estime que ces autres cotisations patronales ont augmenté les coûts salariaux horaires de 0,5 point de pourcentage dans le secteur privé en 2009.

Les coûts salariaux par heure ouvrée ont dès lors progressé de 2,8 p.c. au cours de l'année sous revue, contre 3,3 p.c. en 2008, soit un ralentissement moins prononcé que celui observé pour les salaires bruts.

Par ailleurs, dans le cadre du plan de relance économique de décembre 2008, de nouvelles diminutions du précompte professionnel – mesures que, selon les règles du SEC 95 en usage pour l'établissement des comptes nationaux, on traite comme des subsides et non comme des baisses directes des coûts salariaux – ont été accordées en 2009, permettant un allègement supplémentaire du coût de la main-d'œuvre pour les entreprises. En 2009, elles ont représenté 1,2 p.c. de la masse salariale du secteur privé, contre 0,9 p.c. un an auparavant. Les réductions du précompte professionnel en faveur des activités de recherche et de développement, de l'innovation et de certaines formes spécifiques de travail – travail en équipe,

travail de nuit et heures supplémentaires – ont été maintenues, voire élargies, au cours de l'année sous revue, de même que la subvention salariale générale accordée sous la forme d'un allègement du précompte professionnel. Le nombre d'heures supplémentaires qui peuvent être exonérées de cotisations sociales a été porté de 65 à 100 par an et par travailleur, et il est passé à 135 en 2010. En outre, le taux d'abattement du précompte professionnel des chercheurs a été relevé de 65 à 75 p.c. et la réduction générale du précompte professionnel a été portée de 0,25 à 0,75 p.c. en juin 2009. Si ces réductions de charge avaient été prises en compte dans le calcul de l'évolution du coût salarial par heure ouvrée, leur progression aurait été diminuée de quelque 0,3 point de pourcentage en 2009.

Compte tenu d'un repli exceptionnellement fort du nombre moyen d'heures ouvrées par travailleur, les coûts salariaux par travailleur ont progressé deux fois moins vite que les coûts salariaux horaires, de 1,3 p.c. contre 2,6 p.c. en 2008.

La contraction de la production ne s'étant pas répercutée directement et de manière proportionnelle sur l'emploi, la productivité des travailleurs du secteur privé, qui avait déjà reculé de 1,3 p.c. en 2008, a diminué de 2,7 p.c. supplémentaires au cours de l'année sous revue. Ce repli de la productivité du travail s'est traduit par une nouvelle accélération de la hausse des coûts salariaux par unité produite, qui, après s'être accru de 4 p.c. en 2008, ont augmenté de 4,2 p.c. au cours de l'année sous revue. Le caractère cyclique de l'évolution des coûts salariaux unitaires est particulièrement marqué comme en témoignent les hausses très limitées – voir les baisses – enregistrées les années précédentes pendant une période conjoncturelle plus favorable. Les coûts salariaux par unité produite sont

**TABLEAU 20** COÛTS SALARIAUX ET PRODUCTIVITÉ DU TRAVAIL DANS LE SECTEUR PRIVÉ

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

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009 e
Coûts salariaux par heure ouvrée .....	1,7	1,9	1,9	3,2	3,4	3,3	2,8
Nombre d'heures ouvrées par travailleur .....	-0,2	0,0	-0,5	0,2	0,2	-0,7	-1,4
Coûts salariaux par travailleur .....	1,5	1,8	1,4	3,5	3,6	2,6	1,3
Productivité du travail <sup>(1)</sup> .....	1,0	2,6	0,8	1,8	1,4	-1,3	-2,7
Coûts salariaux par unité produite <sup>(2)</sup> .....	0,5	-0,7	0,6	1,7	2,2	4,0	4,2

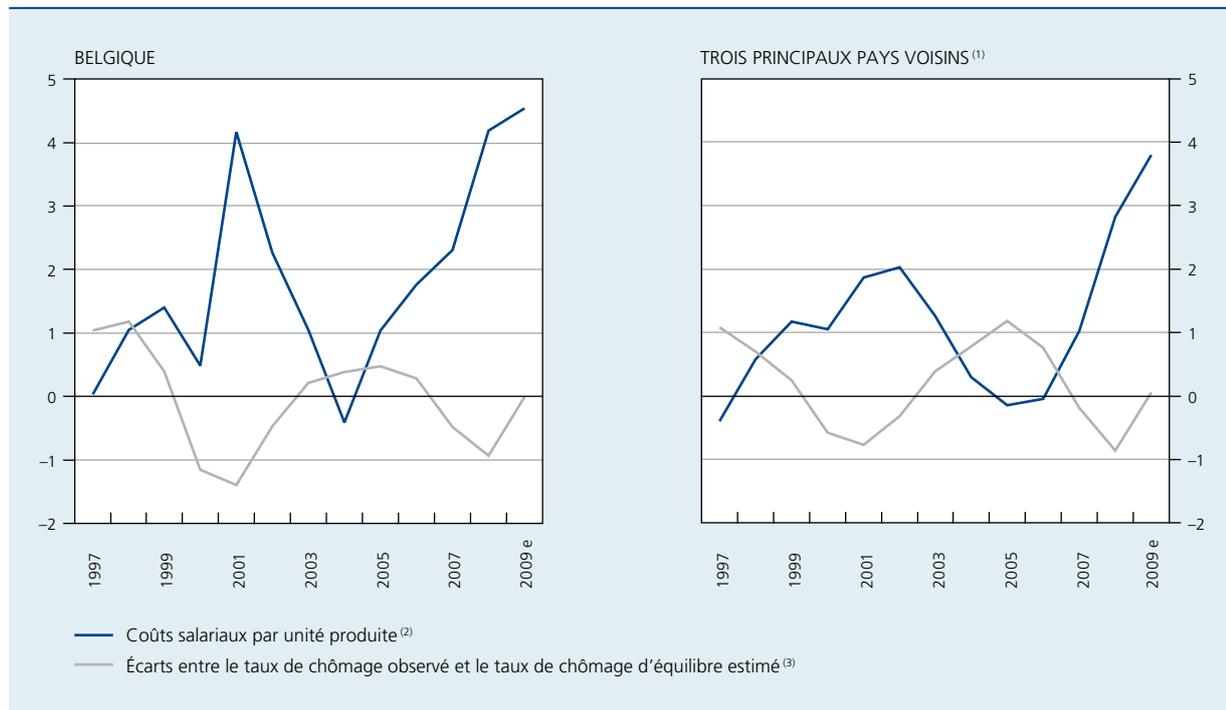
Sources : ICN, BNB.

(1) Valeur ajoutée à prix constants par personne occupée.

(2) Coûts salariaux par travailleur, divisés par la productivité du travail.

## GRAPHIQUE 62 COÛTS SALARIAUX PAR UNITÉ PRODUITE ET ÉCARTS PAR RAPPORT AU TAUX DE CHÔMAGE D'ÉQUILIBRE

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



Sources : OCDE, BNB.

(1) Allemagne, France et Pays-Bas.

(2) Coûts salariaux par unité de travail dans l'ensemble de l'économie, divisés par le PIB en volume par unité de travail.

(3) Écarts entre le taux de chômage observé et le taux de chômage d'équilibre estimé ou NAIRU (*non-accelerating inflation rate of unemployment*), en points de pourcentage.

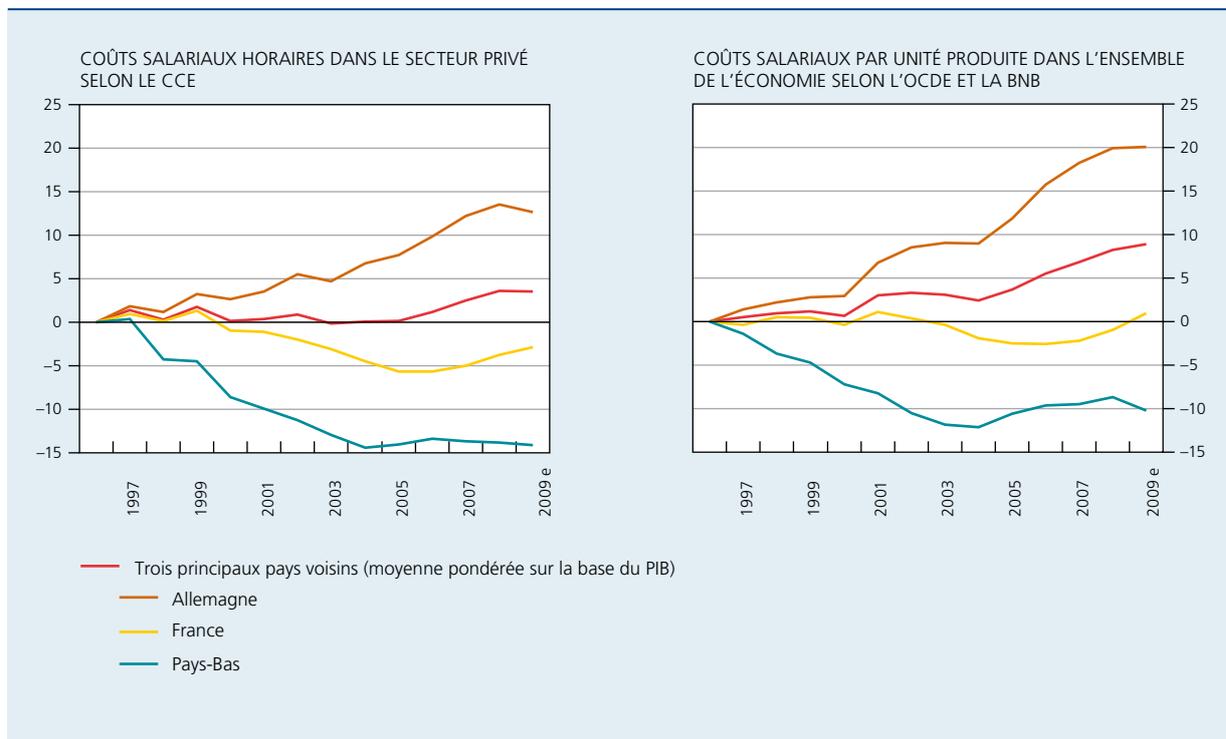
en effet liés à la situation conjoncturelle sur le marché du travail, que ce soit par le biais de l'évolution de la productivité ou de celle des salaires. Lorsque la conjoncture se dégrade, la pression à la hausse sur les salaires (et les prix) diminue, et inversement. La situation sur le marché du travail peut être approchée par l'écart entre le taux de chômage observé et le taux de chômage d'équilibre estimé, appelé aussi « NAIRU » ou « *non-accelerating inflation rate of unemployment* », c'est-à-dire le taux de chômage auquel ne s'exerce pas de pression à la hausse constante sur les salaires et l'inflation. Les chiffres de l'OCDE pour l'ensemble de l'économie montrent qu'en Belgique, comme dans les trois principaux pays voisins, les coûts salariaux par unité produite et l'écart entre le taux de chômage observé et le NAIRU évoluent en sens inverse. Cet écart n'a cessé de se réduire jusqu'en 2008, tandis que les coûts salariaux par unité produite se sont alourdis. Il a ensuite commencé à s'accroître en 2009, réagissant avec un certain décalage à l'affaiblissement de l'activité économique qui était apparu l'année précédente. Cette progression devrait se poursuivre en 2010, ce qui allégera les pressions exercées sur les salaires. Associée à la hausse de la productivité du travail, cette détente devrait permettre une baisse sensible des coûts salariaux par unité produite.

### Handicap salarial

La loi de 1996 relative à la promotion de l'emploi et à la sauvegarde préventive de la compétitivité a notamment confié au Conseil central de l'économie la mission d'évaluer la position concurrentielle des entreprises en matière de coûts salariaux. Cette évaluation se fonde sur l'évolution relative, depuis 1996, des coûts salariaux horaires dans le secteur privé en Belgique et chez ses principaux voisins et partenaires commerciaux, à savoir l'Allemagne, la France et les Pays-Bas. Selon l'estimation du secrétariat du CCE, le handicap salarial se serait élevé à 3,5 p.c. pour l'année sous revue, ce qui représente une légère amélioration, de 0,1 point de pourcentage, par rapport à 2008. Cette évolution est imputable à l'accélération plus vive des coûts salariaux horaires en Allemagne, où l'on a enregistré une baisse des heures ouvrées plus forte encore qu'en Belgique, sans pour autant que la masse salariale diminue dans les mêmes proportions. Les entreprises allemandes ont, en effet, largement recouru au régime du chômage temporaire, dans le cadre duquel la perte en termes de salaire net est compensée à hauteur de 75 à 90 p.c. par l'employeur sous la forme de primes. L'apurement des comptes épargne-temps, la baisse du nombre d'heures

## GRAPHIQUE 63 HANDICAP SALARIAL DES ENTREPRISES BELGES

(différences en pourcentage par rapport à l'indice relatif aux trois principaux pays voisins)



Sources: OCDE, CCE, BNB.

supplémentaires et le raccourcissement temporaire de la durée de travail décidés pour préserver l'emploi ont aussi contribué à la contraction du volume d'heures ouvrées. Les deux autres pays voisins ont, à l'instar de la Belgique, affiché une évolution des coûts salariaux horaires plus modérée que l'année précédente, de sorte que l'avantage concurrentiel par rapport à la France a continué de se replier, tandis que celui vis-à-vis des Pays-Bas est demeuré stable. Dans ce pays, la mesure de réduction de la durée de travail initialement instaurée pour répondre à la baisse de l'activité a été remplacée par un système de chômage

partiel à compter du 1<sup>er</sup> avril de l'année sous revue. En France, le système existant de réduction du temps de travail a été étendu.

Le handicap salarial exprimé en termes de coûts salariaux horaires ne prend pas en compte l'évolution relative de la productivité par rapport aux trois principaux pays voisins. Compte tenu de la hausse plus forte de celle-ci dans lesdits pays, le handicap salarial mesuré sur la base des coûts salariaux unitaires a été encore plus important: il atteindrait 8,9 p.c. à la fin de l'année sous revue.

# 5.

## Prix

### 5.1 Vue d'ensemble

Après avoir atteint 5,9 p.c. en juillet 2008, l'inflation mesurée sur la base de l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) s'est sensiblement repliée en Belgique, pour s'établir à -1,7 p.c. en juillet 2009. Elle est ensuite repartie à la hausse, redevenant légèrement positive à la fin de l'année sous revue, à hauteur de 0,3 p.c. En moyenne, l'inflation a disparu en 2009, alors qu'elle s'était élevée à 4,5 p.c. l'année précédente.

L'observation de taux d'inflation négatifs, fût-ce pendant une période relativement courte, est un fait exceptionnel qui ne s'était plus produit en Belgique depuis 1960. Ainsi que l'atteste l'analyse qui suit, on ne peut toutefois en conclure que la Belgique aurait connu un épisode de déflation en 2009 (voir aussi à ce propos l'encadré 3).

En effet, l'évolution des prix des produits énergétiques explique à elle seule la survenance d'une période d'inflation négative dans le cours de l'année sous revue.

**TABEAU 21** INDICE DES PRIX À LA CONSOMMATION HARMONISÉ POUR LA BELGIQUE  
(pourcentages de variation par rapport à l'année précédente)

	Total	p.m. Idem, zone euro				Tendance sous-jacente de l'inflation <sup>(2)</sup>	p.m. Indice-santé <sup>(3)</sup>		
			Produits énergétiques	Produits alimentaires non transformés <sup>(1)</sup>	Produits alimentaires transformés		Biens industriels non énergétiques	Services	
2003 .....	1,5	2,1	0,2	1,7	2,8	1,5	1,0	1,9	1,5
2004 .....	1,9	2,1	6,6	0,9	2,2	1,3	0,3	2,1	1,6
2005 .....	2,5	2,2	12,7	1,7	2,0	1,3	0,3	2,1	2,2
2006 .....	2,3	2,2	7,3	3,3	2,1	1,5	0,9	2,1	1,8
2007 .....	1,8	2,1	0,2	3,0	4,7	1,4	0,9	1,9	1,8
2008 .....	4,5	3,3	19,8	2,8	7,8	1,8	1,3	2,3	4,2
2009 .....	0,0	0,3	-14,0	0,4	1,7	2,1	1,4	2,6	0,6
p.m. 2009, zone euro ...			-8,1	0,2	1,1	1,4	0,6	2,0	-

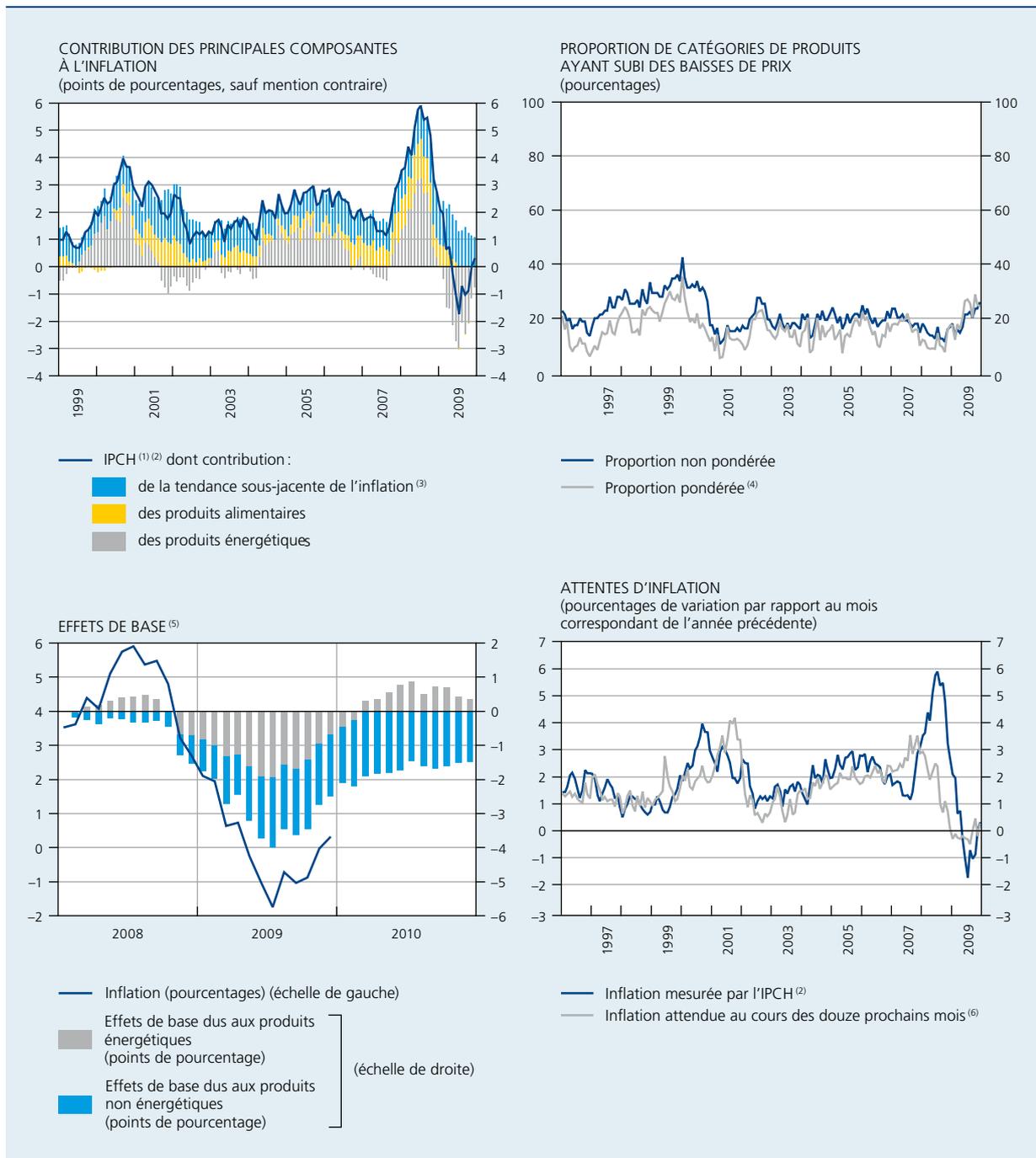
Sources: CE, DGSIE.

(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.

GRAPHIQUE 64 INFLATION NÉGATIVE, SANS BAISSÉ GÉNÉRALISÉE DES PRIX



Sources : CE, BNB.

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

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

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

(4) Pondérée par les poids respectifs des catégories de produits dans l'IPCH.

(5) Effets de base cumulés depuis janvier 2008. Ils représentent la contribution à la variation de l'inflation au cours d'un mois donné qui est imputable à des mouvements importants au cours du mois correspondant de l'année précédente. Pour les calculer, la variation mensuelle de l'IPCH a été comparée, pour chaque mois, au profil de variation habituel (c'est-à-dire le taux de variation moyen compte tenu des facteurs saisonniers). Cette méthode permet de prévoir l'incidence des effets de base au cours des douze prochains mois.

(6) Solde des réponses de l'enquête de la Banque auprès des consommateurs, converti en un indicateur d'inflation comparable à l'IPCH suivant la procédure de standardisation décrite dans Aucremanne L., M. Collin et T. Stragier (2007), *Assessing the gap between observed and perceived inflation in the euro area: Is the credibility of the HICP at stake?*, BNB, working paper 112.

Parallèlement à l'effondrement des cotations des matières premières énergétiques sur le marché mondial à partir d'août 2008, les prix à la consommation des produits énergétiques se sont orientés à la baisse, alors qu'ils s'étaient vivement appréciés pendant les sept premiers mois de 2008. Les effets de base négatifs associés à cette disparition de l'incidence du net renchérissement de ces produits en 2008 ont ainsi sensiblement renforcé la forte contraction de l'inflation au cours de 2009. Un phénomène similaire a également eu lieu dans le cas des produits alimentaires transformés.

Les retombées de ces effets de base ont été à leur paroxysme en juillet 2009, lorsque l'inflation a atteint son point le plus bas, précisément parce que les produits énergétiques et les produits alimentaires transformés avaient enregistré la plus forte hausse de prix le même mois de l'année précédente. La contribution négative des effets de base a ensuite régressé au second semestre de 2009 et on peut en principe s'attendre, en se fondant sur l'évolution des prix observée en 2009, à ce que ces effets donnent lieu à une augmentation de l'inflation en 2010. C'est une des raisons pour lesquelles l'ensemble des prévisions relatives à 2010 – tant celles de la Banque que celles du Bureau fédéral du plan, des institutions internationales et des prévisionnistes privés tels que les *primary dealers* – sont restées invariablement positives.

Les prix des autres grandes composantes analytiques de l'IPCH – à savoir essentiellement les biens industriels non énergétiques et les services, qui représentent conjointement plus de 70 p.c. de l'IPCH en Belgique – ont, pour leur part, continué à augmenter. Si la hausse des prix de ces composantes s'est bien infléchie en cours d'année, elle se chiffrerait encore à la fin de l'année sous revue, à respectivement 1,4 et 1,7 p.c. Alors qu'une analyse plus détaillée permet d'établir que le nombre de produits couverts par l'IPCH pour lesquels des baisses de prix ont été recensées en 2009 s'est inscrit en légère hausse, ce nombre est resté globalement limité dans une perspective historique. Au terme d'un examen poussé du vaste échantillon de relevés de prix individuels qui sous-tend l'indice des prix à la consommation, l'Observatoire des prix, créé au sein de l'Institut des comptes nationaux, est parvenu aux mêmes conclusions, dans le cadre du rapport qu'il a consacré à l'évolution des prix au deuxième trimestre de 2009 – c'est-à-dire lorsque l'inflation a enregistré un repli marqué –: le nombre de produits individuels ayant accusé des baisses de prix semble en effet ne pas avoir particulièrement grimpé. Or, le phénomène de déflation proprement dit fait référence à une situation de baisse généralisée des prix.

Dans cette perspective, on peut par ailleurs relever que la seule mesure disponible des anticipations d'inflation en Belgique – qui, moyennant conversion en un indicateur d'inflation comparable à l'IPCH, est déduite des réponses à la question de l'enquête mensuelle auprès des consommateurs relatives à leur opinion quant à l'évolution des prix pour les douze prochains mois – n'a pas totalement suivi le mouvement à la baisse de l'inflation, et est redevenue légèrement positive à la fin de l'année sous revue. Les consommateurs n'ont donc pas immédiatement anticipé de nouvelles diminutions de prix. Un tel comportement aurait été susceptible de contribuer à enclencher une spirale déflationniste néfaste, dans laquelle les anticipations de baisses de prix auraient entraîné à la hausse le taux d'intérêt réel *ex ante* et amené les agents économiques à postposer leurs dépenses, ce qui, à son tour, aurait renforcé la contraction de la demande et exercé une pression baissière supplémentaire sur les prix. Un recul de l'inflation provoqué par les prix des matières premières peut difficilement être associé à ce type de mécanisme. Dans les pays importateurs de matières premières comme la Belgique, une telle évolution constitue au contraire un facteur soutenant le pouvoir d'achat et la demande dans l'économie.

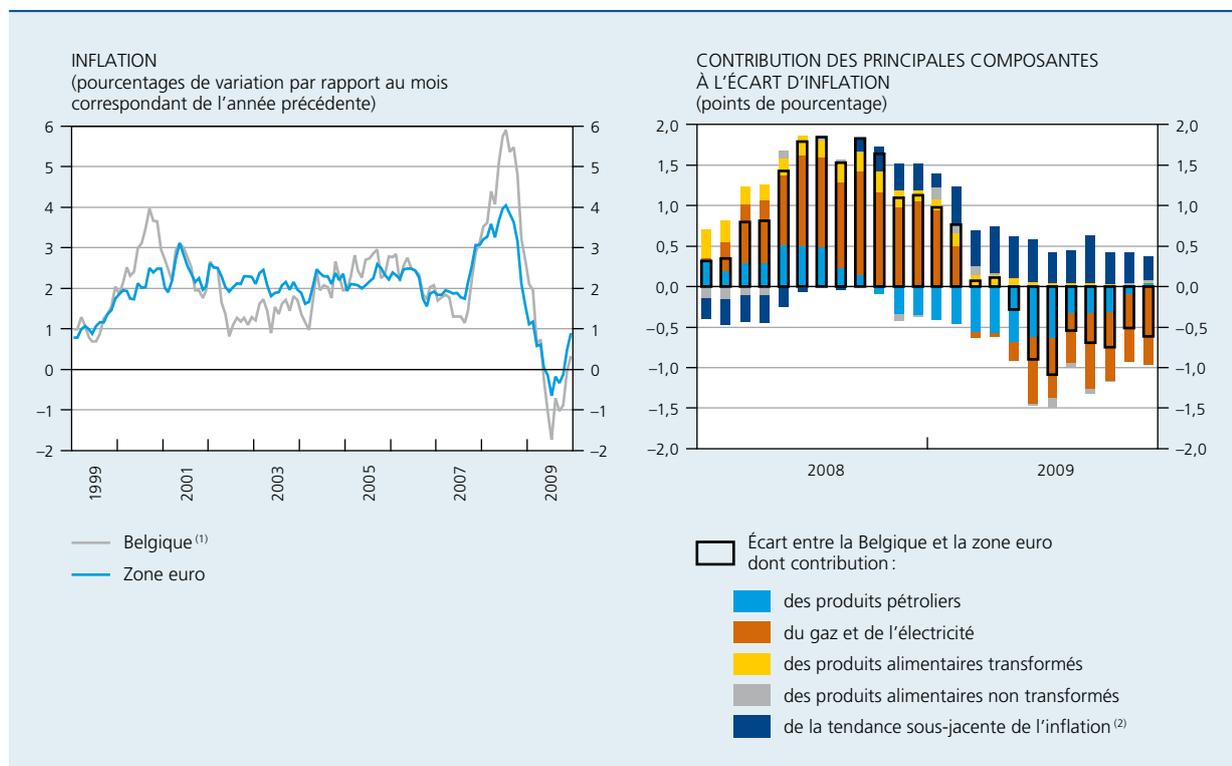
Enfin, si du point de vue de la politique monétaire la question de savoir s'il y a eu ou non une période de déflation en 2009 est pertinente pour la zone euro considérée dans sa totalité, elle l'est moins en ce qui concerne chaque État membre pris individuellement. En effet, la politique monétaire vise à assurer la maîtrise de l'inflation mesurée au niveau de l'ensemble de l'union monétaire. Les évolutions divergentes en termes d'inflation qui peuvent être éventuellement relevées entre pays membres sont, par essence, des variations des prix relatifs, qui, en théorie, génèrent des pertes relatives de compétitivité (en cas d'écart à la hausse) ou des gains relatifs de compétitivité (en cas d'écart à la baisse). Comme l'explique plus en détail le chapitre 2, la zone euro n'a pas enregistré de déflation et la politique monétaire a tout mis en œuvre pour prévenir une trop forte contraction de l'inflation. L'un des motifs pour lesquels l'Eurosystème tient à ce que l'inflation reste modérée mais positive – à un niveau inférieur à 2 p.c. mais proche de ce seuil – est de s'assurer que, lorsque les prix relatifs d'un État membre doivent s'ajuster à la baisse de manière à lui permettre de rétablir sa compétitivité, celui-ci soit en mesure de le faire sans devoir passer par une longue période d'inflation négative. Sa capacité à s'ajuster risquerait alors d'être entravée par les rigidités nominales à la baisse qui peuvent affecter la formation des salaires et la fixation des prix. Des études récentes menées par la Banque dans le cadre du *Wage Dynamics Network* – un réseau de recherche du Système européen de banques centrales – ont montré que, en raison du système d'indexation, les salaires nominaux

sont moins rigides à la baisse en Belgique que dans la plupart des autres États membres de la zone euro. D'autres travaux réalisés précédemment par l'Eurosystème, par le biais de l'*Inflation Persistence Network*, avaient établi qu'il existait en Belgique comme dans la zone euro peu de signes pointant une rigidité nominale des prix à la baisse. Par conséquent, on peut considérer que la marge de 2 p.c. incluse dans la définition de la stabilité des prix du Conseil des gouverneurs de la BCE est en principe plus confortable pour la Belgique qu'en moyenne pour les autres pays membres de la zone euro. Une brusque désinflation ou l'apparition éventuelle d'une période d'inflation négative serait ainsi moins préjudiciable à la Belgique qu'à beaucoup d'autres États membres, précisément parce que l'indexation réduit les risques d'une augmentation indésirable des salaires réels.

Puisque la baisse marquée de l'inflation n'a pas été le précurseur d'une spirale déflationniste, ni en Belgique, ni dans la zone euro, et qu'un recul éventuellement plus sensible de l'inflation en Belgique n'est pas de nature à exercer d'effet pervers sur la formation des salaires mais, au contraire, à améliorer sa compétitivité, il est alors tout à fait pertinent de se poser la question de savoir si l'inflation

en Belgique a suffisamment diminué en 2009, en réponse au brusque revirement de l'évolution des prix des matières premières et à la contraction substantielle de l'activité. L'inflation a bien sûr été inférieure en Belgique en 2009 à celle de la zone euro, de 0,3 point de pourcentage, mais compte tenu du fait qu'elle l'avait dépassée de 1,2 point de pourcentage en 2008, ce mouvement apparaît relativement modeste. Une ventilation du différentiel d'inflation selon les principales composantes de l'IPCH étaye ce point de vue. Il en ressort que la présence d'un écart d'inflation négatif en 2009 est exclusivement due aux produits énergétiques, alors que ceux-ci étaient responsables de l'essentiel de l'écart positif en 2008. S'agissant des produits pétroliers, les écarts à la hausse et à la baisse observés respectivement en 2008 et 2009 ont été de même ampleur. On peut en déduire que la plus grande sensibilité de ces produits aux variations des prix du pétrole brut en Belgique, qui a régulièrement été illustrée dans les publications de la Banque, est symétrique par nature. Par contre, il appert que les écarts d'inflation positifs relevés pour le gaz et l'électricité en 2008 n'ont pas été suivis par des écarts négatifs équivalents en 2009. Quant aux prix des produits alimentaires transformés en Belgique, leur accroissement est demeuré plus rapide que dans la

**GRAPHIQUE 65** ÉCART D'INFLATION ENTRE LA BELGIQUE ET LA ZONE EURO



Sources : CE, BNB.

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

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

zone euro, en dépit de la nette décélération de l'évolution des prix des matières premières utilisées pour leur fabrication. C'est non seulement la plus grande volatilité des prix de l'électricité, du gaz et des produits alimentaires transformés, mais également le caractère apparemment asymétrique de celle-ci, qui soulèvent des questions quant à la fixation des prix pour ces catégories de produits, qui est commentée plus en détail ci-après, et soulignent la nécessité de mener des travaux analytiques plus poussés en la matière, notamment sous l'égide de l'Observatoire des prix institué pendant l'année sous revue.

Une autre raison du caractère relativement limité du différentiel d'inflation négatif en 2009 réside dans l'évolution de la tendance sous-jacente de l'inflation, à savoir l'inflation mesurée pour les services et les biens industriels non énergétiques, dont le niveau a dépassé en Belgique celui observé dans la zone euro à partir du dernier trimestre de 2008, même si la progression des prix repris sous cette tendance s'est ralentie sur fond de crise économique. On peut donc en tirer comme conclusion que l'influence du ralentissement conjoncturel sur l'inflation au cours de 2009 a été moindre en Belgique que dans la zone euro. À la fin de 2008 et au début de 2009, lorsque la crise financière s'est propagée à l'économie réelle, la forte poussée d'inflation survenue en 2008 a en effet encore largement affecté les coûts salariaux, de même que d'autres composantes des coûts telles que les marges bénéficiaires dans certains secteurs, par le biais de l'indexation appliquée tant à la formation des salaires qu'à la fixation des prix. De même que les problèmes relevés plus haut dans la fixation de certains prix des produits énergétiques et alimentaires transformés, ce constat montre que l'indexation des salaires et des autres revenus contribue à compliquer la maîtrise de l'évolution générale des prix et des coûts en Belgique.

Si comme on l'a indiqué ci-avant la pratique d'indexation réduit la rigidité nominale, elle n'en constitue pas moins une source importante de rigidité réelle, si bien que l'ajustement de l'économie est plus difficile en cas de chocs d'offre exerçant une incidence sur le niveau d'équilibre des salaires réels. Lorsque ces chocs sont de nature négative, tels qu'une détérioration des termes de l'échange ou une évolution moins favorable de la productivité, le manque de flexibilité des salaires réels expose l'économie au risque que le ralentissement auquel elle est alors confrontée soit aggravé par une perte de compétitivité, alors que la sauvegarde de cette dernière est essentielle pour une petite économie ouverte comme la Belgique. De manière symétrique, lorsque celle-ci subit des chocs positifs du même type – amélioration des termes de l'échange ou hausse de la productivité –, l'influence positive qui en découle pour l'activité est renforcée par un gain de

compétitivité, compte tenu de leur effet initialement favorable sur l'inflation et, partant, sur l'indexation.

Lorsque des chocs négatifs et positifs de cette nature se succèdent de manière aléatoire, on peut supposer que l'incidence des pratiques d'indexation des salaires et des prix est en grande partie neutre à moyen terme en ce qui concerne l'inflation, la compétitivité, l'activité économique et l'emploi. Ainsi, au cours des onze premières années de l'union monétaire, l'inflation en Belgique n'a pas eu tendance à être systématiquement supérieure à celle observée dans la zone euro, et ce en dépit de l'indexation. Comme l'explique le chapitre 4 consacré au marché du travail et aux coûts salariaux, celle-ci est même devenue une source de modération salariale durant l'année sous revue.

En cas de chocs négatifs ayant un caractère permanent, ou à tout le moins, persistant – tendance haussière structurelle des prix de l'énergie ou évolution de longue durée défavorable de la productivité, par exemple –, la pratique d'indexation implique que l'ajustement doive s'opérer par le biais des négociations portant sur les salaires réels. C'est précisément pour faciliter ce processus que la loi de 1996 relative à la promotion de l'emploi et à la sauvegarde préventive de la compétitivité intègre cette pratique dans un cadre plus large pour la formation des salaires en général, qui vise à modérer les coûts salariaux dans leur totalité et à calquer leur évolution sur celle des principaux pays voisins. Alors que les développements de ces deux dernières années n'ont pas remis en question la pertinence de ce dispositif, ceux-ci ont néanmoins signalé qu'une vigilance permanente s'impose, en particulier parce que, au cours de cette période, il est aussi clairement apparu que les variations des prix des produits énergétiques ont une incidence nettement plus forte en Belgique qu'ailleurs dans la zone euro.

## 5.2 Produits énergétiques et alimentaires: transmission des impulsions des cours mondiaux des matières premières

Après avoir expliqué dans une large mesure l'accélération de l'inflation en 2008, les produits énergétiques et les biens alimentaires – surtout les biens alimentaires transformés – ont contribué de façon notable au ralentissement de l'inflation durant l'année sous revue. Le prix moyen des produits énergétiques a en effet diminué de 14 p.c., après une hausse de près de 20 p.c. l'année précédente, et le rythme de progression des prix des produits alimentaires transformés a ralenti de 7,8 à 1,7 p.c. L'évolution des prix des produits alimentaires non transformés a, quant à elle,

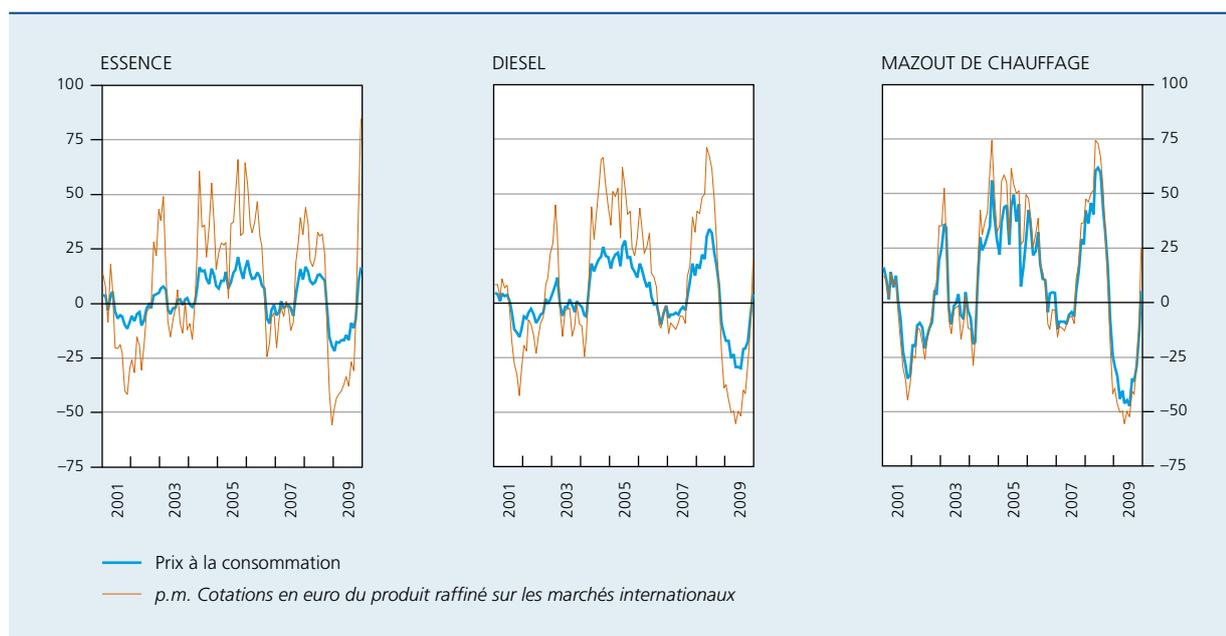
aussi entretenu la décélération de l'inflation en 2009, mais de façon nettement moins prononcée.

## Produits énergétiques

Les prix à la consommation des produits énergétiques sont largement tributaires de l'évolution des cotations du pétrole brut sur les marchés internationaux. Alors que du début de 2007 à juillet 2008, le cours en dollar du pétrole brut de type *Brent* avait plus que doublé pour atteindre près de 146 dollars le baril, il s'était inscrit en recul par la suite à cause de la crise économique et financière, pour ne représenter qu'environ 40 dollars en décembre 2008. À partir du mois de janvier 2009, il s'est progressivement redressé, pour se fixer aux alentours de 75 dollars pendant le dernier trimestre de l'année sous revue. Comme les dernières années, une corrélation négative a été constatée entre l'évolution des prix du *Brent* et le cours de change du dollar des États-Unis. De la sorte, les variations des prix du pétrole brut – d'abord à la baisse puis à la hausse – ont été moins marquées une fois exprimées en euro. Malgré le renchérissement observé en cours d'année, les prix du *Brent* en euro sont restés inférieurs à ceux de l'année précédente jusqu'au début du dernier trimestre de 2009, avec comme conséquence une contribution globalement négative à l'inflation.

En ce qui concerne les prix à la consommation des produits pétroliers, la transmission de l'évolution du cours du *Brent* est très rapide : elle affecte presque instantanément les prix internationaux pour les produits raffinés et, conformément au « contrat-programme », ceux-ci déterminent ensuite le niveau des prix payés par les ménages, compte tenu des accises, de la TVA, des coûts de distribution et déduction faite des éventuelles ristournes accordées par les distributeurs. En 2009, les accises ont augmenté à la suite de la décision du gouvernement de réactiver le système de cliquet qui avait déjà été d'application au cours de la période allant de 2003 à la mi-2005, alors qu'en 2008, le mécanisme de cliquet inversé avait, quant à lui, conduit à des réductions d'accises pour l'essence (3,8 cents entre février et octobre 2008). En vertu du dispositif originel réactivé à partir de janvier 2009, la moitié de chaque réduction de prix résultant des développements sur les marchés pétroliers internationaux a été compensée par une hausse permanente des accises jusqu'à ce que celle-ci ait atteint au total sur l'année un maximum de 2,8 cents par litre pour l'essence et de 3,5 cents pour le diesel. Ce maximum a été réalisé dès mars pour le diesel et en juillet pour l'essence. L'effet total de ces majorations sur l'inflation peut être estimé à 0,1 point de pourcentage en 2009. Par ailleurs, en octobre, le gouvernement a annoncé que le mécanisme de cliquet serait reconduit en 2010 et en 2011, à hauteur de maximum 4 cents par an, mais uniquement pour le diesel.

**GRAPHIQUE 66 PRIX À LA CONSOMMATION DES PRODUITS PÉTROLIERS**  
(pourcentages de variation par rapport au mois correspondant de l'année précédente)



Sources : CE, DGSIE, BNB.

Compte tenu de ces facteurs, les prix des carburants pour automobiles ont reculé en 2009 de 16 p.c. en moyenne par rapport à 2008, tandis que ceux du mazout de chauffage l'ont fait de 35 p.c. Cependant, eu égard à l'évolution du cours du *Brent* en cours d'année, les prix des carburants pour automobiles et du mazout de chauffage étaient supérieurs en décembre 2009 à leur niveau de la fin de 2008. Les variations de prix sont généralement plus prononcées pour le mazout de chauffage, étant donné que ce produit présente une sensibilité plus forte à l'évolution des cours mondiaux en raison des accises plus faibles qui le frappent. Suivant un raisonnement similaire, diverses publications de la Banque – notamment le Rapport de 2008 – ont montré que le niveau globalement plus faible des accises sur les produits pétroliers en Belgique par rapport à d'autres pays est à l'origine d'une élasticité relativement plus élevée des prix à la consommation belges aux prix des produits raffinés sur les marchés internationaux. Ce facteur, combiné au poids plus important de ces produits dans le panier de consommation, permet de comprendre pourquoi la Belgique se singularise par une plus grande volatilité de la contribution des produits pétroliers à l'inflation que dans le reste de la zone euro. Au total, les analyses menées par la Banque n'ont pas révélé d'anomalies importantes dans la fixation des prix des produits pétroliers en Belgique, bien que ceux-ci aient contribué de manière non négligeable au différentiel d'inflation par rapport à la zone euro, aussi bien à la hausse en 2008, qu'à la baisse en 2009.

En 2009, la contribution négative des prix de l'énergie à l'inflation a été accentuée par le repli des prix à la consommation du gaz et de l'électricité. Ceux-ci suivent toujours l'évolution du cours du pétrole avec un certain décalage, de sorte qu'ils n'ont commencé à afficher un recul qu'au cours du deuxième trimestre de 2009. Les prix moyens du gaz et de l'électricité se sont ainsi réduits en moyenne de respectivement 9,5 et 3,8 p.c., alors qu'en 2008, ils avaient flambé à concurrence de 36,5 et 16,5 p.c. Ces mouvements particulièrement amples des prix du gaz et de l'électricité observés en Belgique, d'abord à la hausse en 2008 puis à la baisse en 2009, semblent assez atypiques par rapport à la zone euro dans son ensemble, où les prix du gaz ont augmenté en 2008 de 11,5 p.c. pour se contracter l'année suivante de 3 p.c., tandis que les prix de l'électricité se sont accrus de 5,1 p.c., puis de 4,3 p.c. Ils ont alimenté d'ailleurs significativement le différentiel d'inflation par rapport à la zone euro.

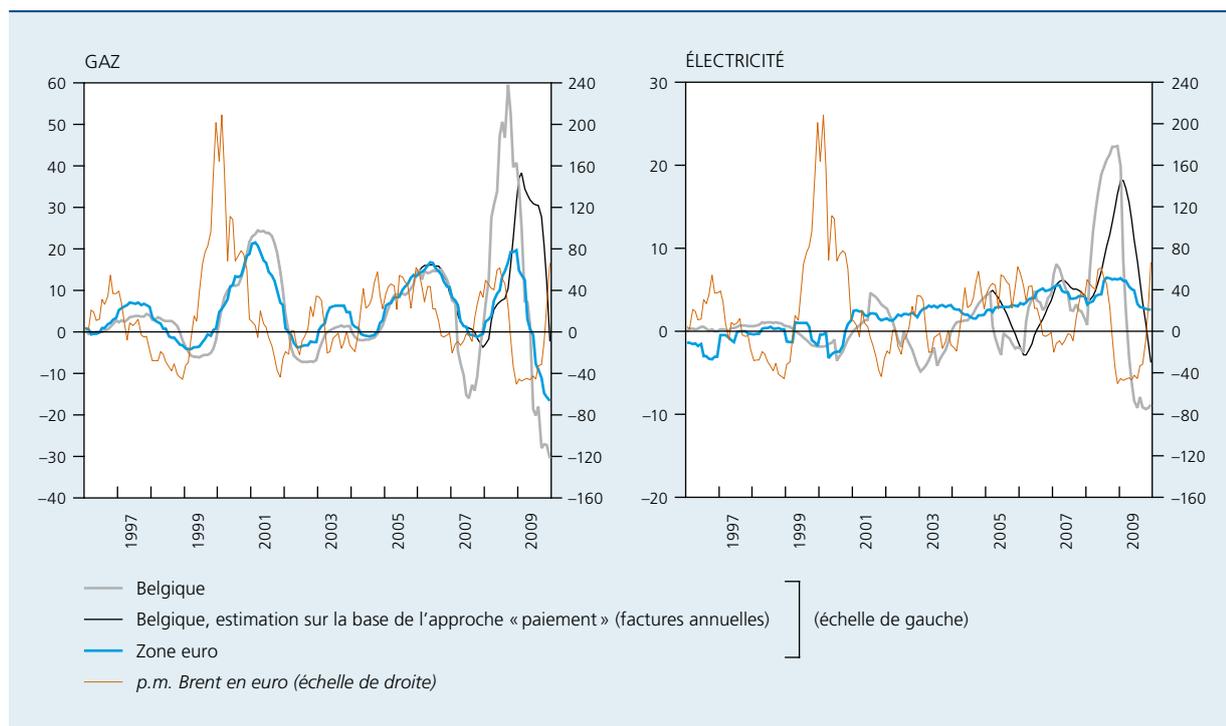
L'accroissement de la volatilité en Belgique au cours de la période récente peut être en partie attribué au changement de la méthodologie suivie pour l'enregistrement des prix à la consommation du gaz et de l'électricité. En effet, depuis le début de 2007, ces prix sont enregistrés de mois en mois sur la base de leur évolution effective, alors qu'ils

étaient auparavant recensés chaque mois sur la base des factures annuelles supportées par les consommateurs qui recevaient leur décompte au cours de ce mois. En passant de tarifs qui étaient pertinents pour les douze mois précédents (approche « paiement ») à des tarifs pour le mois en question (approche « acquisition »), les facteurs qui affectent les prix du gaz et de l'électricité ont eu un effet immédiat sur l'inflation et la volatilité de celle-ci s'est accrue, alors que l'ancienne méthode d'enregistrement rendait l'incidence de ces facteurs plus progressive et lissait les chocs de nature temporaire. Si ceci contribue à expliquer la différence entre la situation actuelle et celle du passé en Belgique, ce n'est pas nécessairement le cas pour les écarts relevés par rapport à d'autres pays. Dans un article publié dans la Revue économique de la Banque du mois de décembre 2009, il est montré que loin d'expliquer ces écarts, ce changement constitue au contraire un alignement sur la pratique dominante suivie dans les autres économies. En effet, il semble bien que la méthode d'enregistrement des prix du gaz et de l'électricité mise en œuvre dans la plupart des États membres de la zone euro et, en tous les cas, dans chacun des trois principaux pays voisins soit basée sur l'approche « acquisition » et ce, depuis de nombreuses années. Cette approche est, en outre, conforme au prescrit d'Eurostat.

Le changement de méthode d'enregistrement des prix du gaz et de l'électricité ne peut donc pas expliquer leur plus grande volatilité par rapport à la zone euro. En effet, même en appliquant – de façon approximative – l'approche « paiement » à la période postérieure à 2006, l'évolution des prix du gaz et de l'électricité en Belgique continue de présenter un net différentiel par rapport à l'ensemble de la zone euro. Si l'origine de cette plus grande volatilité n'est pas méthodologique, elle doit donc découler des caractéristiques intrinsèques de la fixation des prix du gaz et de l'électricité en Belgique.

En ce qui concerne la fixation des prix, le segment résidentiel du marché du gaz et de l'électricité est entièrement libéralisé en Belgique depuis janvier 2007, ce qui signifie que tous les consommateurs peuvent choisir leur fournisseur de gaz et d'électricité. S'inspirant largement du mode de fixation des prix qui prévalait auparavant sur le marché régulé, la plupart des fournisseurs utilisent des formules de tarification ayant pour effet d'adapter automatiquement les prix chaque mois au moyen, d'une part, d'un indice censé refléter l'évolution des prix de la composante énergétique du gaz naturel et de l'électricité, d'autre part, d'un indice supposé couvrir l'évolution des coûts non énergétiques liés à la production et à la fourniture du gaz naturel et de l'électricité. Les fournisseurs sont toutefois libres de choisir eux-mêmes les indices de référence et de définir les paramètres repris dans leurs formules de

**GRAPHIQUE 67 PRIX À LA CONSOMMATION DU GAZ ET DE L'ÉLECTRICITÉ**  
(pourcentages de variation par rapport au mois correspondant de l'année précédente)



Sources : CE, DGSIE, BNB.

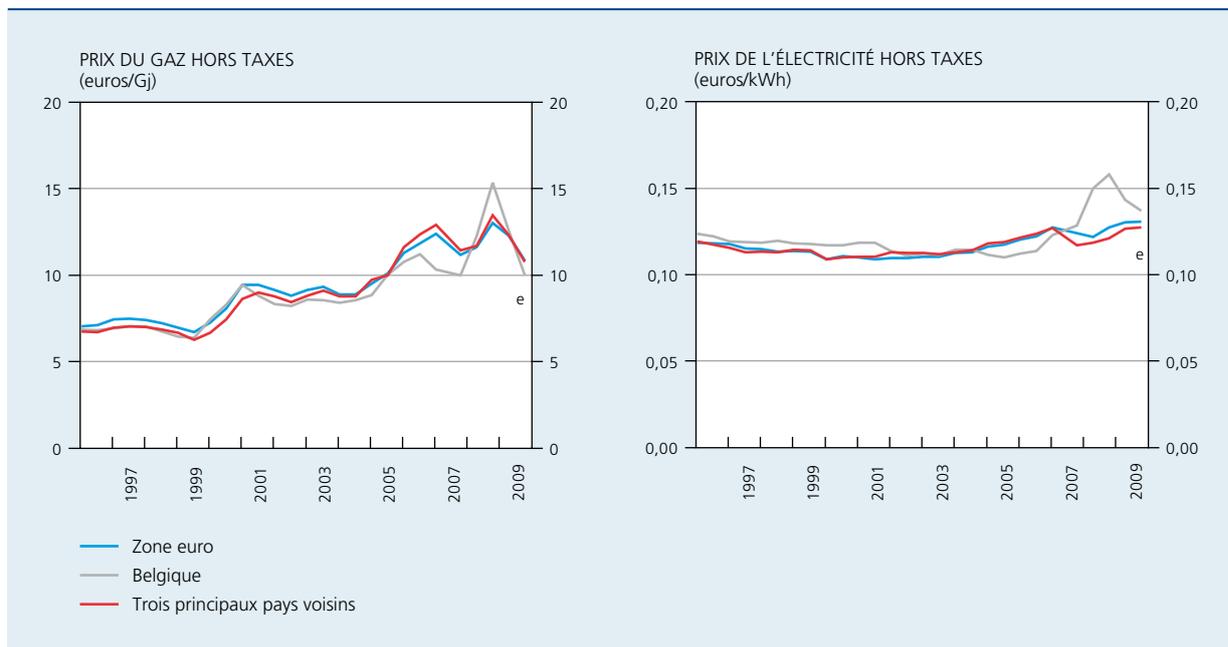
tarification, de même que de les adapter lorsqu'ils le souhaitent. Aux prix définis par les fournisseurs de gaz et d'électricité s'ajoutent les coûts de transport et les tarifs de distribution. Ce segment du marché faisant encore l'objet d'un monopole, les éléments facturés qui s'y rapportent relèvent du contrôle de la CREG.

Il est toutefois possible d'identifier trois changements importants dans la fixation des prix à la consommation du gaz et de l'électricité en Belgique depuis janvier 2007 : les hausses des tarifs de transport et de distribution en 2008 et en 2009, le changement d'un paramètre – la constante – dans les formules de tarification du gaz par le fournisseur le plus important en octobre 2007, suivi par des modifications similaires par les autres fournisseurs, et l'introduction d'un prix au comptant du gaz dans ces formules en janvier 2007, alors qu'auparavant seuls les moyennes sur plusieurs mois des cotations de produits pétroliers intervenaient dans celles-ci. Dans le cas des deux premiers facteurs, leur incidence en termes d'inflation n'a été que ponctuelle, même si elle a été la plus importante. L'impact de l'augmentation de la constante dans la formule de tarification du gaz peut être estimé à environ 14 p.c. en moyenne entre la fin de 2007 et celle de 2008. Dans le cas des prix de l'électricité, l'effet de la hausse des tarifs de

transport et de distribution peut être évalué à 8 p.c. entre le début de 2008 et celui de 2009 ; l'incidence des hausses des tarifs de distribution appliquées dans le cours de 2009 a été moindre. Il en va de même dans le cas du gaz, aussi bien en 2008 qu'en 2009. En termes de niveau, ces effets sont par ailleurs permanents et ont donc été une source d'asymétrie. Quant au troisième facteur, à savoir la prise en considération du prix du gaz au comptant, elle a pour conséquence de rendre les prix à la consommation du gaz structurellement plus volatils. L'incidence de ce facteur est toutefois restée limitée entre 2007 et 2009, si on la compare aux mouvements très prononcés des prix à la consommation du gaz naturel pendant la période 2007-2009.

Au total, ces trois changements dans la fixation des prix ont contribué d'une manière indubitable à l'accroissement de la volatilité des prix au cours de la période récente. Néanmoins, même si on neutralise leur influence, l'évolution des prix est restée nettement plus volatile en Belgique que dans la zone euro. De plus, ce supplément de volatilité était déjà présent avant 2007, ce qui indique que celle-ci est profondément ancrée dans les formules de tarification. Dans le passé, toutefois, son impact sur l'IPCH était plus limité non seulement du fait de la méthode d'enregistrement, mais aussi parce que, avec un niveau

**GRAPHIQUE 68 COMPARAISON INTERNATIONALE DU NIVEAU DES PRIX DU GAZ ET DE L'ÉLECTRICITÉ SUR LE MARCHÉ RÉSIDENTIEL** <sup>(1)(2)</sup>  
(données semestrielles)



Sources: CE, BNB.

(1) Sur la base de profils de consommation représentatifs d'un ménage moyen d'après les indicateurs structurels d'Eurostat.

(2) Les niveaux de prix au second semestre de 2009 ont été estimés à partir de ceux atteints au premier semestre et de la variation des prix entre ces deux périodes selon l'IPCH.

de prix des matières premières structurellement plus bas, l'importance relative de celles-ci dans les prix à la consommation du gaz et de l'électricité était plus basse.

D'une comparaison internationale des prix du gaz et de l'électricité hors taxes – la mesure la plus pertinente lorsqu'il s'agit d'étudier les conséquences du mode de fixation des prix et du fonctionnement du marché –, il ressort en outre que les prix appliqués sur le marché résidentiel en Belgique au cours de 2008 ont été significativement plus élevés que ceux observés dans la zone euro, alors que ce n'était pas le cas auparavant. S'agissant du gaz, ce handicap aurait à nouveau disparu au second semestre de 2009. En revanche, pour l'électricité, les indications disponibles montrent que ce handicap serait demeuré positif, et ce en dépit d'un recul. De plus, il convient de souligner que les prix du gaz et de l'électricité pour le second semestre de 2009 ne reflètent encore que très partiellement le renchérissement des matières premières énergétiques depuis le printemps de 2009. En raison de la transmission – plus forte en Belgique – de cette nouvelle impulsion haussière, la position relative du pays se détériorera sans doute dans un futur proche. Dans l'hypothèse d'un mode de fixation des prix inchangé, cette dégradation devrait s'accroître si la tendance des matières premières énergétiques à renchérir se poursuit dans les prochaines années.

### Produits alimentaires

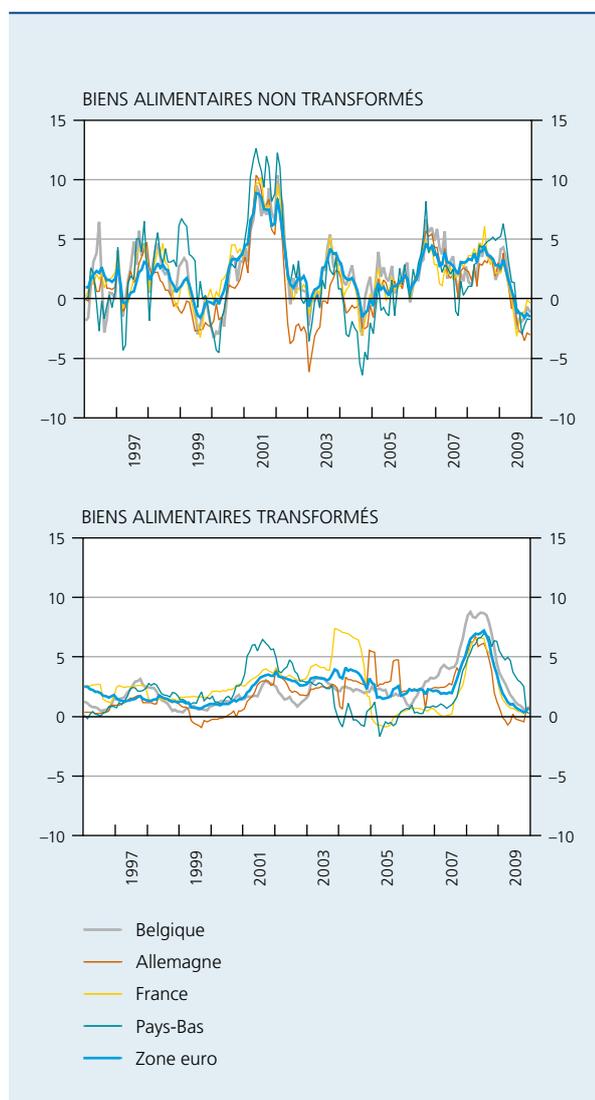
Les produits alimentaires constituent une deuxième composante de l'IPCH qui a concouru au recul de l'inflation au cours de l'année sous revue. L'inflation des produits alimentaires non transformés, à savoir les légumes, les fruits, la viande et le poisson, est revenue de quelque 3 p.c., chacune des trois années précédentes, à 0,4 p.c. en 2009. Cette composante constitue traditionnellement une source de variations à court terme de l'inflation. En effet, les prix de ces produits sont, dans une large mesure, déterminés par des conditions d'offre parfois très instables. Ainsi, en raison de conditions météorologiques favorables, les prix des fruits et légumes ont été durant presque toute l'année sous revue inférieurs au niveau qu'ils avaient atteint un an auparavant. En dépit de l'importante volatilité qui caractérise les prix des produits alimentaires non transformés, le profil d'inflation de ces produits est assez similaire partout dans la zone euro. Ce constat peut s'expliquer par les échanges commerciaux auxquels ces produits donnent lieu entre les États membres ainsi que par l'interdépendance des marchés nationaux.

Ainsi, même si les conditions climatiques sont largement responsables de l'évolution erratique des prix propre à cette catégorie de biens et sont le plus souvent différentes

de pays à pays ou, à tout le moins, selon les groupes de pays, leur incidence sur la production et les prix locaux finit par se propager aux autres économies par le fonctionnement des marchés : un déficit de production dans un État crée une demande supplémentaire pour les importations en provenance des autres pays de sorte que la tension sur l'offre, et donc sur les prix, a tendance à gagner l'ensemble de la zone euro et même au-delà. Ce mécanisme joue aussi en sens opposé lorsque les récoltes sont bonnes, comme cela a été le cas en 2009. En conséquence, les produits alimentaires non transformés n'ont presque pas contribué au différentiel d'inflation de la Belgique par rapport à la zone euro, ni en 2008 ni en 2009.

**GRAPHIQUE 69 PRIX À LA CONSOMMATION DES BIENS ALIMENTAIRES**

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



Sources : CE, BNB.

En ce qui concerne les produits alimentaires transformés, la hausse des prix à la consommation s'est fortement ralentie pendant l'année sous revue, à la suite de l'évolution des prix des matières premières alimentaires sur le marché international. Elle est ainsi passée de 8,5 p.c. pendant le premier semestre de 2008 à 0,7 p.c. à la fin de 2009. Alors que sous l'effet de tensions entre l'offre et la demande, dues, notamment, à des conditions météorologiques défavorables dans plusieurs régions du monde, à la progression de la demande de produits alimentaires riches en protéines en Asie, à un intérêt accru pour la production de biocarburants et à une forte augmentation des coûts de l'énergie, les matières premières alimentaires avaient nettement renchéri à partir d'octobre 2006 et jusqu'à la première moitié de 2008, leurs prix en euro étaient globalement revenus en décembre 2008 à leur niveau observé un an plus tôt. Et si, durant l'année sous revue, les prix pratiqués sur les marchés internationaux sont quelque peu repartis à la hausse, notamment à la suite du redressement graduel de la demande émanant des pays asiatiques, ils sont demeurés bien inférieurs aux pics atteints l'année précédente. Grâce à des conditions climatiques favorables, des récoltes exceptionnelles ont été engrangées au niveau mondial, tandis que la suppression temporaire de l'obligation de mise en jachère et l'assouplissement du régime des quotas décidés par la CE dans un contexte de prix élevés ont entraîné une augmentation de l'offre en Europe. En outre, les cours du pétrole ont enregistré en moyenne annuelle un vif reflux, ce qui a réduit le coût de l'énergie et rendu la production de biocarburants moins attrayante. Enfin, la crise économique s'est traduite par un tassement de la consommation et des importations de produits alimentaires dans certains pays émergents.

Contrairement au passé, ces fluctuations prononcées des prix des matières premières alimentaires ont à peine été amorties les dernières années par les mécanismes mis en place dans le cadre de la politique agricole commune (PAC), de sorte qu'elles se sont aussi reflétées dans une large mesure dans la formation des prix en Europe, à la hausse en 2007 et pendant une partie de 2008, et ensuite à la baisse. Cela s'est marqué en particulier sur le prix du lait (voir également l'encadré 11). Au moment où les prix agricoles ont atteint leur niveau le plus bas, pendant l'été 2009, des mesures ont été prises, tant au niveau européen qu'au niveau national, pour soutenir le secteur agricole en général, et le secteur de l'élevage de vaches laitières plus spécialement. En outre, en Belgique, la fédération professionnelle représentant le secteur de la distribution (Fedis) a conclu avec des organisations représentatives du secteur de l'élevage laitier un accord par lequel les distributeurs s'engageaient à payer aux éleveurs, pendant six mois (de juillet à décembre 2009), un supplément plafonné à 14 cents d'euros par litre de lait de consommation destiné

au marché belge. Le secteur de la distribution a en grande partie répercuté ce supplément sur le consommateur, de sorte que le prix à la consommation du lait s'est mis à augmenter à nouveau substantiellement entre juillet et septembre. L'incidence mécanique de cette mesure sur le rythme d'accroissement des prix des produits alimentaires

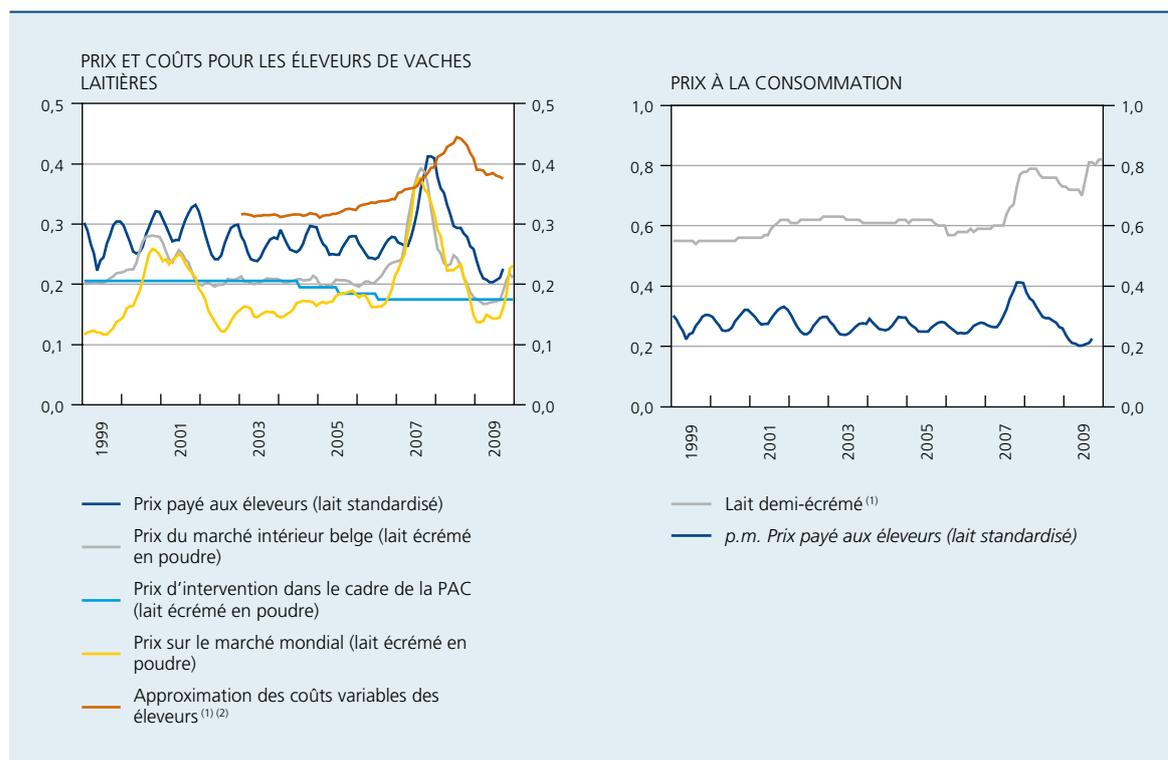
transformés peut être estimée à environ 0,4 point de pourcentage pendant le deuxième semestre de 2009, ce qui explique pourquoi, malgré une décélération notable pendant l'année sous revue, le renchérissement de ces produits est demeuré plus marqué que celui observé dans la zone euro.

## Encadré 11 – Prix et coûts dans le secteur laitier

L'évolution des prix du lait a fait l'objet d'abondants commentaires dans les médias en 2009. Dans de nombreux pays de la zone euro, les agriculteurs sont descendus dans la rue et ont déversé des millions de litres de ce produit pour protester contre les prix jugés trop bas. Cet encadré examine l'évolution des prix et des coûts dans le secteur laitier belge, sur la base des données statistiques disponibles dans le domaine public.

### PRIX ET COÛTS DANS LE SECTEUR LAITIER

(euro par kilo, sauf mention contraire)



Sources: CE; DSGIE; SPF Économie, PME, Classes moyennes et Énergie; BNB.

(1) Euro par litre.

(2) Approximation sur la base de la méthodologie développée par le SPF Économie dans *Évolutions récentes des prix et des coûts dans la filière du lait* (2008).

Le prix du lait payé aux éleveurs est passé de 27 cents par kilo en moyenne au cours de la période 1999-2006 à un peu plus de 40 cents à la fin de 2007, pour revenir ensuite à quelque 20 cents pendant l'été de l'année sous revue. Ces fluctuations sont imputables aux évolutions des prix sur le marché mondial. S'agissant de la formation des prix des produits alimentaires dans l'UE – et par conséquent aussi de la transmission aux prix à la

consommation dans la zone euro en général et en Belgique en particulier –, il convient de souligner que, dans le passé, le marché européen était largement protégé des variations des cours sur les marchés mondiaux grâce au mécanisme d'intervention prévu par la politique agricole commune (PAC). En 2007, les prix du lait sur les marchés internationaux ont toutefois dépassé les seuils d'intervention de la PAC, de sorte que leur mouvement haussier s'est aussi reflété dans la formation des prix en Europe. Au début de 2009, les prix du lait en vigueur sur le marché international sont repassés sous les seuils d'intervention, amenant la PAC à stabiliser partiellement les prix, cette fois en limitant leur baisse. L'effet stabilisateur de la PAC a été toutefois nettement moins prononcé qu'auparavant dans la mesure où les seuils d'intervention ont été abaissés à la suite des réformes successives de la PAC. À la fin de l'année sous revue, des signes de reprise se sont toutefois fait jour sur les marchés internationaux du lait.

Si pour les coûts des éleveurs de vaches laitières, il n'existe pas de données exhaustives, le SPF Économie en a produit une estimation à l'occasion d'une étude publiée en 2008 et actualisée à la mi-2009<sup>(1)</sup>. Selon cette estimation, les coûts variables de l'élevage ont nettement dépassé le prix de vente du lait en 2008, en raison notamment de hausses successives des coûts de l'énergie et du fourrage, et cette situation n'a pas vraiment changé pendant l'année sous revue, malgré une certaine baisse des coûts variables. Même lorsque l'on tient compte des subventions (non liées aux produits) et des autres revenus – vente de vaches, etc. –, les revenus des agriculteurs semblent avoir été insuffisants pour couvrir leurs frais.

C'est dans ce contexte que les agriculteurs ont mené des actions de protestation, qui en Belgique étaient surtout dirigées contre le secteur de la distribution, notamment parce que les agriculteurs reprochaient à celui-ci de parvenir à commercialiser le lait à un prix nettement plus élevé. Lors de la phase de repli, le prix à la consommation n'a en effet que partiellement suivi celui qui s'impose à l'éleveur, alors que le choc à la hausse sur les prix en 2007 avait été pleinement répercuté sur le consommateur. Cette évolution n'a pas été nécessairement uniquement le résultat de la politique de prix de la distribution, vu qu'il faut aussi tenir compte de ce qui se passe au niveau de l'industrie laitière qui constitue un maillon intermédiaire entre les éleveurs et la distribution. Au niveau de la consommation de lait en Belgique, il n'est pas possible d'identifier les rôles respectifs de l'industrie laitière et de la distribution. En revanche, pour les « premiers prix » du lait demi-écrémé, (c'est-à-dire les prix pour les produits d'appel de cette variété de lait), le SPF Économie a mené, dans le cadre de ses travaux pour l'Observatoire des prix, une analyse plus poussée permettant de conclure que l'écart entre le prix à la consommation et celui payé aux éleveurs était resté plus ou moins stable pendant la phase ascendante, à environ 14 cents par litre et que cette marge brute était partagée à parts égales entre l'industrie laitière et le secteur de la distribution<sup>(2)</sup>. L'existence d'une telle marge brute n'est pas en soi problématique, parce que celle-ci reflète, en principe, les coûts du travail, du capital et de l'énergie nécessaires pour la transformation, l'emballage, le transport et la distribution du lait. Elle s'est toutefois élevée considérablement pendant la période de baisse de prix, pour atteindre environ 25 cents en moyenne au premier semestre de 2009, avec à nouveau un partage à parts égales entre les deux secteurs. La différence croissante entre le prix à la consommation et celui payé aux éleveurs semble donc trouver une explication au niveau tant de l'industrie laitière que de la distribution qui ont contribué chacune pour moitié à l'élargissement de la marge brute. Une telle analyse n'est pas possible pour le lait des gammes supérieures mais, selon l'étude du SPF Économie mentionnée plus haut, la transmission du mouvement à la baisse a été encore plus partielle pour ce type de lait.

À la fin de juin, la Fédération belge de la distribution (Fedis) a conclu avec le Boerenbond et l'Algemeen Boerensyndicaat un accord par lequel les distributeurs s'engageaient à payer, pendant six mois (de juillet à décembre 2009) un supplément plafonné à 14 cents d'euros par litre de lait de consommation. Étant donné que l'essentiel de la production laitière n'est pas transformé en lait de consommation pour le marché belge (une grande partie est transformée en d'autres produits laitiers ou est destinée à l'exportation) et que le secteur

(1) SPF Économie, PME, Classes moyennes et Énergie (2008), *Évolutions récentes des prix et des coûts dans la filière du lait*.

(2) ICN (2009), *Analyse des prix : troisième rapport trimestriel 2009 de l'ICN*.



de la distribution ne verse pas de supplément pour ces produits laitiers, le secteur belge de l'élevage a reçu pour sa production totale l'équivalent d'environ 2 cents par litre à la suite de cet accord. Bien que cet accord n'ait pas été souscrit par les organisations représentant les agriculteurs wallons, ceux-ci en ont également bénéficié. Le secteur de la distribution a répercuté ce supplément en grande partie sur le consommateur, de sorte que le prix à la consommation du lait a à nouveau augmenté considérablement entre les mois de juillet et de septembre. Celui-ci devrait donc baisser à nouveau en 2010 puisque, comme prévu initialement, l'accord a pris fin en janvier 2010.

### Asymétries dans les pratiques de fixation des prix des produits énergétiques et des produits alimentaires transformés

Même si les prix des matières premières énergétiques et alimentaires ont à nouveau augmenté dans le courant de l'année sous revue, ils sont restés nettement inférieurs aux pics exceptionnels observés pendant l'été 2008. Ces prix ont en effet sensiblement reculé pendant la seconde moitié de 2008 et, pour certaines matières premières, le mouvement à la baisse a même continué jusqu'à l'été 2009. La question se pose dès lors de savoir si les prix à la consommation des produits énergétiques et alimentaires transformés ont suffisamment suivi ce mouvement à la baisse. Cet examen est important pour deux raisons.

D'une part, c'est la symétrie (ou l'absence de symétrie) entre la phase de hausse initiale et la phase de repli qui est l'indicateur qui, en général, permet le mieux de jauger le degré de concurrence dans la formation des prix. En effet, en ne disposant que d'une vue partielle, limitée à la phase de transmission des impulsions haussières des coûts, il n'est souvent pas possible de tirer des conclusions fermes en la matière. Un degré élevé de transmission peut tout aussi bien témoigner d'une formation des prix peu concurrentielle que du contraire : dans un environnement fortement concurrentiel, en effet, ne pas répercuter la hausse des coûts n'est pas chose aisée pour les divers intervenants de la filière, de la production à la distribution, compte tenu de leurs marges en principe déjà étroites.

D'autre part, les baisses des prix devraient contribuer, par le biais de l'indexation, à sauvegarder la compétitivité et l'emploi, alors que le même mécanisme avait été à l'origine d'une dégradation de la compétitivité pendant la phase du renchérissement des matières premières. L'existence d'asymétries dans la pratique de fixation des prix impliquerait que la modération qui peut, *a priori*, être attendue d'un renversement de l'évolution des prix des matières premières ne se réaliserait que partiellement ou avec un retard important.

La réaction à des fluctuations des prix des matières premières peut être considérée comme symétrique si une baisse du prix relatif de la matière première influence le prix relatif du produit en question exactement de la même manière qu'une hausse, tant au niveau de l'ampleur de cette réaction qu'en ce qui concerne la vitesse de l'ajustement. Mener cette analyse au niveau des prix nominaux, plutôt qu'au niveau des prix relatifs, pourrait conduire à qualifier trop souvent la réaction des prix à la consommation comme asymétrique et serait donc trop sévère. En effet, les prix à la consommation nominaux ne reflètent pas uniquement l'évolution des prix des matières premières, mais aussi celle de nombreux autres inputs au niveau de la transformation des matières premières, d'une part, et de l'emballage, du transport et de la distribution du produit final, d'autre part. Si, par exemple, les prix des matières premières reviennent à leur niveau initial, les prix à la consommation ne le font pas nécessairement, même en cas de réaction symétrique, étant donné que les autres coûts – souvent non liés à l'évolution des prix des matières premières – ont sans doute continué à augmenter entre-temps. Faute de données précises sur l'évolution des autres coûts pour chacun des produits examinés, l'analyse est conduite au niveau des prix relatifs, c'est-à-dire en prenant la tendance sous-jacente de l'inflation (soit l'inflation des services et des biens industriels non énergétiques) comme approximation de l'évolution de l'ensemble de ces coûts. Cette hypothèse semble justifiée pour les coûts salariaux, étant donné les mécanismes d'indexation en Belgique. Elle traite, par ailleurs, les marges d'exploitation de façon identique en partant donc, en quelque sorte, du principe qu'elles sont indexées sur la tendance sous-jacente de l'inflation. L'analyse se concentre sur la période 2007-2009 pour les produits énergétiques et sur la période 2006-2009 pour les produits alimentaires transformés, le début de 2007 et le début de 2006 étant respectivement les points de départ du mouvement à la hausse des prix des matières premières pertinents pour ces produits.

Pour l'essence, le diesel et le mazout, les prix relatifs à la consommation suivent fidèlement l'évolution du prix relatif de la matière première qui entre dans leur composition. Le mouvement à la hausse des prix à la consommation de ces produits n'a été ni plus prononcé ni plus rapide que le mouvement à la baisse. Les formules de tarification du « contrat-programme » répercutent, en effet, symétriquement les fluctuations des prix des produits raffinés au niveau des prix maximum, alors que les réductions qu'appliquent les distributeurs ne constituent apparemment pas non plus une source d'asymétrie importante.

En ce qui concerne le gaz naturel, le recul des prix relatifs à la consommation apparaît un peu moins prononcé que celui du prix relatif du pétrole brut, qui est traditionnellement un déterminant important du prix à la consommation du gaz, bien que ce dernier s'ajuste sur l'évolution du prix du pétrole avec environ six mois de retard. Cette asymétrie est essentiellement due à la modification par le plus grand fournisseur de gaz du terme constant dans sa formule de tarification en octobre 2007, changement qui a ensuite été suivi par les autres fournisseurs. Il en a résulté une augmentation des prix qui peut être considérée comme permanente, quel que soit le niveau du cours du pétrole. En ce qui concerne l'électricité, un degré d'asymétrie non négligeable peut être observé. En effet, à son niveau le plus bas atteint en juillet 2009, le prix relatif à la consommation de l'électricité dépassait encore son niveau du début de 2007, tandis que le prix relatif du pétrole brut – servant à estimer l'évolution du coût énergétique – avait atteint quelques mois plus tôt un niveau clairement inférieur à celui du début de 2007. Toutefois, si l'on tient compte des fortes hausses des tarifs de réseau en 2008 et 2009, la transmission des cours du pétrole brut ressort comme ayant été beaucoup plus symétrique. Ces résultats ne sont pas étonnants dans la mesure où les formules de tarification pour le gaz et l'électricité ont, en principe, un fonctionnement totalement symétrique. Seuls des facteurs plus ponctuels, tels que la révision des formules de tarification du gaz naturel en octobre 2007, ou la hausse des tarifs de transport et de distribution en 2008 et en 2009, sont sources d'asymétrie. L'évolution des prix à la consommation du gaz et de l'électricité dans la zone euro est moins symétrique qu'en Belgique – surtout pour l'électricité –, mais présente, comme indiqué plus haut, une volatilité nettement inférieure.

En revanche, pour un certain nombre de produits alimentaires transformés, il est clairement question d'une réaction asymétrique des prix à la consommation. Ainsi, le prix sur le marché interne pour le lait en poudre, exprimé en termes relatifs, a atteint au milieu de 2009 un niveau nettement inférieur à son niveau du début de 2006, tandis que le prix à la consommation relatif était à la fin de 2009

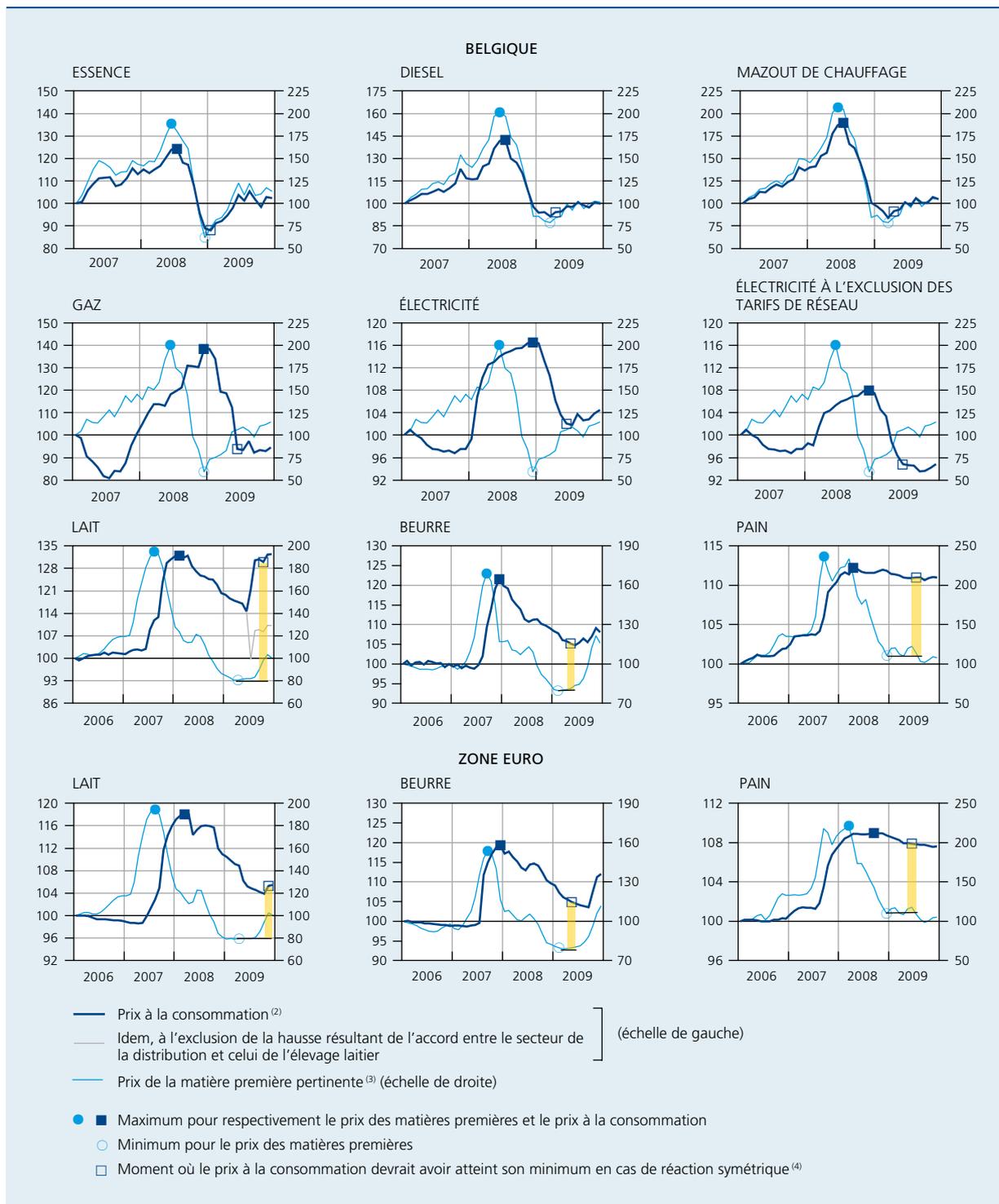
à nouveau proche du sommet atteint pendant le premier semestre de 2008. Même si le prix payé par le consommateur est corrigé mécaniquement pour tenir compte de l'augmentation de 14 cents qui a résulté de l'accord décrit plus haut entre les secteurs de la distribution et de l'élevage laitier, le prix à la consommation du lait n'est pas revenu à un niveau qui correspondrait à une réaction symétrique. Ainsi qu'on l'a montré dans l'encadré 11 dans le cas des « premiers prix » pour le lait écrémé (c'est-à-dire les prix des produits d'appel pour cette variété de lait), cette absence de symétrie peut être attribuée à l'élargissement de la marge de l'industrie laitière et du secteur de la distribution. Pour d'autres produits alimentaires transformés, comme par exemple le beurre et plus encore pour le pain, des réactions nettement asymétriques sont également constatées.

Ces asymétries ne s'observent pas uniquement en Belgique, mais caractérisent aussi l'évolution des prix à la consommation du lait, du beurre et du pain dans l'ensemble de la zone euro. En effet, la réaction à la diminution des prix des matières premières y est aussi beaucoup plus lente et moins prononcée que celle à la hausse. Dans une publication récente, la CE a indiqué qu'il ressort de la faible ampleur, du retard et de l'asymétrie de l'ajustement à la baisse des prix à la consommation des produits laitiers que la chaîne d'approvisionnement ne fonctionne pas efficacement dans l'UE.

Ce mode asymétrique de fixation des prix est, tant pour la Belgique que pour la zone euro, conforme aux résultats d'enquêtes *ad hoc* en matière de pratiques de formation des prix menées en 2004-2005 par plusieurs banques centrales de l'Eurosystème, dont la Banque, dans le cadre de l'*Inflation Persistence Network*. De ces enquêtes, il appert en effet que les facteurs de coûts sont plus importants pour les hausses de prix que pour les baisses, tandis que l'évolution de la demande et le comportement des concurrents sont, de leur côté, plus importants pour les réductions de prix que pour les hausses. Les accroissements de coûts, qui sont souvent universellement observables, peuvent en effet relativement facilement être invoqués par les entreprises pour justifier des majorations de prix. Ces enquêtes montraient, par ailleurs, clairement que l'environnement dans lequel les firmes opèrent est loin d'être caractérisé par une situation de concurrence parfaite, mais que la plupart des firmes – y compris celles du secteur alimentaire et du commerce de détail – disposent d'un certain pouvoir de marché. Il est dans ce contexte intéressant de noter que la réaction des prix à la consommation du lait et du beurre en Allemagne a été plus proche de celle à laquelle on pouvait s'attendre sur la base d'une situation de concurrence parfaite. Dans ce pays, les prix à la consommation ont en effet réagi

**GRAPHIQUE 70 ASYMÉTRIES DANS LA FORMATION DES PRIX À LA CONSOMMATION**

(prix relatifs<sup>(1)</sup>, indices janvier 2007 ou 2006 = 100)



Sources : CE, CBS, CSO, DESTATIS, INE, INSEE, ISTAT, DGSIE.

- (1) Prix relatifs par rapport à l'évolution de la tendance sous-jacente de l'inflation, mesurée selon l'IPCH à l'exclusion des produits alimentaires et des produits énergétiques.
- (2) Pour la zone euro, par manque de données détaillées, les prix à la consommation sont calculés sur la base de l'évolution des prix en Allemagne, en Belgique, en Espagne, en France, en Irlande, en Italie et aux Pays-Bas. Ces pays représentaient 88 p.c. de l'IPCH de la zone euro en 2009.
- (3) L'évolution du prix des matières premières est mesurée pour les produits pétroliers par les prix des produits raffinés en euro, pour le gaz et l'électricité par le cours du *Brent* en euro, et pour les produits alimentaires par le prix sur le marché interne pertinent, soit, respectivement, celui du lait écrémé en poudre, celui du beurre et celui du froment.
- (4) Le moment où le prix à la consommation devrait avoir atteint son minimum en cas de réaction symétrique est déterminé par le retard avec lequel le prix à la consommation a réagi au maximum au prix de la matière première pertinente. En cas de réaction tout à fait symétrique, le prix à la consommation devrait de plus avoir atteint un niveau qui correspond au minimum du prix de la matière première. L'écart entre ce niveau et celui effectivement atteint par le prix à la consommation est un bon indicateur du degré d'asymétrie.

très fortement aux évolutions survenues sur les marchés mondiaux, mais ce tant lors de la phase haussière que lors de la phase de repli. La part élevée des *hard discounters* dans le commerce de détail en Allemagne n'est probablement pas étrangère à ce phénomène, conjuguée au fait que ceux-ci offrent surtout, voire exclusivement, du lait et du beurre bon marché pour lesquels, par le biais d'une différenciation plus faible, les marges sont faibles et le marché plus concurrentiel. Dans d'autres pays de la zone euro, dont la Belgique, le consommateur qui a pourtant la possibilité de choisir des produits meilleur marché, semble donc disposé, du moins dans une certaine mesure, à payer des prix plus élevés pour certaines variétés de lait ou de beurre, par exemple.

Enfin, il n'est pas exclu que les effets des asymétries observés dans le courant de 2008 et de 2009 s'estompent progressivement et disparaissent à plus long terme. Une telle neutralité à long terme est d'ailleurs ce à quoi on peut s'attendre sur la base d'arguments théoriques mais, dans le cas des produits alimentaires, il est difficile de tester cette hypothèse sur la base des données historiques, étant donné que celles-ci ont été fortement influencées par le rôle stabilisateur qu'a joué la PAC et ne sont donc plus représentatives pour la situation actuelle.

### 5.3 Tendances sous-jacentes de l'inflation

Pendant le premier semestre de l'année sous revue, la tendance sous-jacente de l'inflation – mesurée par l'IPCH à l'exclusion de l'ensemble des produits alimentaires et des produits énergétiques, ce qui correspond donc en pratique à l'inflation des services et des biens industriels non énergétiques – a poursuivi la hausse amorcée au troisième trimestre de 2008. Cette accélération contraste avec l'orientation à la baisse observée sans discontinuer dans la zone euro à partir du dernier trimestre de 2008, lorsque la crise financière s'est intensifiée à la suite de la défaillance de *Lehman Brothers* et a contribué à déclencher la plus forte récession économique de l'après-guerre. Au deuxième semestre de l'année sous revue, la tendance sous-jacente de l'inflation a finalement commencé à reculer en Belgique, mais elle est restée élevée en comparaison de celle de la zone euro. À la fin de l'année sous revue, elle est ainsi revenue à 1,6 p.c. Aussi bien l'inflation pour les services que celle pour les biens industriels non énergétiques se sont révélées plus élevées que dans la zone euro. En 2009, la tendance sous-jacente de l'inflation a ainsi dépassé en moyenne de 0,7 point de pourcentage celle de la zone euro, soit le plus grand dépassement depuis le début de l'union monétaire, et celui-ci ne s'est réduit que légèrement vers la fin de l'année, pour atteindre 0,5 point en décembre.

L'évolution de la tendance sous-jacente de l'inflation est dans une large mesure déterminée par celle des salaires. Ces derniers sont un facteur de coût important principalement pour les services intensifs en main-d'œuvre, mais aussi pour les biens industriels non énergétiques. Le transport et la distribution de biens de consommation sont en effet eux aussi de grands utilisateurs de main-d'œuvre. Les coûts salariaux par unité produite constituent à cet égard un indicateur de coût pertinent, dans la mesure où ils prennent également en compte l'incidence de la productivité du travail. La manière dont les fluctuations des coûts salariaux unitaires sont transmises aux prix à la consommation dépend fortement de la réaction des marges bénéficiaires. Alors que les hausses temporaires ne sont souvent pas directement transmises aux prix mais absorbées par les marges, les augmentations plus prononcées ou ayant un caractère plus persistant affectent généralement les prix à la consommation beaucoup plus rapidement et de façon plus marquée, car les marges bénéficiaires peuvent alors moins facilement amortir l'élévation des coûts. Le lien entre l'évolution des coûts salariaux par unité produite et la tendance sous-jacente de l'inflation s'est apparemment renforcé depuis l'éclatement de la crise économique et financière, probablement à cause de mouvements très accentués de ces coûts.

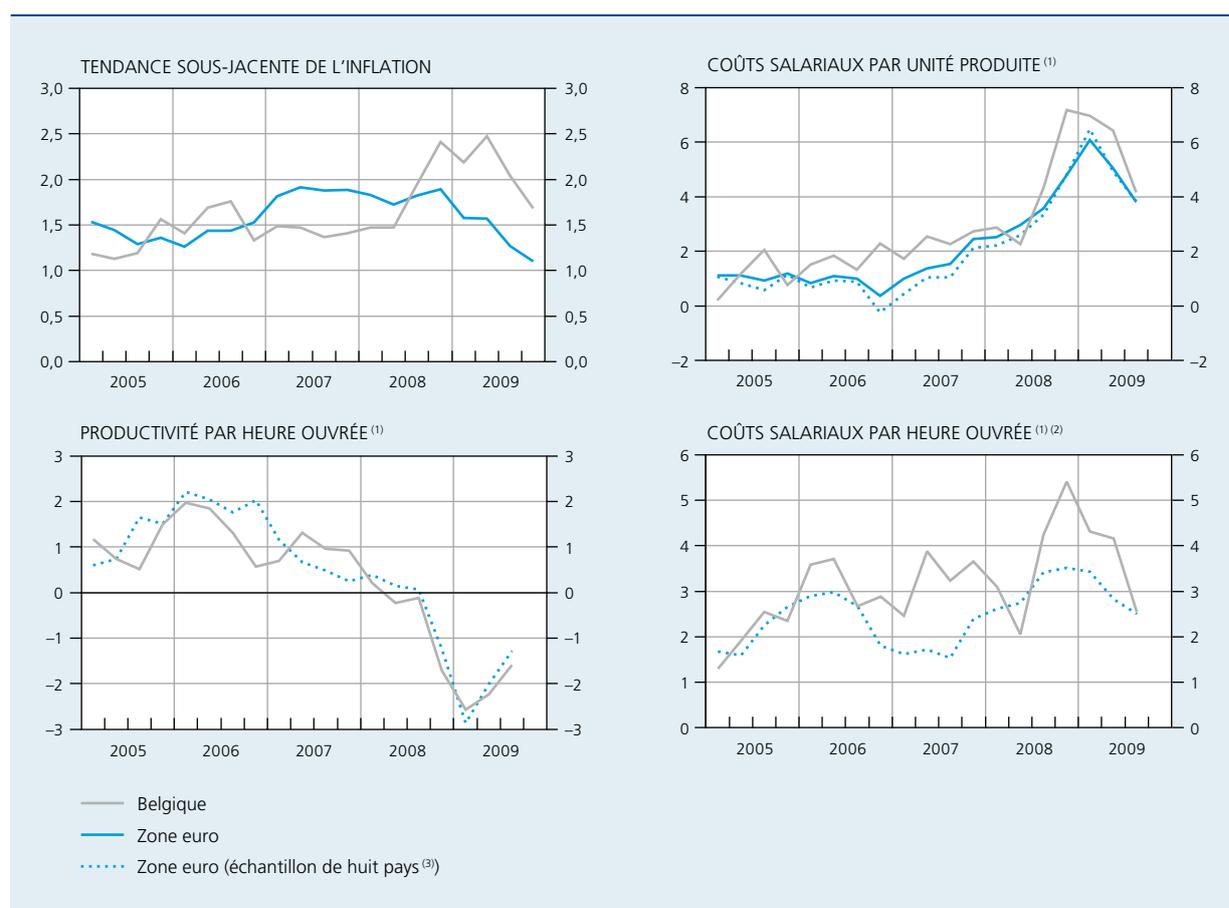
À partir du déclenchement de la crise, l'augmentation des coûts salariaux par unité produite dans l'ensemble de l'économie s'est en effet fortement accélérée, tant dans la zone euro qu'en Belgique, s'établissant à un rythme qui n'avait plus été observé depuis l'entrée en vigueur de l'union monétaire. Un tournant a toutefois été atteint au deuxième trimestre de 2009 : la hausse des coûts salariaux par unité produite est alors revenue à 6,4 p.c. en Belgique et à 5,1 p.c. dans la zone euro, contre respectivement 7 et 6,1 p.c. au premier trimestre. Les pressions à la baisse exercées sur les prix à la consommation à la suite de la contraction de la demande ont été ainsi, du moins dans un premier temps, dans une grande mesure compensées par l'attisement des tensions sur les coûts. La tendance sous-jacente de l'inflation a dès lors seulement été caractérisée par un repli hésitant au cours de l'année sous revue, en dépit du ralentissement extrêmement appuyé de la demande, même s'il convient également de souligner que ces tensions sur les coûts ont en partie été absorbées par un resserrement des marges. Comme les coûts salariaux unitaires ont évolué de manière plus dynamique en Belgique les dernières années, il n'est pas étonnant que la tendance sous-jacente de l'inflation y ait été plus élevée que dans la zone euro pendant le deuxième semestre de 2008 et en 2009.

Reste alors à déterminer dans quelle mesure les différentes composantes des coûts salariaux par unité produite ont contribué à l'évolution spécifique en Belgique. D'une part, le différentiel par rapport à la zone euro peut provenir d'une évolution divergente des salaires au sens strict, qui en Belgique sont largement déterminés par les accords interprofessionnels et sectoriels entre les partenaires sociaux, ainsi que par l'indexation des salaires. D'autre part, ce différentiel peut résulter d'une évolution différenciée de la productivité, qui en période de récession tend à diminuer de façon accusée, parce que les entreprises n'adaptent pas directement leur volume de travail au recul de la demande. Il existe ainsi des obstacles légaux et pratiques qui entravent l'ajustement à la baisse du volume de travail, du moins à court terme. Par ailleurs, certaines entreprises peuvent souhaiter, dans un premier temps, garder leurs travailleurs malgré la crise afin d'être mieux armées pour pouvoir accroître rapidement la production

lors de la reprise de la conjoncture et, le cas échéant, d'éviter d'être confrontées à des risques de pénurie pour certaines qualifications.

Étant donné qu'il n'existe pas de statistiques concernant le nombre d'heures ouvrées pour la zone euro, la décomposition des coûts salariaux unitaires doit se faire en termes de productivité par travailleur et de coûts salariaux par travailleur. Toutefois, compte tenu de la crise, une comparaison avec la Belgique peut être hasardeuse, dès lors que l'ajustement du nombre d'heures par personne occupée ne s'est pas nécessairement réalisé avec la même intensité dans les autres pays membres. Une ventilation basée sur le nombre d'heures est néanmoins disponible pour huit pays membres – dont le PIB représente globalement 78 p.c. de celui de la zone euro. L'évolution des coûts salariaux par unité produite de ces pays a été fortement similaire à celle de la zone euro dans son ensemble,

**GRAPHIQUE 71** TENDANCE SOUS-JACENTE DE L'INFLATION ET COÛTS SALARIAUX EN BELGIQUE ET DANS LA ZONE EURO  
(pourcentages de variation par rapport au trimestre correspondant de l'année précédente)



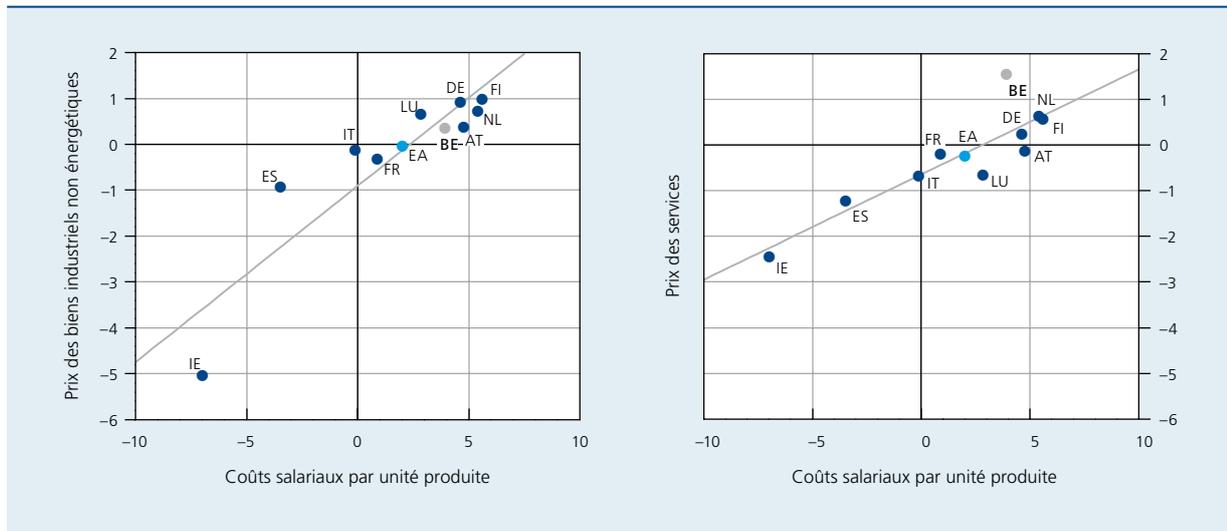
Sources : CE, ICN.

(1) Ensemble de l'économie.

(2) Calculés, pour l'échantillon de huit pays, à partir des coûts salariaux par unité produite et de la productivité par heure ouvrée.

(3) Chiffres pour la zone euro sur la base d'un échantillon limité de pays comprenant l'Allemagne, l'Autriche, la Belgique, la Finlande, la France, l'Irlande, l'Italie et la Slovaquie. Cet échantillon couvre 78 p.c. du PIB de la zone euro.

**GRAPHIQUE 72 INFLATION DES BIENS INDUSTRIELS NON ÉNERGÉTIQUES ET DES SERVICES ET COÛTS SALARIAUX PAR UNITÉ PRODUITE**  
(points de pourcentage<sup>(1)</sup>)



Source : CE.

(1) Différence entre les pourcentages de variation à un an d'écart au deuxième trimestre de 2009 et au deuxième trimestre de 2008.

de sorte que cet agrégat peut être considéré comme une bonne approximation des évolutions au niveau de la zone.

La diminution sensible de la productivité du travail s'avère avoir été la principale cause de la forte progression des coûts salariaux par unité produite. Ainsi, au cours des deux premiers trimestres de 2009, la productivité du travail par heure ouvrée a régressé de quelque 2,5 p.c. en Belgique. Dans la zone euro, une évolution similaire a été observée, si bien qu'une autre explication doit être trouvée à la divergence des coûts salariaux par unité produite.

L'explication réside, par conséquent, largement dans l'évolution divergente des coûts salariaux par heure ouvrée, laquelle a été de manière persistante plus soutenue en Belgique que dans la zone euro à partir de 2005. En effet, les dernières années, l'accroissement des coûts salariaux par heure ouvrée en Belgique n'a été sensiblement inférieur à celui de la zone euro qu'au deuxième trimestre de 2008, en raison d'un effet de base dû aux indemnités de licenciement versées au deuxième trimestre de 2007 à la suite des restructurations dans le secteur automobile. Alors que les coûts salariaux par heure ouvrée ont été quasiment stables dans certains pays de la zone euro au cours de l'année sous revue, les salaires horaires ont progressé en Belgique de 4,2 p.c. en moyenne durant les deux premiers trimestres de 2009, contre 3,1 p.c. dans la zone euro (échantillon de huit pays). Le net renchérissement des matières premières depuis le début de 2007, qui avait entraîné une vive accélération de l'inflation en

2008, a concouru, par le biais de l'indexation des salaires, à des augmentations salariales relativement plus élevées en Belgique à la fin de 2008 et au début de 2009. Le repli consécutif de l'inflation n'a cependant commencé à freiner la hausse des coûts salariaux qu'au second semestre de 2009.

Alors que l'incidence de l'indexation sur l'évolution des coûts salariaux est un facteur qui pèse sur le rythme de hausse des prix des services et des biens industriels non énergétiques, la pression exercée par la baisse de la productivité caractérise en principe surtout les branches les plus sensibles à la conjoncture dans l'économie. Elle est, par conséquent, surtout pertinente pour l'évolution des prix des biens industriels non énergétiques, dont un autre déterminant important est constitué par les prix à l'importation. Comme la diminution de la productivité a été la principale cause de l'accélération des coûts salariaux par unité produite entre les deuxièmes trimestres de 2008 et de 2009, il est normal de constater que ceux-ci ont exercé, dans les différents pays de la zone euro, une incidence plus accentuée sur l'inflation des biens industriels non énergétiques que sur celle des services. Ainsi, il est frappant de constater qu'en Belgique, l'évolution des prix des biens industriels non énergétiques s'est récemment fortement rapprochée de celle observée en Allemagne. Ces deux pays ont, en effet, été affectés par une diminution cyclique de la productivité du travail relativement prononcée. En revanche, dans les pays où la récession a été non seulement plus marquée mais aussi accompagnée

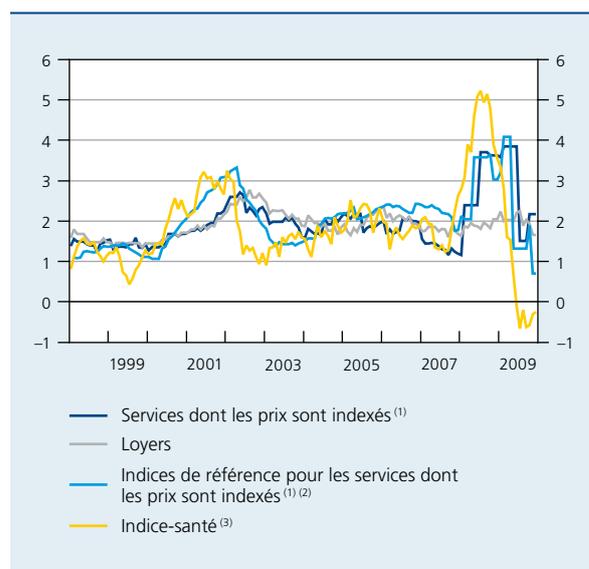
d'un ajustement plus rapide de l'emploi et n'a dès lors pas provoqué une détérioration de la productivité d'une telle ampleur, comme en Espagne ou en Irlande, le rythme de la hausse des prix des biens industriels non énergétiques s'est ralenti considérablement entre la mi-2008 et la mi-2009.

Comme, au cours de la récession de 2008-2009, l'inflation des services a été influencée de façon moins marquée par l'évolution des coûts salariaux par unité produite, son accélération en Belgique entre les deuxièmes trimestres de 2008 et de 2009 apparaît comme ayant été particulièrement forte. Ce constat suggère que non seulement l'évolution divergente des coûts salariaux a joué un rôle, mais aussi celle des autres coûts, y compris les marges bénéficiaires. Dans certaines catégories de services, l'évolution des prix en Belgique est, en effet, au moins jusqu'à un certain point, aussi déterminée par une tradition d'indexation des prix. Tel est notamment le cas des loyers d'habitation. Ceux-ci peuvent être fixés librement lors du renouvellement d'un contrat de bail mais, pendant sa durée, la loi limite leur révision à une indexation annuelle fondée sur l'évolution de l'indice-santé. Même si les loyers peuvent donc être indexés, leur progression est demeurée relativement modérée en 2008 et en 2009, contrastant par rapport à ce que l'on aurait pu attendre au regard de l'accroissement de l'indice-santé. D'autres exemples de pratique d'indexation sont les prix des services postaux et des transports ferroviaires, dont les hausses sont liées à l'inflation, ou les primes sur les contrats d'assurance-incendie, qui sont liées à l'indice ABEX. Globalement, l'évolution des prix d'environ un quart des services, soit quelque 10 p.c. de l'IPCH, se caractérise par un mode plus ou moins formel d'indexation. Contrairement à celle des loyers, l'évolution des prix des autres services caractérisés par l'une ou l'autre forme d'indexation a été nettement plus accentuée en 2008 et en 2009. Parallèlement à l'évolution des indices de référence pertinents pour ces services, leur taux d'inflation s'est accru significativement en 2008 et au début de 2009, avant de baisser à partir de la seconde moitié de 2009. Dès ce moment, l'indexation a aussi commencé à contribuer à une modération de l'évolution des coûts salariaux. Après avoir atteint un pic de 5,2 p.c. en juillet 2008,

le rythme de progression de l'indice-santé a en effet décéléré rapidement, pour devenir légèrement négatif à partir du mois de juin. Une telle source de modération de l'évolution des prix et des coûts est moins importante dans les autres pays de la zone euro, étant donné qu'ils sont moins caractérisés par des pratiques d'indexation. Au troisième trimestre de 2009, les coûts salariaux par unité produite ont ralenti plus en Belgique que dans la zone euro, leur progression s'établissant respectivement à 4,2 et 3,8 p.c. Par conséquent, l'écart en matière de tendance sous-jacente d'inflation entre la Belgique et la zone euro, qui a déjà commencé à baisser légèrement pendant la deuxième partie de l'année sous revue, devrait continuer à s'estomper progressivement dans le courant de 2010 et pourrait même devenir négatif.

**GRAPHIQUE 73 PRATIQUES D'INDEXATION DES PRIX DANS LA BRANCHE DES SERVICES**

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



Sources : DGSIE, BNB.

- (1) À l'exclusion des loyers.
- (2) Moyenne pondérée des différents indices de référence pertinents pour les services dont les prix sont indexés.
- (3) IPCN, à l'exclusion des produits jugés nuisibles pour la santé, à savoir le tabac, les boissons alcoolisées, l'essence et le diesel.

## 6.

## Finances publiques

## 6.1 Recettes, dépenses et solde de financement

Dans le programme de stabilité de décembre 2000, le gouvernement avait exprimé son intention de dégager progressivement un excédent budgétaire structurel en vue de permettre le préfinancement d'une grande partie des coûts liés au vieillissement de la population. Au cours des années suivantes, le solde budgétaire était cependant demeuré relativement proche de l'équilibre et les objectifs budgétaires avaient systématiquement été assouplis, en conséquence de quoi la réalisation de surplus avait été à chaque fois postposée à une période ultérieure. De la sorte, indépendamment de la perspective du vieillissement démographique, une marge de sécurité suffisante n'a pu être constituée pour amortir les répercussions sur

les finances publiques d'une détérioration importante éventuelle de l'environnement économique, l'opportunité offerte par les années de croissance soutenue, de 2004 à 2007, ayant été ainsi manquée. Comme dans tous les autres pays de la zone euro, la crise économique et financière avait fait déraiser les comptes des administrations publiques dès 2008. Si le déficit budgétaire se chiffrait alors encore à 1,2 p.c. du PIB, il s'est fortement creusé en 2009, pour atteindre 6 p.c., soit le double du seuil au-delà duquel un pays est en situation de déficit public excessif selon les normes budgétaires européennes en vigueur. Parmi les États membres de la zone euro, seuls la Finlande et le Luxembourg, qui avaient constitué les années précédentes un surplus budgétaire substantiel, ont réussi à éviter que leur déficit public dépasse en 2009 le seuil des 3 p.c. du PIB.

**TABLEAU 22** NORMES RELATIVES AU BESOIN (-) OU À LA CAPACITÉ DE FINANCEMENT DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES BELGES<sup>(1)</sup>  
(pourcentages du PIB)

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Programme de stabilité et mises à jour successives										
Décembre 2006 .....	0,0	<b>0,3</b>	0,5	0,7	0,9					
Avril 2008 .....		-0,2	<b>0,0</b>	0,3	0,7	1,0				
Avril 2009 .....			-1,2	<b>-3,4</b>	-4,0	-3,4	-2,6	-1,5	-0,7	0,0
Septembre 2009 (complément)				<b>-5,9</b>	-6,0	-5,5	-4,4	-2,8	-1,3	0,0
<i>p.m. Budgets 2010 et 2011 ...</i>				<b>-5,8</b>	-5,6	-5,2				
Janvier 2010 .....				<b>-5,9</b>	<b>-4,8</b>	-4,1	-3,0	-2,0	-1,0	0,0
Réalisations .....	0,3	-0,2	-1,2	-6,0 e						

Sources: Chambre des représentants (Exposé général du budget), ICN, SPF Finances, BNB.

(1) Selon la méthodologie utilisée dans le cadre de la procédure sur les déficits publics excessifs (EDP). Cette méthodologie diffère de celle du SEC 95, qui a été adaptée en 2001 afin d'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*). La méthodologie EDP est également employée dans les autres tableaux et graphiques du présent chapitre.

Dans le programme de stabilité d'avril 2009, il était encore prévu que le déficit global des administrations publiques s'établirait à 3,4 p.c. du PIB. Ce scénario tenait déjà compte du plan de relance économique approuvé en décembre 2008, dont l'impact budgétaire a été estimé par la CE, pour 2009, à 0,5 point de pourcentage du PIB. Le dépassement de l'objectif de déficit s'explique entre autres par une sous-estimation de la gravité de la récession économique – la contraction attendue de l'activité dans le programme de stabilité était inférieure à 2 p.c. – et de son incidence défavorable sur les finances publiques. De plus, les dépenses primaires ont augmenté plus vite qu'escompté, notamment en raison de deux procédures judiciaires au terme desquelles l'État belge a été condamné au remboursement de montants considérables au titre d'impôts indûment perçus.

À l'issue de l'évaluation du programme de stabilité déposé en avril 2009, le Conseil de l'UE a toutefois jugé que certaines informations obligatoires fondamentales n'y figuraient pas et que les objectifs budgétaires ne reposaient pas suffisamment sur une stratégie de moyen terme bien établie. La Belgique a, dès lors, été invitée à soumettre, pour le 20 septembre 2009 au plus tard, un complément à ce programme. Cet addendum intégrait la détérioration supplémentaire des perspectives économiques et budgétaires et révisait la trajectoire des finances publiques pour 2010 et les années à venir. Ainsi, il tenait compte d'un déficit budgétaire de 5,9 p.c. du PIB en 2009, qui resterait quasiment inchangé en 2010. L'objectif d'un retour à l'équilibre en 2015, tel qu'annoncé déjà dans la version d'avril 2009, avait été maintenu. En revanche, l'impasse budgétaire serait ramenée sous la barre des 3 p.c. du PIB un an plus tard que ce qui était prévu, c'est-à-dire en 2013 plutôt qu'en 2012.

Lors de la confection du budget fédéral de 2010, à l'occasion de laquelle les grandes lignes du budget de l'année suivante ont exceptionnellement déjà été définies, les objectifs budgétaires ont de nouveau été légèrement revus. Partant d'un déficit attendu de 5,8 p.c. du PIB en 2009, le gouvernement indiquait viser un déficit budgétaire de 5,6 p.c. en 2010 et de 5,2 p.c. en 2011.

Le 2 décembre, le Conseil Ecofin a estimé que la Belgique était en situation de déficit public excessif et qu'elle devait y mettre un terme plus rapidement. En vertu des articles 126(6) et 126(7) du traité sur le fonctionnement de l'UE et sur proposition de la CE, il a recommandé que le déficit budgétaire soit ramené en 2012 sous la barre des 3 p.c., si les conditions de croissance économique sont conformes à celles prévues dans les prévisions d'automne 2009 de la CE. Dans cette perspective, cette dernière a postulé qu'un ajustement budgétaire structurel de l'ordre de 0,75 p.c. du PIB

en moyenne par an devrait être opéré sur la période 2010-2012. Dans son avis de janvier 2010, la section « Besoins de financement des pouvoirs publics » du Conseil supérieur des finances s'est rallié à l'objectif d'éliminer le déficit public excessif en 2012 et a maintenu sa recommandation d'un retour à l'équilibre en 2015. Ces deux recommandations ont été suivies dans le programme de stabilité adopté par le gouvernement à la fin de janvier 2010.

Le déficit public atteint à l'issue de l'année sous revue a été d'un niveau qui n'avait plus été observé depuis le début des années 1990. Il a été toutefois d'une nature bien différente puisque si, en 1993, les administrations publiques avaient dégagé un surplus sur leurs opérations autres que les charges d'intérêts supérieur à 3 p.c. du PIB, ces opérations se sont clôturées par un déficit de plus de 2 p.c. en 2009.

## Recettes

Au cours de l'année sous revue, les recettes fiscales et parafiscales des administrations publiques ont reculé de près de 5 p.c., soit un repli supérieur à celui du PIB nominal. Leur part dans le PIB s'est dès lors fortement réduite, de 1,3 point de pourcentage, revenant à 42,4 p.c. Exprimées en pourcentage du PIB, seules les cotisations sociales ont enregistré une progression, à hauteur de 0,4 point de pourcentage, alors que les recettes fiscales se sont pratiquement toutes inscrites en baisse. L'incidence de la crise économique et financière s'est largement manifestée dans les recettes provenant de l'impôt des sociétés, du précompte mobilier et des droits d'enregistrement, qui se sont vivement contractées. Les recettes non fiscales et non parafiscales ont augmenté de 0,2 point de pourcentage, essentiellement sous l'effet des paiements effectués par des institutions financières dans le cadre des mécanismes de garantie offerts par les pouvoirs publics.

Les prélèvements sur les revenus du travail rapportés au PIB n'ont, quant à eux, que légèrement diminué. Cette quasi-stabilité masque toutefois une évolution différente des recettes de l'impôt des personnes physiques et de celles des cotisations sociales, les premières ayant baissé et les secondes ayant augmenté. L'accroissement sensible de la part des revenus du travail dans le PIB a certes exercé une incidence à la hausse dans les deux cas, mais cette dernière a été largement neutralisée, pour les recettes provenant de l'impôt des personnes physiques, par l'effet négatif des mesures structurelles et temporaires.

À l'instar des années précédentes, les mesures structurelles ont, en effet, contribué au tassement des recettes de l'impôt des personnes physiques, à hauteur de 0,4 point de

**TABLEAU 23** RECETTES DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES<sup>(1)</sup>  
(pourcentages du PIB)

	2005	2006	2007 <sup>(2)</sup>	2008 <sup>(2)</sup>	2009 e
Recettes fiscales et parafiscales .....	44,2	43,8	43,3	43,7	42,4
Prélèvements pesant essentiellement sur les revenus du travail	25,9	25,2	25,1	25,8	25,7
Impôts des personnes physiques <sup>(3)</sup> .....	11,9	11,4	11,2	11,6	11,1
Cotisations sociales <sup>(4)</sup> .....	13,9	13,8	13,9	14,2	14,6
Impôts sur les bénéficiaires des sociétés <sup>(5)</sup> .....	3,2	3,6	3,5	3,3	2,4
Prélèvements sur les autres revenus et sur le patrimoine <sup>(6)</sup> ...	3,8	3,8	3,8	3,8	3,5
Impôts sur les biens et les services .....	11,3	11,3	10,9	10,8	10,8
dont :					
TVA .....	6,9	7,0	7,0	6,9	6,8
Accises .....	2,4	2,2	2,2	2,1	2,1
Recettes non fiscales et non parafiscales <sup>(7)</sup> .....	5,2	4,9	4,9	5,1	5,2
Recettes totales .....	49,4	48,7	48,2	48,8	47,7

Sources: ICN, BNB.

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

(2) En 2007, la réforme du mode de paiement des pensions des anciens membres du personnel du Groupe SNCB a induit une hausse des recettes parafiscales de l'ordre de 0,05 point de pourcentage du PIB. En 2008, les cotisations sociales versées par les indépendants ont augmenté de 0,1 point de pourcentage du PIB à la suite de l'intégration des « petits risques » dans l'assurance-maladie obligatoire.

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

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

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

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

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

pourcentage du PIB au total. Au niveau fédéral, il s'est agi notamment de l'élargissement des formes de rémunération fiscalement intéressantes, comme les augmentations salariales d'un montant de 125 euros en 2009 décidées dans le cadre de l'accord interprofessionnel 2009-2010 (octroyées notamment sous la forme d'éco-chèques), qui a entraîné une perte de 113 millions d'euros en termes de recettes, ou encore les avantages non récurrents liés aux résultats introduits en 2008, qui ont atteint leur vitesse de croisière et ont dès lors amputé les rentrées fiscales de 60 millions. Par ailleurs, la déductibilité forfaitaire des frais professionnels a été majorée, ce qui s'est traduit par un manque à gagner de 85 millions. De plus, le relèvement, depuis le 1<sup>er</sup> juillet 2008, de la quotité exonérée d'impôts pour les bas et moyens revenus a lui aussi eu une influence négative, à concurrence de 150 millions. En outre, le système de déduction des charges hypothécaires pour habitation propre et les déductions d'impôts pour investissements économiseurs d'énergie dans le cadre de l'impôt des personnes physiques, qui ont été réformés et étendus les dernières années, ont engendré des surcoûts de respectivement 154 et 273 millions au cours de l'année sous revue. Au niveau régional, enfin, la réduction forfaitaire de l'impôt des personnes physiques que la Région flamande consentait depuis 2007, initialement limitée

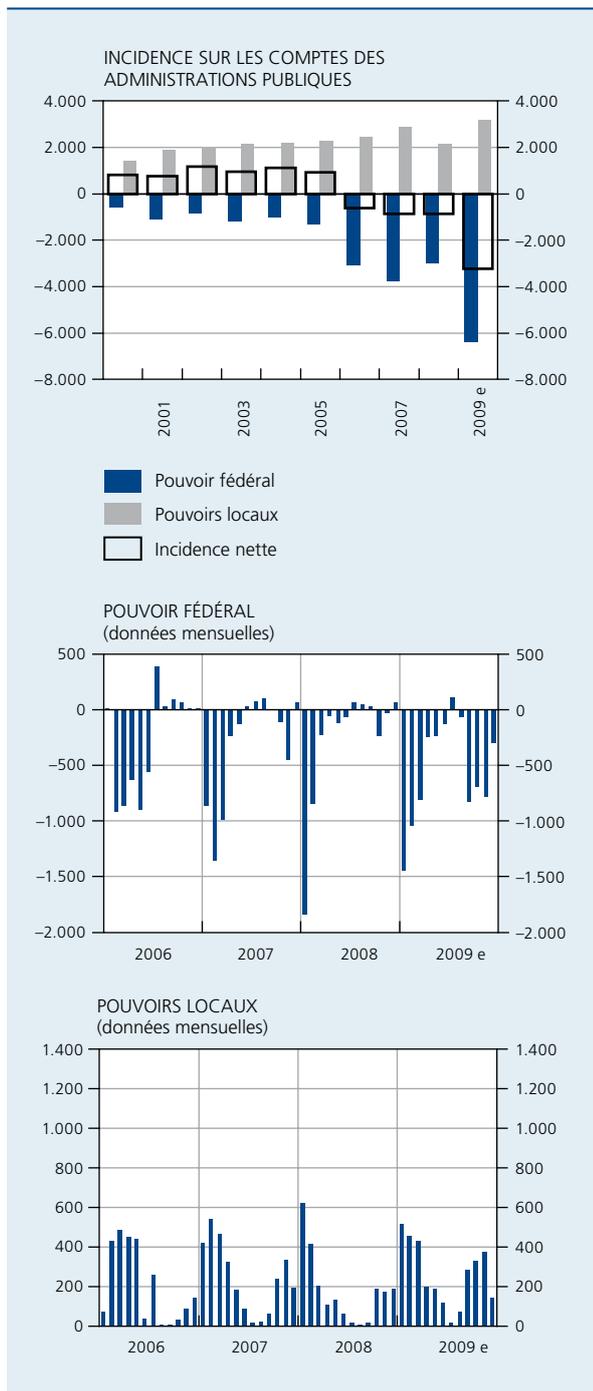
aux travailleurs à revenus modestes, a été généralisée à tous les habitants de cette région pour autant qu'ils aient perçu un revenu du travail, ce qui a davantage comprimé les recettes de l'impôt des personnes physiques, de 350 millions d'euros.

Les facteurs temporaires ont encore plus lourdement grevé les recettes de l'impôt des personnes physiques. L'impact de l'accélération de l'inflation enregistrée en 2008, qui avait gonflé les recettes du précompte professionnel d'environ 380 millions d'euros cette année-là, a en effet été annihilé par l'indexation annuelle des barèmes applicables pour le calcul du précompte professionnel prélevé en 2009. En outre, le gouvernement fédéral a accéléré les enrôlements à l'impôt des personnes physiques en fin d'année, avec pour conséquence un fort accroissement des remboursements d'impôts aux ménages, à hauteur de 0,4 point de pourcentage du PIB.

Les enrôlements à l'impôt des personnes physiques constituent le solde des recettes et des remboursements dont les administrations publiques doivent s'acquitter sur la base de l'extrait de rôle de la déclaration fiscale. Pour le pouvoir fédéral, il s'agit, en termes nets, de remboursements qui, depuis la mise en œuvre de la réforme

**GRAPHIQUE 74 ENRÔLEMENTS À L'IMPÔT DES PERSONNES PHYSIQUES<sup>(1)</sup>**

(millions d'euros)

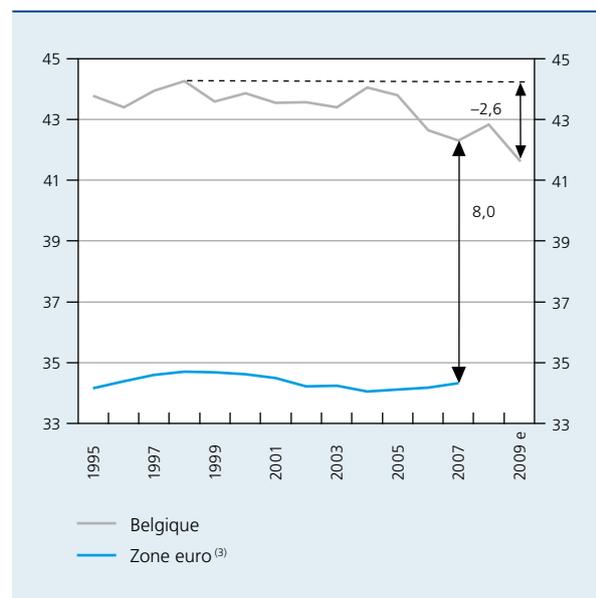


Sources : SPF Finances, BNB.

(1) Ce graphique est réalisé suivant la méthodologie du SEC 95, selon laquelle les recettes sont enregistrées au moment où l'avertissement-extrait de rôle est établi, c'est-à-dire en principe deux mois avant le paiement effectif. De ce fait, les recettes sur une base de caisse sont décalées de deux mois, et les recettes de janvier et de février sont affectées à l'année précédente.

2000 à 4,1 milliards pour l'exercice d'imposition 2008. Par ailleurs, les centimes additionnels à l'impôt des personnes physiques sont prélevés par les pouvoirs locaux conjointement aux enrôlements effectués par le pouvoir fédéral. Ils sont toujours positifs et, pour l'exercice d'imposition 2008, ils se sont élevés à environ 2,5 milliards. Les extraits de rôle d'un exercice d'imposition doivent être établis entre l'été de l'exercice en question et le mois de juin de l'année suivante au plus tard. Les dernières années, l'envoi des extraits de rôle a débuté au cours des derniers mois de l'année civile, comme le montrent les recettes perçues par les pouvoirs locaux, sans toutefois conduire à de substantiels remboursements au niveau fédéral pendant cette période, ceux-ci intervenant surtout durant les premiers mois de l'année suivant l'exercice d'imposition. Les changements dans la cadence ou la sélection des enrôlements sont susceptibles d'influencer considérablement l'évolution des recettes totales. Au cours de l'année sous revue, le rythme de l'envoi des extraits de rôle et des remboursements y afférents s'est sensiblement accéléré, notamment grâce au succès croissant de la déclaration électronique. La conséquence en a été que les recettes du pouvoir fédéral ont diminué de 0,8 point de pourcentage du PIB, tandis que celles des pouvoirs locaux ont augmenté de 0,4 point.

**GRAPHIQUE 75 PRÉLÈVEMENT IMPLICITE SUR LE TRAVAIL<sup>(1)(2)</sup>**  
(pourcentages des coûts salariaux)



Sources : CE, BNB.

(1) Calculé sur la base des comptes nationaux.

(2) Défini comme l'ensemble des prélèvements sur les revenus du travail versés aux administrations publiques, divisé par la masse salariale. Il est fait abstraction des diverses réductions du précompte professionnel qui, conformément à la méthodologie du SEC 95, sont considérées comme des subsides aux entreprises.

(3) Moyenne non pondérée.

fiscale décidée en 2001 ainsi que depuis l'instauration de nouvelles déductions fiscales ou leur adaptation, ont explosé, puisqu'ils sont passés de 600 millions d'euros en

**TABLEAU 24** PRINCIPALES MESURES FISCALES ET PARAFISCALES<sup>(1)</sup>

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

	2007	2008	2009
Mesures fiscales structurelles .....	-496	-527	-1.123
Pouvoir fédéral et sécurité sociale .....	-298	-402	-735
Impôts des personnes physiques .....	-335	-240	-835
Impôts des sociétés .....	-40	17	18
Impôts sur les biens et les services .....	78	-179	82
Communautés et régions .....	-187	-50	-350
Pouvoirs locaux .....	-11	-75	-38
Mesures parafiscales structurelles .....	-260	-243	-143
Cotisations patronales .....	-357	-167	-71
Cotisations personnelles .....	97	-76	-72
Mesures non récurrentes .....	-1.432	-95	-1.503
Abaissement de la TVA sur la construction de logements neufs .....	0	0	-300
Incidence des opérations de titrisation .....	-734	233	123
Enrôlements à l'impôt des personnes physiques .....	0	0	-1.326
Impôt à charge de la société de provisionnement nucléaire ..	0	250	0
Autres <sup>(2)</sup> .....	-698	-578	0
<b>Total</b> .....	<b>-2.188</b>	<b>-865</b>	<b>-2.770</b>
<i>p.m. Pourcentages du PIB</i> .....	<i>-0,7</i>	<i>-0,3</i>	<i>-0,8</i>
<i>Effet de l'indexation des barèmes</i>			
<i>du précompte professionnel</i> .....	<i>0</i>	<i>380</i>	<i>-380</i>

Sources: Documents budgétaires, BNB.

(1) Il s'agit généralement de l'incidence des mesures telle que présumée dans les documents budgétaires. Celle-ci peut différer de l'impact final. Il n'est pas tenu compte des mesures de lutte contre la fraude et en faveur d'une meilleure perception des prélèvements.

(2) En 2007, il s'est agi principalement de la disparition de l'effet, à hauteur de 900 millions d'euros en 2006, de l'accélération des enrôlements à l'impôt des sociétés. La même année, cette rubrique englobait également l'effet positif, à concurrence de 245 millions, de la possibilité offerte aux entreprises assujetties à l'impôt des sociétés de distribuer des réserves immunisées à un taux réduit, d'une part, et celui, à hauteur de 233 millions, de la modification du moment où sont payées les cotisations sociales sur le pécule de vacances dû au terme d'un contrat de travail, d'autre part. En 2008, elle a été affectée pour l'essentiel par la dissipation de l'incidence de ces deux dernières mesures non récurrentes de 2007.

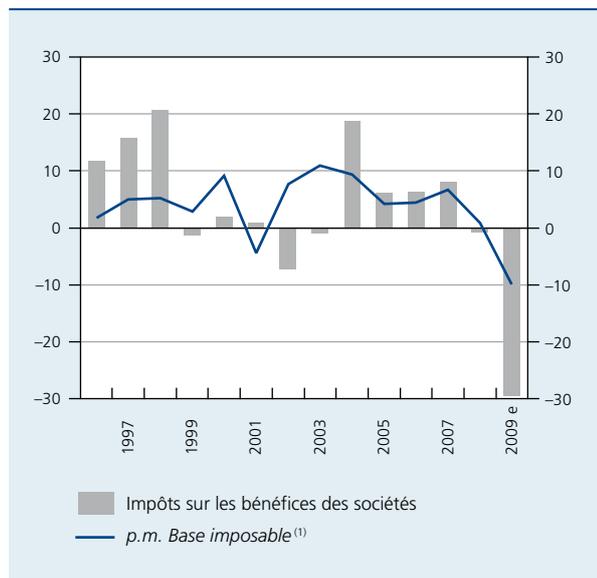
Sous l'effet de la progression de la part des salaires dans le PIB, les prélèvements parafiscaux sur les revenus du travail ont augmenté de 0,4 point de pourcentage du PIB. L'évolution des cotisations sociales a été freinée quelque peu par les modalités des augmentations conventionnelles de salaire hors indexation accordées dans le cadre de l'accord interprofessionnel pour la période 2009-2010. En effet, celles-ci pouvaient prendre la forme de chèques-repas ou d'éco-chèques, qui sont exonérés d'impôt et de cotisations sociales. Par ailleurs, l'abandon progressif de la cotisation de solidarité sur les pensions s'est poursuivi.

Compte tenu de ces développements, le taux de prélèvement implicite sur le travail – c'est-à-dire les prélèvements fiscaux et parafiscaux en pourcentage de la masse salariale, tels que calculés sur la base des comptes nationaux – a reculé de 1,1 point de pourcentage. Ce repli est toutefois imputable à hauteur de 0,7 point à l'accélération du rythme des enrôlements à l'impôt des personnes

physiques. Les dernières statistiques disponibles de la CE font apparaître que le prélèvement implicite sur le travail en Belgique, même s'il s'est inscrit en baisse depuis 1999, dépassait encore de 8 points de pourcentage la moyenne de la zone euro en 2007.

Les impôts sur les bénéfices des sociétés ont fortement baissé, à savoir de 0,9 point de pourcentage, revenant à 2,4 p.c. du PIB. Cette catégorie de recettes a subi de plein fouet l'impact de la crise financière et économique au cours de l'année sous revue. En termes nominaux, le précompte mobilier et les versements anticipés des sociétés ont diminué de près d'un tiers par rapport à l'année précédente. Dans le passé, on avait déjà constaté que l'évolution des prélèvements sur les bénéfices des sociétés était plus volatile que celle de la base macroéconomique de référence. L'introduction, en 2006, de la déduction fiscale pour capital à risque (intérêts notionnels) a probablement encore renforcé la volatilité liée au cycle

**GRAPHIQUE 76 RECETTES DE L'IMPÔT DES SOCIÉTÉS**  
(pourcentages de variation par rapport à l'année précédente)



Sources : ICN, BNB.

(1) Définie par approximation selon l'approche macroéconomique comme le résultat brut d'exploitation, augmenté des intérêts nets perçus.

conjuncturel. En effet, étant donné que cette déduction fiscale est fonction d'un taux d'intérêt passé et du niveau des capitaux propres, son montant n'a pas été immédiatement affecté par la récession économique et est donc resté assez stable durant l'année sous revue, de sorte que son poids s'est sensiblement élevé par rapport à des bénéfices imposables en chute libre.

Les prélèvements sur les autres revenus et sur le patrimoine ont considérablement diminué au cours de l'année sous

revue. Ce sont principalement les droits d'enregistrement et le précompte mobilier payé par les particuliers qui se sont inscrits en baisse, de respectivement 17 et 23 p.c.

Les impôts sur les biens et services, exprimés en pourcentage du PIB, sont demeurés stables. Dans le cadre du plan de relance économique adopté par les pouvoirs publics belges en réponse à la crise économique et financière, il a été décidé de ramener temporairement et dans certaines limites le taux de TVA à 6 p.c. pour la construction de logements neufs et celle de logements sociaux, ce qui a comprimé les recettes à hauteur de 300 millions d'euros. En revanche, la réintroduction du système de cliquet sur le diesel et sur l'essence a exercé une incidence positive limitée sur les recettes. Enfin, il convient de souligner que, tout comme en 2008, un versement de 250 millions d'euros a été enregistré de la part de la société de provisionnement nucléaire au cours de l'année sous revue.

Si les recettes dont les différents sous-secteurs des administrations publiques disposent après prise en compte des transferts qu'ils effectuent entre eux constituent une indication précise des ressources que chacun d'eux peut affecter à ses politiques propres, elles ne sont toutefois pas représentatives de leurs compétences fiscales respectives. Le champ couvert par ces dernières se mesure en effet mieux à l'aune des recettes que chaque niveau de pouvoir perçoit à l'exclusion de l'incidence de ces transferts.

Ainsi, le pouvoir fédéral dispose de compétences fiscales étendues au regard des recettes publiques belges totales, dans la mesure où la TVA, l'impôt des sociétés et la plus grande partie de l'impôt des personnes physiques sont de sa compétence. Durant l'année sous revue, ses recettes se sont fortement contractées, à hauteur de 1,8 point de pourcentage du PIB, revenant à 25,4 p.c. du PIB. Les

**TABLEAU 25 RECETTES PUBLIQUES PAR SOUS-SECTEUR DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES**  
(pourcentages du PIB)

	Avant transferts entre sous-secteurs			Après transferts entre sous-secteurs		
	2007	2008	2009 e	2007	2008	2009 e
Entité I .....	40,3	41,2	39,8	29,8	30,4	28,9
Pouvoir fédéral .....	26,6	27,1	25,4	10,6	10,3	8,3
Sécurité sociale .....	13,7	14,1	14,5	19,2	20,1	20,6
Entité II .....	7,9	7,6	7,8	18,3	18,4	18,8
Communautés et régions .....	4,4	4,4	4,3	11,8	11,7	11,8
Pouvoirs locaux .....	3,4	3,2	3,6	6,6	6,7	7,0

Sources : ICN, BNB.

ressources relevant de la compétence des communautés et régions ont elles aussi reflué, de 0,1 point de pourcentage du PIB. Par contre, les recettes de la sécurité sociale et des pouvoirs locaux se sont inscrites en hausse. Les cotisations sociales ont augmenté sous l'effet de l'accroissement de la part des revenus du travail dans le PIB, tandis que les recettes des pouvoirs locaux ont essentiellement progressé à la suite de l'accélération des enrôlements à l'impôt des personnes physiques. Une fois corrigées des transferts aux autres niveaux de pouvoir, les recettes dont dispose le pouvoir fédéral ont encore été davantage écorchées durant l'année sous revue, leur repli s'établissant à environ 2 points de pourcentage du PIB. La hausse des transferts effectués par l'entité fédérale aux autres niveaux de pouvoir a été la plus nette à l'égard des communautés et régions, du fait de l'évolution des dépenses de pensions en faveur des fonctionnaires anciennement occupés par ces niveaux de pouvoir. Elle a aussi contribué à renforcer la progression des rentrées de la sécurité sociale.

### Dépenses primaires

Les dépenses primaires des administrations publiques, c'est-à-dire leurs dépenses à l'exclusion des charges d'intérêts, ont accusé une augmentation prononcée par rapport à 2008, passant de 46,2 à 50 p.c. du PIB. Du fait qu'elles sont exprimées en pourcentage du PIB, l'évolution particulièrement défavorable du PIB en valeur a contribué substantiellement à cette dégradation en 2009. Ainsi, si le PIB s'était accru en termes nominaux au même rythme

que depuis le début des années 2000, l'alourdissement du ratio des dépenses primaires publiques au PIB aurait été de 0,9 point de pourcentage. Il n'en reste pas moins qu'il s'explique aussi par l'expansion particulièrement vive en termes réels des dépenses primaires, à hauteur de 6 p.c.

Ce rythme de progression ne donne toutefois pas une image fidèle de la tendance fondamentale de la politique de dépenses poursuivie par les pouvoirs publics. Pour pouvoir la dégager, il faut, en effet, en éliminer toute une série d'éléments qui ne sont pas de nature structurelle. Parmi ces éléments figurent des facteurs temporaires, des opérations gonflant à la fois les recettes et les dépenses tout en étant neutres sur le plan budgétaire, l'incidence de la conjoncture sur les dépenses et, enfin, les écarts constatés entre l'évolution de l'inflation et l'impact sur les salaires ou prestations sociales de l'indexation sur les prix à la consommation.

En 2009, les facteurs temporaires ou budgétairement neutres ont contribué à la croissance du volume des dépenses primaires à concurrence de 0,8 point de pourcentage. La source la plus importante de gonflement ponctuel durant l'année sous revue a été le remboursement, sur décisions de justice, de certaines taxes indûment perçues dans le passé sur des sociétés touchant des dividendes de filiales étrangères, d'une part, et sur les chômeurs mariés, d'autre part.

Le rythme d'accroissement des dépenses primaires est, en outre, soumis aux variations conjoncturelles par le biais de l'évolution des allocations liées au chômage qui suit le

**TABLEAU 26** DÉPENSES PRIMAIRES DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES  
(déflatées par l'IPCH, pourcentages de variation par rapport à l'année précédente, sauf mention contraire)

	2005	2006	2007	2008	2009 e	Moyenne 1998-2009 e
Niveau observé <sup>(1)</sup> .....	47,9	44,6	44,5	46,2	50,0	44,9
Croissance réelle observée .....	8,9	-4,5	3,3	2,2	6,1	2,9
Influence des facteurs non récurrents ou budgétairement neutres <sup>(2)</sup> .....	6,9	-5,8	1,2	-0,3	0,8	0,2
Influence des facteurs conjoncturels <sup>(2)</sup> .....	0,0	-0,1	-0,4	-0,2	0,2	0,0
Effet de l'indexation <sup>(2)(3)</sup> .....	-0,1	-0,5	-0,2	-0,4	1,5	0,0
Croissance réelle corrigée de l'influence des facteurs conjoncturels, non récurrents ou budgétairement neutres, et des effets de l'indexation .....	2,3	1,9	2,7	3,1	3,5	2,7

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.

cycle économique avec un certain retard. Ainsi, le ralentissement progressif de l'activité économique observé dès la fin de 2007, accentué depuis lors par la récession, a eu pour effet de gonfler en 2009 les dépenses en matière de chômage de 18,6 p.c. en termes réels. De la sorte, la conjoncture a concouru à la hausse des dépenses primaires à hauteur de 0,2 point de pourcentage.

Les mécanismes d'indexation des prestations sociales et des rémunérations de la fonction publique constituent un troisième facteur exogène qui influence l'évolution réelle des dépenses primaires. Ainsi, les allocations sociales et les salaires, qui représentent plus de 60 p.c. de ces dépenses, sont liés à l'évolution de l'indice-santé des prix à la consommation. En 2009, celui-ci a progressé en moyenne de 0,6 p.c., alors que l'IPCH, qui est utilisé pour déflater les dépenses, est demeuré stable. En outre, compte tenu notamment des systèmes de lissage et de seuils pivot caractérisant les mécanismes d'indexation susvisés, l'accélération de l'inflation jusqu'à l'été 2008 ne s'est répercutée qu'avec retard sur l'indexation, et donc encore en partie au cours de l'année sous revue. Au total, le mode d'indexation a dès lors amplifié la hausse des dépenses primaires en termes réels à concurrence de 1,5 point de pourcentage.

Corrigées de l'impact de ces différents éléments, les dépenses primaires se sont accrues de 3,5 p.c. en termes réels en 2009, soit un rythme bien supérieur à leur progression moyenne depuis 1998 et à la croissance tendancielle du PIB.

Les dépenses primaires corrigées du pouvoir fédéral ont augmenté en 2009 de 1,9 p.c. en termes réels, contre plus de 4 p.c. les deux années précédentes. Ce ralentissement

reflète l'atténuation du rythme d'accroissement de la plupart des catégories de dépenses. Toutefois, diverses mesures ont encore grevé les dépenses en 2009. Les réductions du précompte professionnel – qui sont enregistrées comme des subsides aux entreprises conformément au SEC 95 – ont progressé à un rythme comparable à celui des années précédentes, leur contribution à la hausse des dépenses s'élevant à 1,4 point de pourcentage. Pour la deuxième année consécutive, les reports de paiements au titre des achats courants de biens et services sont restés limités à la fin de l'année – contrairement à ce qui se produit traditionnellement –, une mesure saine, surtout dans le contexte de relance de l'économie. Les paiements des transferts courants aux ménages et, dans une moindre mesure, ceux des transferts courants versés au reste du monde – qui recouvrent la coopération internationale et une partie du financement du budget européen – ont de nouveau enflé plus rapidement que le PIB tendanciel.

La croissance en volume des dépenses corrigées de la sécurité sociale s'est fortement intensifiée en 2009, pour atteindre 5,6 p.c., un niveau particulièrement élevé. Cette évolution découle d'une accélération des débours au titre de toutes les grandes catégories de dépenses sociales. La contribution des dépenses de soins de santé a été la plus importante, leur hausse s'élevant en termes réels à quelque 7,2 p.c., soit l'un des taux de progression les plus élevés de ces dernières années. De par leur ampleur – plus du tiers du total des prestations sociales de la sécurité sociale – et leurs mouvements erratiques, ces dépenses exercent, en effet, généralement une influence déterminante sur l'évolution des décaissements de la sécurité sociale. La forte augmentation des dépenses de soins de santé en 2009 s'explique toutefois partiellement par quelques facteurs spécifiques, tels que l'effet décalé

**TABLEAU 27** DÉPENSES PRIMAIRES CORRIGÉES PAR SOUS-SECTEUR DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES <sup>(1)(2)</sup>  
(déflatées par l'IPCH, pourcentages de variation par rapport à l'année précédente)

	2005	2006	2007	2008	2009 e	Moyenne 1998-2009 e
Entité I .....	2,1	1,6	3,7	3,8	4,4	2,8
Pouvoir fédéral .....	2,7	2,0	4,4	4,2	1,9	2,3
Sécurité sociale .....	1,7	1,5	3,4	3,6	5,6	2,9
Entité II .....	2,6	2,4	0,8	1,9	1,9	2,7
Communautés et régions .....	-0,2	2,7	1,6	2,5	1,3	2,5
Pouvoirs locaux .....	6,9	1,9	-0,3	1,1	2,9	2,9
Ensemble des administrations publiques .....	2,3	1,9	2,7	3,1	3,5	2,7

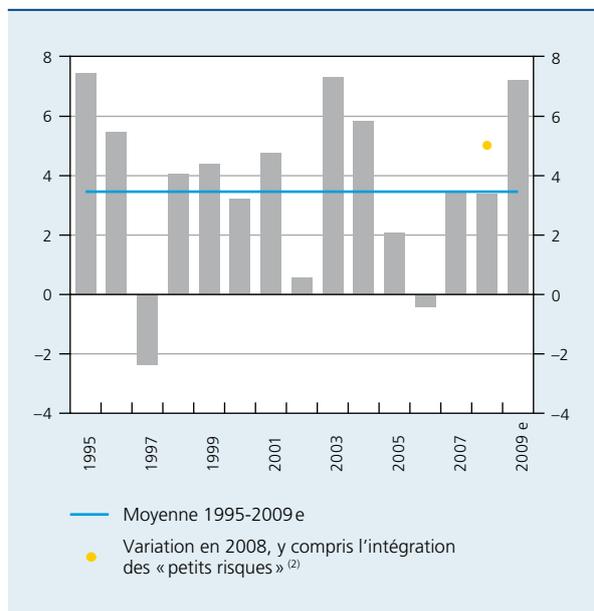
Sources: DGSIE, ICN, BNB.

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

(2) Croissance réelle corrigée de l'influence des facteurs conjoncturels, non récurrents ou budgétairement neutres, et des effets de l'indexation.

**GRAPHIQUE 77 DÉPENSES PUBLIQUES DE SOINS DE SANTÉ<sup>(1)</sup>**

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



Sources : ICN, BNB.

- (1) Dépenses publiques de soins de santé, à l'exclusion des indemnités de maladie et d'invalidité, des indemnités aux handicapés, des transferts vers les institutions chargées des soins aux handicapés, ainsi que des dépenses d'assurance-dépendance.
- (2) 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.

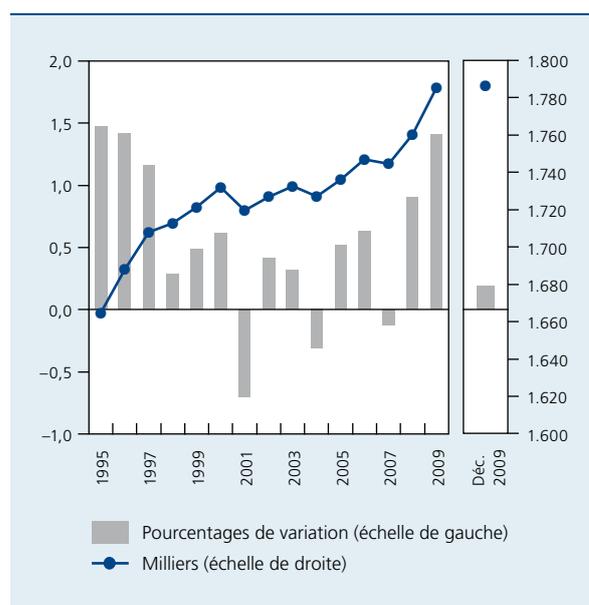
de l'inflation sur une série de dépenses parmi lesquelles les honoraires des praticiens. Néanmoins, même si l'on fait abstraction de ces facteurs pour lesquels on ne dispose pas d'informations suffisamment précises pour en corriger l'évolution aux fins de l'analyse, cette catégorie de prestations a crû à un rythme nettement supérieur à sa tendance de long terme, l'effet de ces facteurs n'expliquant que tout au plus 2,5 points de pourcentage de la progression de 2009.

La hausse des dépenses en matière de pensions, qui avait déjà été soutenue en 2008, s'est encore amplifiée. D'une part, l'augmentation du nombre de pensionnés a continué de s'accroître, en conséquence des évolutions démographiques générales, et en particulier de la progression du nombre des naissances qui a fait suite à la Seconde Guerre mondiale. Néanmoins, ce mouvement a découlé principalement de l'évolution du nombre de pensionnés dans le cours de l'année précédente puisque, au contraire, un effet de freinage s'est exercé durant l'année sous revue du fait du relèvement de soixante-quatre à soixante-cinq ans de l'âge légal du départ à la retraite pour les femmes, à partir du 1<sup>er</sup> janvier 2009. D'autre part, les pouvoirs publics ont à nouveau pris une série de

mesures de correction sociale, qui ont bénéficié à certains allocataires de pensions, pour un total de quelque 350 millions d'euros, principalement au titre d'adaptations au bien-être, en vue de contrer la régression tendancielle de la prospérité relative des pensionnés plus âgés, et au titre de relèvements de certains minima.

Même corrigées des effets de la conjoncture et des mesures temporaires prises afin de limiter quelque peu les retombées de la crise, les dépenses en matière de chômage ont elles aussi contribué à l'accélération des dépenses de la sécurité sociale. Des mesures visant à relever les minima et les allocations en début de période chômée ont notamment participé à cette hausse. De nouvelles corrections sociales entrées en application en 2008 ou en 2009 ont également concouru à la croissance soutenue d'autres catégories de dépenses, telles que les allocations familiales ou les indemnités d'incapacité de travail, pour un total de quelque 150 millions d'euros.

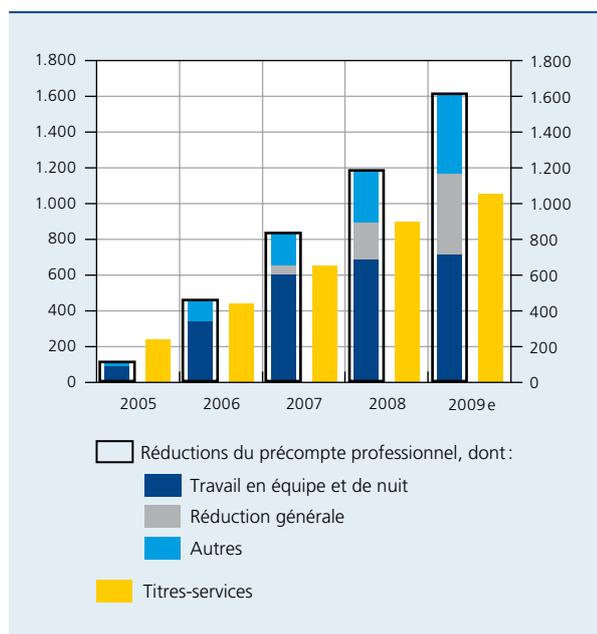
Enfin, les subsides versés par la sécurité sociale aux entreprises ont, à l'instar des années précédentes, largement augmenté, principalement en conséquence de la réduction générale du précompte professionnel et des dépenses liées aux titres-services. L'enveloppe totale qui est destinée à ces derniers a enflé de près de 200 millions d'euros, à plus de 1 milliard. Ce montant ne tient pas compte des déductions fiscales dont bénéficient, en outre, les utilisateurs de ces titres.

**GRAPHIQUE 78 BÉNÉFICIAIRES DE PENSIONS DU SECTEUR PRIVÉ**(données au 1<sup>er</sup> janvier, sauf mention contraire)

Sources : ONP, BNB.

La hausse du volume des dépenses primaires corrigées des communautés et régions s'est, par contre, amenuee en 2009, se limitant à 1,3 p.c. Cette décélération résulte d'un retour à une croissance modérée de plusieurs catégories de dépenses, telles que les prestations sociales et les subsides versés aux ISBL, qui avaient fortement progressé en 2008.

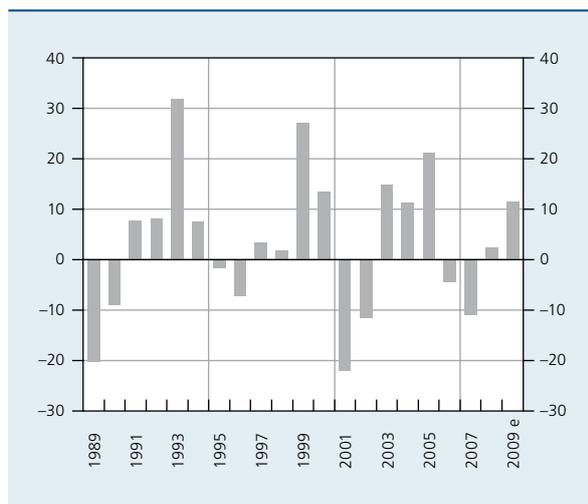
**GRAPHIQUE 79** SUBSIDES AUX ENTREPRISES: TITRES-SERVICES ET RÉDUCTIONS DU PRÉCOMPTE PROFESSIONNEL (millions d'euros)



Sources : Documents budgétaires, ICN, BNB.

**GRAPHIQUE 80** INFLUENCE DU CYCLE ÉLECTORAL SUR LA FORMATION BRUTE DE CAPITAL FIXE DES ADMINISTRATIONS LOCALES <sup>(1)(2)</sup>

(pourcentages de variation en volume par rapport à l'année précédente, hors ventes d'actifs immobiliers)



Sources : ICN, BNB.

- (1) Les lignes grises verticales indiquent le terme des législatures communales.
- (2) Données déflatées par les prix de la formation brute de capital fixe de l'ensemble des administrations publiques.

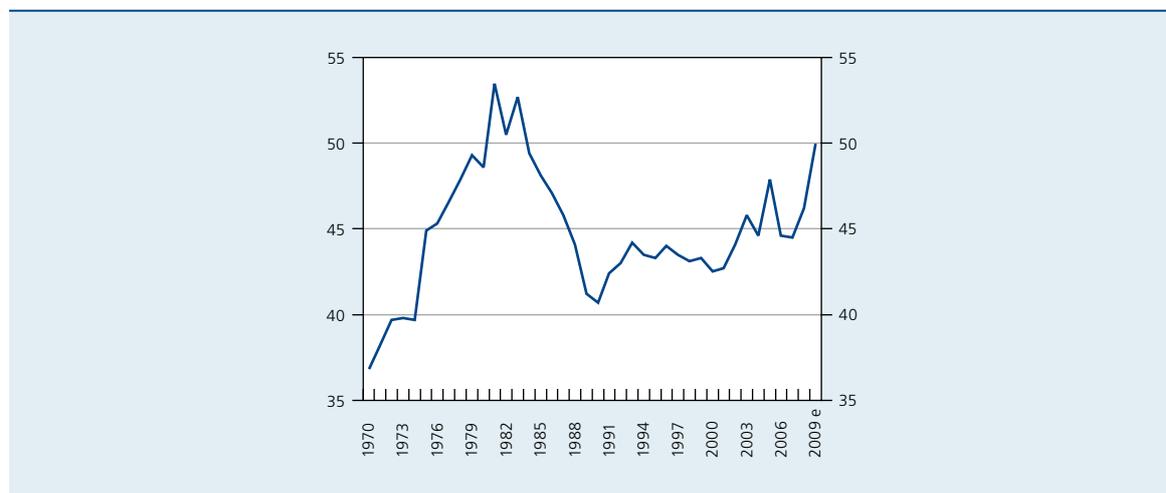
L'évolution des dépenses primaires corrigées des pouvoirs locaux relève, quant à elle, largement de l'influence qu'exerce le cycle électoral sur leurs investissements. Ainsi, ceux-ci ont généralement tendance à renouer avec un rythme d'expansion élevé la troisième année qui suit les élections communales – les dernières s'étant tenues en 2006 –, après avoir diminué les deux années qui suivent ces scrutins. Ces changements de rythme se sont reflétés dans le total des dépenses primaires locales, qui ont augmenté de 2,9 p.c. en 2009.

## Encadré 12 – Évolution des dépenses primaires des administrations publiques en Belgique

De l'examen de l'évolution des dépenses primaires – c'est-à-dire les dépenses à l'exclusion des charges d'intérêts – de l'ensemble des administrations publiques au cours des quarante dernières années, il ressort que les périodes expansionnistes et restrictives se sont succédé. Du début des années 1970 jusqu'à celui des années 1980, la croissance des dépenses primaires avait été particulièrement vive, progressant de 36,8 p.c. du PIB en 1970 à 53,5 p.c. en 1981. Un gros effort de consolidation avait alors permis de réduire le ratio des dépenses primaires au PIB, celui-ci revenant à 40,7 p.c. en 1990. Ce ratio avait remonté jusqu'à quelque 44 p.c. en 1993, pour ensuite s'éroder légèrement pendant le reste de la décennie. Enfin, durant les années 2000, la part des dépenses primaires dans le PIB a renoué avec une croissance relativement soutenue, ces dépenses passant de 42,5 p.c. du PIB en 2000 à 50 p.c. en 2009. Elles ont ainsi atteint leur plus haut niveau depuis le début des années 1980.

## DÉPENSES PRIMAIRES DE L'ENSEMBLE DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES

(pourcentages du PIB)



Sources: ICN, BNB.

Ces mouvements sont toutefois affectés, d'une part, par les variations du PIB, d'autre part, par un ensemble de facteurs qui brouillent la tendance fondamentale des dépenses primaires, tel qu'expliqué dans le corps du texte. Néanmoins, même si l'on neutralise l'incidence au dénominateur de la diminution du PIB en 2009, en supposant que celui-ci se serait accru au rythme observé depuis le début des années 2000, et celle au numérateur des facteurs conjoncturels, non récurrents ou budgétairement neutres, on constate que le ratio des dépenses primaires a fortement augmenté, durant la dernière décennie, de 3,6 points de pourcentage du PIB.

Les subsides versés aux entreprises ont constitué le plus puissant accélérateur des dépenses primaires. Leur hausse a principalement résulté, d'une part, des mesures de réduction du précompte professionnel – qui sont enregistrées comme des subsides aux entreprises, conformément au SEC 95 –, d'autre part, du succès du système des titres-services, introduit en 2003, qui a plombé les dépenses primaires des administrations publiques à hauteur de 0,3 point de pourcentage du PIB.

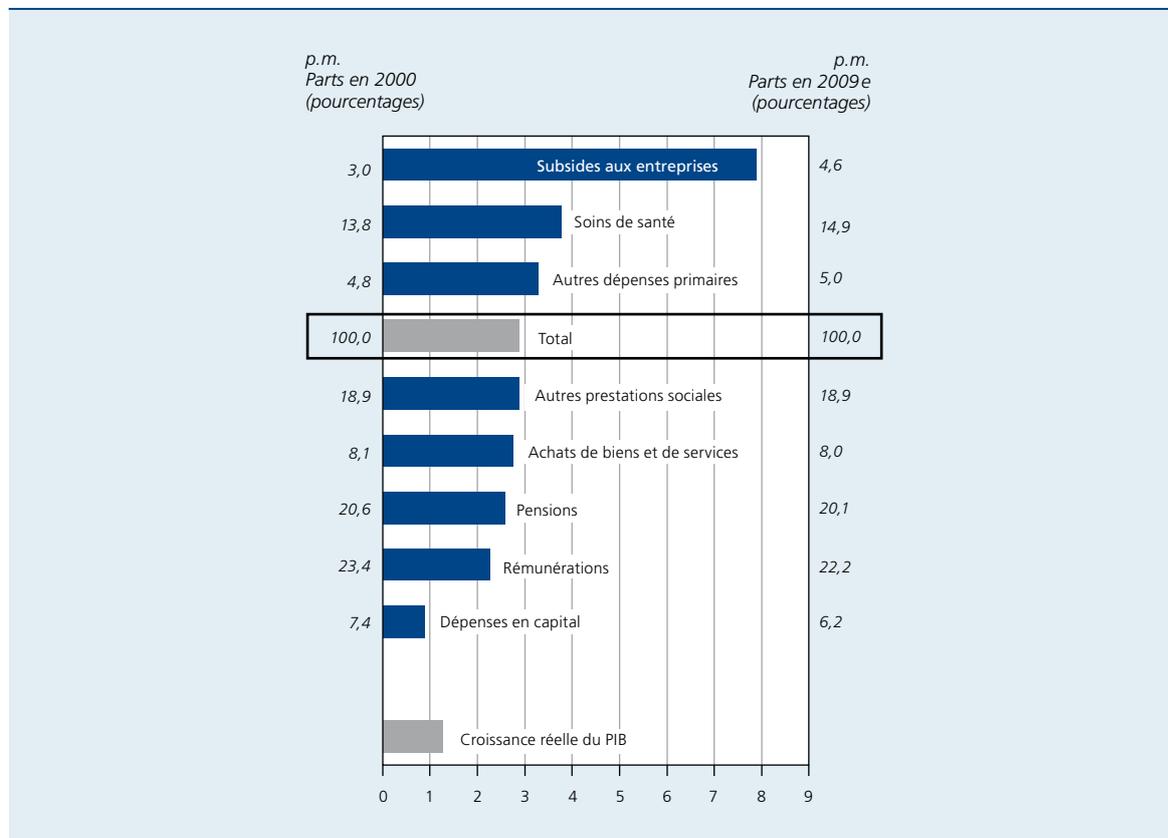
De 2001 à 2009, les prestations sociales, qui représentent la moitié des dépenses primaires, ont aussi largement contribué à la progression de celles-ci. Les mesures de correction sociale ont, à elles seules, concouru à l'augmentation des dépenses à hauteur de 0,9 point de pourcentage du PIB. Elles ont notamment affecté les pensions, qui ont également subi les premiers assauts du vieillissement de la population, principalement les deux dernières années. De la sorte, les dépenses de pensions exprimées en termes réels ont gonflé à un rythme moyen de 2,6 p.c. l'an de 2001 à 2009. Les dépenses de soins de santé ont, quant à elles, progressé très vivement, à un rythme annuel de 3,8 p.c. À noter que parmi les autres prestations sociales, les indemnités d'invalidité se sont, elles aussi, accrues largement.

Les rémunérations, qui représentent près du quart des dépenses primaires, ont augmenté moins rapidement que l'ensemble de celles-ci, en moyenne de 2,3 p.c. par an de 2001 à 2009. Cette hausse s'explique en partie par l'accroissement de l'emploi public, qui a atteint 1,3 p.c. en moyenne annuelle. La part des achats courants de biens et de services dans les dépenses primaires est, quant à elle, restée stable, leur croissance étant pratiquement aussi vive que celle de ces dernières, à 2,7 p.c. en moyenne par an.



## PRINCIPALES CATÉGORIES DE DÉPENSES PRIMAIRES DE L'ENSEMBLE DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES <sup>(1)</sup>

(pourcentages de variation annuelle moyenne de 2001 à 2009, à prix constants <sup>(2)</sup>, sauf mention contraire)



Sources: ICN, BNB.

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

(2) Déflatées par l'IPCH.

Les autres dépenses primaires courantes se sont accrues en moyenne de 3,3 p.c. l'an, notamment à la suite de la hausse des transferts courants aux ISBL et au budget de l'UE.

Exprimées en pourcentage du PIB, les dépenses en capital ont légèrement diminué, si bien que la totalité de l'augmentation des dépenses primaires a trouvé sa source dans les dépenses courantes.

L'examen de l'évolution des dépenses primaires par niveau de pouvoir ne peut s'effectuer, pour avoir du sens, que depuis que la réforme de l'État de 1988-1989 a été mise en œuvre, puisque c'est celle-ci qui a conféré aux communautés et régions la place importante qu'elles ont de nos jours dans les finances publiques. Les effets de cette réforme ont atteint leur régime de croisière au début des années 1990, de sorte que l'on considère dans les lignes qui suivent la croissance des dépenses primaires par sous-secteur des administrations publiques pendant la période 1992-2009. Afin de cerner des inflexions dans la politique de dépenses des divers sous-secteurs, cette période est elle-même scindée en trois sous-périodes, de six années chacune, pour neutraliser l'effet du cycle électoral des pouvoirs locaux. Il en ressort que les évolutions ont été assez différentes d'un sous-secteur à l'autre. En effet, la croissance des dépenses primaires corrigées de l'Entité I était nettement plus basse que celle du PIB tendanciel pendant la sous-période qui a précédé l'introduction de l'euro, et elle s'est accélérée depuis lors, tant pour le pouvoir fédéral que pour la sécurité sociale. Par contre, l'Entité II, qui comprend, outre les communautés



**DÉPENSES PRIMAIRES CORRIGÉES DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES ET DE LEURS SOUS-SECTEURS <sup>(1)(2)</sup>**

(déflatées par l'IPCH, pourcentages de variation annuelle moyenne)

	1992-1997	1998-2003	2004-2009 e	1992-2009 e
Ensemble des administrations publiques .....	2,1	2,6	2,8	2,5
Entité I .....	1,4	2,5	3,2	2,4
Pouvoir fédéral .....	1,2	1,9	3,2	2,1
Sécurité sociale .....	1,5	2,7	3,1	2,5
Entité II .....	3,4	2,8	2,2	2,8
Communautés et régions .....	3,4	2,3	2,4	2,7
Pouvoirs locaux .....	3,4	3,6	2,0	3,0

Sources : ICN, BNB.

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

(2) Croissance réelle corrigée de l'influence des facteurs conjoncturels, non récurrents ou budgétairement neutres, et des effets de l'indexation.

et régions, les pouvoirs locaux, a graduellement réduit la croissance de ses dépenses, qui ont néanmoins encore augmenté un peu plus rapidement que le PIB tendanciel au cours de la sous-période la plus récente. Cette décélération s'est marquée davantage pour les administrations locales que pour les entités fédérées.

### Charges d'intérêts des administrations publiques

Après avoir atteint un sommet de 11,6 p.c. du PIB en 1990, les charges d'intérêts de l'ensemble des administrations publiques ont systématiquement reflué, revenant à 3,7 p.c. du PIB au cours de l'année sous revue. Cette forte diminution est, dans une large mesure, imputable à la contraction continue du taux d'intérêt implicite de la dette publique. Celui-ci a pu être réduit en refinançant à un taux de marché plus faible des emprunts qui arrivaient à échéance ou qui, parfois, étaient remboursés anticipativement. Par ailleurs, le recul du taux d'endettement a aussi exercé une incidence positive.

Ces dernières années, le rythme de baisse des charges d'intérêts s'est considérablement ralenti. Leur décreue en 2009, qui s'est limitée à 0,1 point de pourcentage du PIB, s'explique exclusivement par l'évolution très favorable du taux d'intérêt implicite, le taux d'endettement des administrations publiques ayant augmenté sensiblement sous l'effet, d'une part, de l'aggravation du déficit budgétaire, d'autre part, des injections de capitaux dans plusieurs institutions financières auxquelles les pouvoirs publics avaient procédé au dernier trimestre de 2008.

Le taux d'intérêt implicite sur la dette à court terme a diminué environ de moitié durant l'année sous revue.

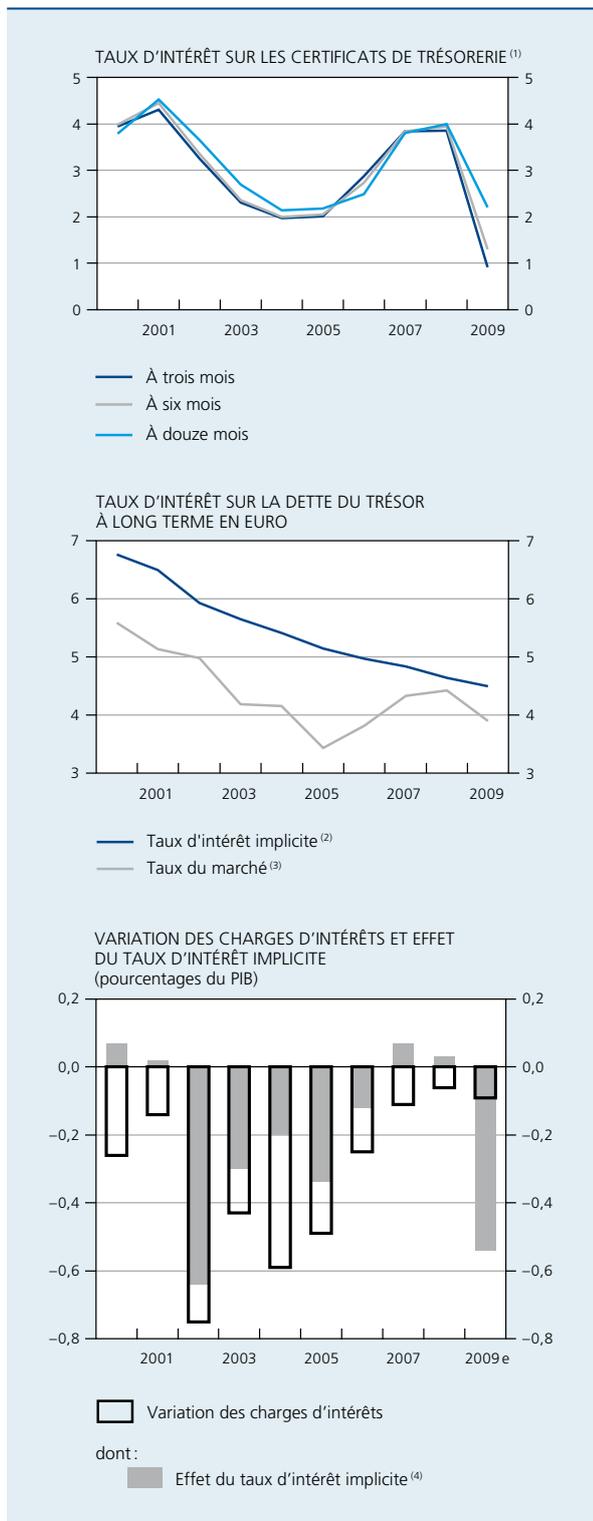
En effet, l'Eurosystème a fortement abaissé le taux de ses opérations principales de refinancement en réaction à la crise économique et financière, entraînant une vive contraction du taux d'intérêt sur les certificats de trésorerie. Ainsi, le taux d'intérêt implicite sur les certificats à douze mois est revenu de 4 p.c. en 2008 à 2,2 p.c. en 2009. Le taux d'intérêt implicite sur la dette à long terme s'est lui aussi inscrit en baisse au cours de l'année sous revue, pour s'établir à 4,5 p.c., c'est-à-dire un peu plus d'un demi-point de pourcentage de plus que le taux d'intérêt des emprunts publics à dix ans nouvellement émis. Dans une perspective historique, le taux d'intérêt implicite sur la dette à long terme et le taux d'intérêt du marché sur les titres publics à long terme sont assez proches l'un de l'autre, à un bas niveau. Un nouveau recul sensible du taux d'intérêt implicite sur la dette publique au cours des années à venir est dès lors peu vraisemblable.

### Solde de financement des sous-secteurs des administrations publiques

L'évolution du solde budgétaire de l'ensemble des administrations publiques résulte d'une dégradation, d'ampleur différente, des comptes de chacun des sous-secteurs qui le composent. Tant l'Entité I, qui comprend le pouvoir

**GRAPHIQUE 81 DÉCOMPOSITION DE LA VARIATION DES CHARGES D'INTÉRÊTS**

(pourcentages, sauf mention contraire)



Sources: ICN, SPF Finances, BNB.

(1) Taux moyen implicite sur les certificats de trésorerie.

(2) Rapport entre les charges d'intérêts (y compris les primes d'émission) et l'encours mensuel moyen de la dette.

(3) Taux d'intérêt moyen des emprunts publics à dix ans.

(4) Rapport entre les charges d'intérêts de l'année en cours et l'endettement à la fin de l'année précédente.

fédéral et la sécurité sociale, que l'Entité II, qui regroupe les communautés et régions ainsi que les pouvoirs locaux, ont affiché une importante détérioration de leur solde de financement au cours de l'année sous revue.

Le déficit du pouvoir fédéral s'est creusé à 4,3 p.c. du PIB. Son solde primaire s'est fortement détérioré, passant pour la première fois depuis 1987 d'une situation de surplus à un déficit, de près de 1 p.c. du PIB. Cette évolution découle à la fois de la décreue substantielle des recettes et de la croissance soutenue des dépenses primaires en pourcentage du PIB. Pour leur part, les charges d'intérêts fédérales ont très légèrement reflué.

La sécurité sociale a enregistré un déficit historique de 0,8 p.c. du PIB, sous l'effet de la vive expansion des dépenses, qui n'a pu être que partiellement financée par la hausse des recettes. Les cotisations sociales ont progressé plus sensiblement que le PIB, en raison de la part accrue des salaires dans ce dernier. Par ailleurs, exprimé en pourcentage du PIB, le « financement alternatif » – qui est fondé sur un partage des recettes fiscales perçues par le Trésor avec la sécurité sociale – a augmenté. La hausse soutenue des débours est principalement due à l'accroissement des dépenses de santé et de pensions, ainsi qu'à celui des allocations de chômage à la suite de la crise économique.

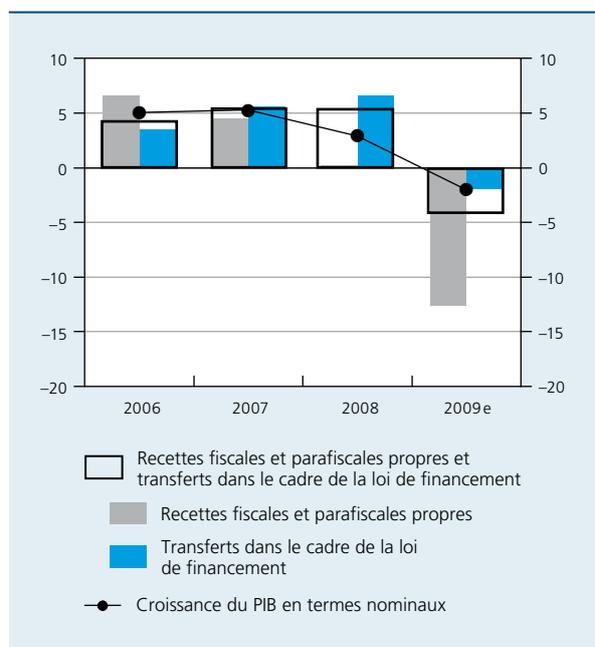
Les communautés et régions ont clôturé l'année sous revue par un mali de 0,7 p.c. du PIB, un niveau qui n'avait plus été observé depuis le milieu des années 1990. Bien que les dépenses de ce sous-secteur aient affiché une progression très modérée, elles ont fortement augmenté en pourcentage du PIB, en raison de la récession économique. Pour leur part, les recettes se sont contractées du fait d'une nette diminution des droits d'enregistrement. De plus, les recettes ont été comprimées par l'élargissement de la réduction forfaitaire d'impôts accordée par la Région flamande. En revanche, les parties de l'impôt des personnes physiques et de la TVA qui sont allouées aux entités fédérées dans le cadre de la loi de financement sont demeurées quasiment inchangées en pourcentage du PIB. Ces ressources ont été calculées pour l'année sous revue sur la base d'une évaluation trop optimiste de l'évolution de l'activité économique et d'une prévision d'inflation trop élevée, grandeurs qui déterminent pour l'essentiel l'ampleur de ces transferts. Ceci a toutefois été partiellement compensé par le solde laissé par le décompte définitif effectué pour l'année 2008, qui était négatif étant donné que, cette année-là, tant la croissance économique que l'augmentation des prix à la consommation avaient été inférieures à ce qui avait été prévu au moment du calcul des ressources de la loi de financement.

**TABLEAU 28 SOLDE DE FINANCEMENT DE L'ENSEMBLE DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES ET PAR SOUS-SECTEUR**  
(pourcentages du PIB)

	2005	2006	2007	2008	2009 e
Solde primaire .....	1,5	4,2	3,6	2,6	-2,3
Entité I .....	1,3	4,1	3,1	2,4	-1,8
Pouvoir fédéral .....	1,5	3,8	2,6	2,0	-0,9
Sécurité sociale .....	0,0	0,3	0,5	0,5	-0,8
Entité II .....	0,2	0,2	0,6	0,2	-0,5
Communautés et régions .....	0,3	0,3	0,5	0,1	-0,5
Pouvoirs locaux .....	-0,1	-0,1	0,1	0,1	0,0
Charges d'intérêts .....	4,2	3,9	3,8	3,8	3,7
Solde de financement .....	-2,7	0,3	-0,2	-1,2	-6,0
Entité I .....	-2,6	0,3	-0,5	-1,0	-5,1
Pouvoir fédéral .....	-2,5	0,0	-1,1	-1,6	-4,3
Sécurité sociale .....	0,0	0,3	0,5	0,5	-0,8
Entité II .....	-0,2	-0,1	0,3	-0,1	-0,9
Communautés et régions .....	0,1	0,2	0,4	-0,1	-0,7
Pouvoirs locaux .....	-0,3	-0,2	0,0	-0,1	-0,2

Sources: ICN, BNB.

**GRAPHIQUE 82 RECETTES DES COMMUNAUTÉS ET RÉGIONS <sup>(1)</sup>**  
(pourcentages de variation par rapport à l'année précédente)



Sources: ICN, BNB.

(1) Les données sont corrigées pour tenir compte de la modification du financement d'Aquafin, qui ne repose plus sur les ressources générées par des taxes sur les eaux, mais sur les rétributions qui lui sont octroyées par les sociétés de distribution d'eau en Région flamande.

Enfin, les pouvoirs locaux ont vu leur déficit se creuser légèrement, à 0,2 p.c. du PIB. Les recettes des centimes additionnels à l'impôt des personnes physiques de ce sous-secteur ont fortement crû sous l'effet de l'accélération des enrôlements pendant l'année sous revue. Conformément au profil habituel de l'incidence du cycle électoral sur les investissements des pouvoirs locaux, les dépenses de ces derniers se sont aussi inscrites en nette hausse.

## 6.2 Soldes budgétaires corrigés des variations conjoncturelles et soldes budgétaires structurels

Une analyse de l'orientation de la politique budgétaire ne peut se fonder exclusivement sur l'évolution apparente des soldes budgétaires. Il convient de corriger cette évolution de l'effet de la conjoncture ainsi que de l'impact des facteurs non récurrents. En procédant de la sorte, il devient possible d'évaluer le niveau et l'évolution des soldes budgétaires structurels. Ces concepts doivent néanmoins être maniés avec une certaine prudence. D'une part, la volatilité de certaines catégories de recettes, comme l'impôt des sociétés, s'avère parfois plus élevée que la composante cyclique estimée sur la base des méthodes traditionnelles de correction des mouvements

**TABLEAU 29** ÉVOLUTION DE LA POLITIQUE BUDGÉTAIRE STRUCTURELLE

(variation par rapport à l'année précédente, points de pourcentage du PIB, sauf mention contraire)

	2006	2007	2008	2009 e
Solde de financement observé .....	3,0	-0,5	-1,0	-4,8
Composante conjoncturelle <sup>(1)</sup> .....	0,5	0,6	-0,3	-0,9
Effet du PIB .....	0,7	0,9	-0,1	-2,4
Effet de composition .....	-0,2	-0,2	-0,2	1,6
Facteurs non récurrents .....	2,8	-0,9	0,1	-0,9
Solde de financement structurel .....	-0,4	-0,2	-0,8	-3,1
<i>p.m. Niveau du solde de financement structurel<sup>(2)</sup></i>				
<i>Selon la méthodologie du SEBC .....</i>	-0,8	-1,0	-1,9	-5,0
<i>Selon la méthodologie de la CE .....</i>	-1,4	-1,4	-2,2	-4,2
Charges d'intérêts .....	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1
Solde primaire structurel .....	-0,6	-0,3	-0,9	-3,2

Sources: CE, ICN, BNB.

(1) Selon la méthodologie décrite dans Bouthevillain C., Ph. Cour-Thimann, G. van den Dool, P. Hernández de Cos, G. Langenus, M. Mohr, S. Momigliano et M. Tujula (2001), *Cyclically adjusted budget balances: An alternative approach*, ECB, working paper 77. Une explication plus didactique de cette méthodologie est présentée dans l'encadré 6 intitulé « Soldes budgétaires corrigés des variations conjoncturelles: méthode de calcul utilisée dans le cadre du SEBC » du Rapport 2003 de la BNB (Tome 1), 90-91.

(2) Pourcentages du PIB.

conjoncturels. D'autre part, pour la période récente, les données peuvent faire l'objet de révisions importantes vu la difficulté d'estimer l'écart de production (*output gap*) ou la croissance tendancielle de l'activité du moment. Dans un cas comme dans l'autre, l'incertitude, d'ailleurs inhérente tant à la méthode utilisée par le SEBC qu'à celle employée par d'autres institutions internationales, telle la CE, est plus grande lorsque les fluctuations conjoncturelles sont marquées, comme pendant l'année sous revue.

Des indicateurs construits selon la méthode de correction des variations conjoncturelles utilisée par le SEBC, il ressort que la conjoncture n'a concouru à l'aggravation du solde budgétaire au cours de l'année sous revue qu'à hauteur de 0,9 point de pourcentage du PIB. Si l'activité économique a affiché un net repli et s'est, dès lors, notablement écartée de sa croissance tendancielle, l'impact négatif de la conjoncture a, pour une large part, été compensé par des effets de composition favorables aux finances publiques. En effet, le fléchissement de certaines composantes des revenus et des dépenses qui ont une incidence considérable sur le compte des administrations publiques, telles que la consommation privée et, plus encore, les revenus du travail, et donc l'écart de ces grandeurs par rapport à leur croissance tendancielle ont été bien plus limités que ceux de l'ensemble de l'activité.

Les facteurs non récurrents ont, eux aussi, contribué à la dégradation des soldes budgétaires. Alors que leur effet avait encore été neutre en 2008, ces facteurs ont altéré les soldes budgétaires à concurrence de 0,9 point de pourcentage du PIB en 2009. Ce constat s'explique, pour l'essentiel, par l'accélération des enrôlements à l'impôt des personnes physiques, par l'augmentation ponctuelle des dépenses en capital à la suite du remboursement d'impôts indûment perçus en exécution des condamnations judiciaires prononcées à l'encontre de l'État belge et par certaines mesures non récurrentes adoptées dans le cadre du plan de relance fédéral.

Lors de la réforme du pacte de stabilité et de croissance de 2005, les soldes budgétaires structurels ont gagné en importance pour l'évaluation de la politique budgétaire dans les procédures de surveillance européenne. Le pacte réformé stipule, en effet, que les résultats budgétaires doivent être corrigés de l'influence des facteurs cycliques et temporaires lorsqu'ils sont confrontés à l'objectif de moyen terme visé pour les finances publiques et à la trajectoire budgétaire requise pour l'atteindre. Dans le cadre de l'application des règles budgétaires européennes, la méthode de correction des fluctuations conjoncturelles diffère de celle utilisée par le SEBC. Cette méthode, qui est celle employée par la CE, se fonde sur le concept de PIB potentiel plutôt que sur celui de PIB tendanciel, grandeurs dont le calcul est basé respectivement sur l'usage d'une

fonction de production et sur l'emploi d'une méthode purement statistique de lissage (filtre *Hodrick-Prescott*), et fait abstraction, sur une base annuelle, des effets de composition de la croissance économique. En outre, les mesures non récurrentes considérées dans les deux méthodes de correction ne sont pas nécessairement identiques. Ces différences méthodologiques, de même que le fait que la CE tienne encore compte, dans ses estimations les plus récentes, d'un déficit observé légèrement plus faible – de 5,9 p.c. du PIB –, expliquent pourquoi le besoin de financement structurel pour l'année sous revue est plus élevé selon les calculs de la Banque que d'après ceux de la CE. Selon la Banque, ce besoin a atteint 5 p.c. du PIB, tandis que la CE l'a estimé à 4,2 p.c. dans ses prévisions économiques publiées en novembre 2009.

Dans la mesure où les charges d'intérêts n'ont guère varié, la détérioration sensible du solde structurel exprimé en pourcentage du PIB est à imputer exclusivement à la poursuite de la contraction du solde primaire structurel, lequel est devenu négatif en 2009. Ce repli traduit un assouplissement substantiel de la politique budgétaire, induit par le recul structurel des recettes par rapport au PIB tendanciel et par le fait que l'augmentation structurelle des dépenses primaires a largement dépassé la croissance tendancielle de l'activité, qui a été revue à la baisse.

### 6.3 Dette de l'ensemble des administrations publiques

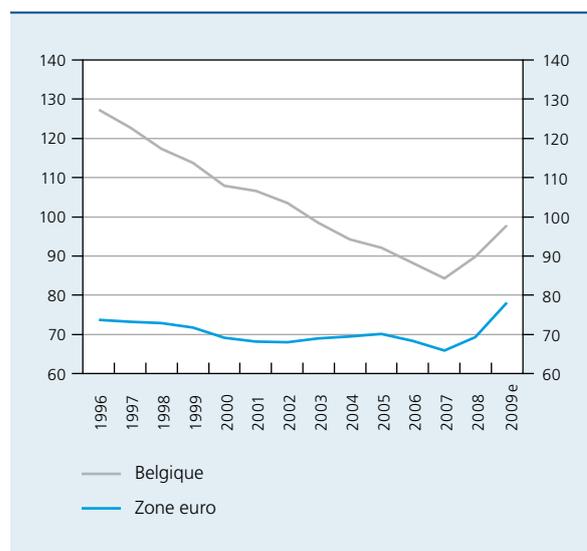
De 1993 à 2007, la dette brute consolidée des administrations publiques avait reculé en moyenne de 3,6 points de pourcentage du PIB par an. À son point bas de 84,2 p.c. du PIB en 2007, l'écart vis-à-vis de la dette des administrations publiques dans la zone euro considérée dans son ensemble était tombé à 18,3 points de pourcentage du PIB.

En raison des interventions dans plusieurs institutions financières à la fin de 2008, dont l'incidence sur la dette peut être estimée à 21 milliards d'euros, soit 6,1 p.c. du PIB, la tendance de l'endettement des administrations publiques belges à diminuer s'était interrompue, celui-ci passant alors à 89,8 p.c. du PIB. Cette remontée fut en moyenne plus forte que dans les autres pays de la zone euro.

En 2009, le rebond s'est amplifié et la dette publique belge a atteint 97,8 p.c. du PIB à la fin de l'année. Cette augmentation, de 8 points de pourcentage du PIB, est la plus importante depuis 1984. Elle a néanmoins été légèrement inférieure à celle observée dans la zone euro considérée dans son ensemble, pour partie parce que le PIB

**GRAPHIQUE 83** DETTE PUBLIQUE EN BELGIQUE ET DANS LA ZONE EURO

(pourcentages du PIB)



Sources : CE, ICN, BNB.

nominal a moins reculé en Belgique que dans le reste de la zone et parce que les facteurs exogènes, c'est-à-dire les facteurs qui ont un impact sur l'endettement mais pas sur le solde de financement, ont exercé une influence quasiment nulle sur la dette belge, alors qu'ils ont pesé quelque peu sur les engagements des administrations publiques de certains autres pays membres de la zone euro, dont les établissements de crédit ont parfois subi plus tardivement les retombées de la crise financière.

Cet impact globalement neutre en 2009 des facteurs exogènes sur l'évolution de l'endettement public en Belgique s'explique par le fait que les effets de diverses opérations se sont compensés. La dette a été affectée à la hausse par les prêts consentis par la Communauté flamande à la banque *KBC* – pour un montant de 3,5 milliards d'euros – et par l'État fédéral au Grand-Duché de Luxembourg dans le cadre de la reprise de *Kaupthing Luxembourg* par d'autres sociétés, par l'injection de capital par les communes et les provinces dans le Holding communal, ainsi que par un apport de capital par la Communauté flamande dans une institution créée afin de donner des garanties aux entreprises qui, à la suite de la crise financière, éprouvent des difficultés à obtenir des crédits bancaires. L'incidence de ces opérations sur la dette a toutefois été contrebalancée par la forte révision à la baisse des interventions indirectes de l'État dans la structure de défaisance créée en 2008 pour la reprise d'un portefeuille de produits structurés de *Fortis Banque*

**TABLEAU 30** DETTE BRUTE CONSOLIDÉE DE L'ENSEMBLE DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES

(pourcentages du PIB, sauf mention contraire)

	1993	Moyenne 1994-2006	2007	2008	2009 e	Évolution de 1994 à 2009 e
Niveau de la dette (en fin de période) . . . . .	134,1		84,2	89,8	97,8	
Variation de la dette . . . . .		-3,5	-3,9	5,6	8,0	-36,3
Variation endogène <sup>(1)</sup> . . . . .		-2,9	-4,2	-1,2	7,8	-34,7
Solde primaire requis pour stabiliser la dette <sup>(1)</sup>		2,2	-0,6	1,4	5,5	
Taux d'intérêt implicite de la dette <sup>(2)(3)</sup> . . . . .		6,0	4,7	4,7	4,1	
Croissance du PIB nominal <sup>(2)</sup> . . . . .		4,0	5,3	2,9	-2,0	
Solde primaire effectif . . . . .		5,0	3,6	2,6	-2,3	
Variation résultant d'autres facteurs . . . . .		-0,7	0,3	6,8	0,1	-1,7
Opérations avec la BNB (notamment plus-values sur or) . . . . .		-0,3	0,0	0,0	0,0	
Participations <sup>(4)</sup> . . . . .		-0,2	0,3	3,6	0,4	
Prêts <sup>(5)</sup> . . . . .		0,0	0,0	1,0	1,1	
Dépôts et numéraire <sup>(6)</sup> . . . . .		-0,2	0,3	1,9	-1,7	
Autres <sup>(7)</sup> . . . . .		0,0	-0,3	0,3	0,3	

Sources: ICN, BNB.

(1) La variation endogène de la dette publique est donnée par la différence entre le solde primaire requis pour stabiliser la dette – c'est-à-dire le solde correspondant 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.

(2) Pourcentages.

(3) Corrigé de l'impact des SIFIM sur les charges d'intérêts.

(4) Prises nettes de participations, à l'exclusion des opérations avec la BNB.

(5) Les titres acquis par les administrations publiques belges dans le cadre du refinancement de KBC sont considérés comme des prêts.

(6) Les variations exceptionnelles de cette rubrique en 2008 et en 2009 sont liées à un dépôt sur un compte bancaire effectué entre la fin de 2008 et le printemps 2009 par la SFPI, qui fait partie du secteur des administrations publiques.

(7) Principalement les changements de classement sectoriel, les octrois nets de crédits, l'incidence des différences de change et des primes d'émission et de rachat, et les écarts statistiques.

Belgique, nommée *Royal Park Investments (RPI)*. En effet, alors que la Société fédérale de participations et d'investissement (SFPI) avait emprunté des fonds en décembre 2008 via le Trésor, à hauteur de 5,6 milliards d'euros, afin de financer une prise de participations dans la *RPI* et des prêts accordés dans le cadre de ce montage, la révision de l'accord passé entre l'État, *Fortis* et *BNP Paribas* a eu pour conséquence que le pouvoir fédéral, via la SFPI, n'a acquis *in fine* qu'une participation de 740 millions d'euros dans le capital de la *RPI*, tandis qu'il a octroyé diverses garanties, lesquelles n'ont, selon la méthodologie du SEC 95, pas d'incidence sur la dette ni sur le solde de financement tant qu'elles ne sont pas exercées. La révision des modalités d'intervention de l'État a, dès lors, contribué à alléger la dette des administrations publiques de quelque 4,9 milliards d'euros.

Au cours de l'année sous revue, l'alourdissement de la dette publique a résulté de manière quasiment exclusive d'une augmentation endogène – la première depuis 1997 – sous l'effet conjugué de la baisse en termes nominaux du PIB et de la détérioration substantielle du solde primaire. Cette évolution a fait ressurgir le spectre de l'effet boule de neige des charges d'intérêts sur la dette publique, celui-ci désignant le mécanisme d'auto-alimentation de la dette par les charges d'intérêts. L'encadré 13 rappelle les fondements de cet effet et illustre le fait que, à politique inchangée, la dette publique est, à nouveau, engagée dans une spirale à la hausse. Des efforts discrectionnaires considérables seront nécessaires pour revenir à un surplus primaire suffisant pour enrayer l'effet boule de neige et ramener le taux d'endettement public sur une trajectoire baissière.

## Encadré 13 – Le retour de l’effet boule de neige des finances publiques

Entre la fin des années 1970 et le début des années 1990, la Belgique a été confrontée à une progression rapide et auto-entretenu de la dette de ses administrations publiques. Ce processus explosif d’auto-alimentation de la dette publique par les intérêts qu’elle engendre est communément appelé effet « boule de neige » des charges d’intérêts sur la dette publique.

De nombreuses études ont permis d’identifier les conditions dans lesquelles l’effet boule de neige se développe. Si l’on fait abstraction des opérations qui influencent la dette sans avoir de répercussion sur le solde de financement, il faut, pour qu’il y ait une dynamique explosive de la dette, non seulement que le taux de croissance du PIB nominal soit inférieur au taux d’intérêt implicite de la dette, mais aussi que le surplus primaire, c’est-à-dire le solde des opérations budgétaires autres que les charges d’intérêts, soit insuffisant au regard de cet écart entre taux de croissance et taux d’intérêt. Le solde primaire exprimé en pourcentage du PIB suffisant pour stabiliser le ratio de la dette publique ( $sp_t^*$ ) dépend du taux d’endettement à la fin de l’année précédente ( $d_{t-1}$ ) et de la différence entre le taux d’intérêt implicite de la dette ( $i_t$ ) et la croissance nominale du PIB ( $n_t$ ), soit :

$$sp_t^* = d_{t-1} * \frac{(i_t - n_t)}{(1 + n_t)}$$

Si le solde primaire réalisé ( $sp_t$ ) est inférieur (supérieur) au résultat de ce calcul, le taux d’endettement s’accroît (diminue) de manière dite endogène : la variation endogène de la dette est donc donnée par  $sp_t - sp_t^*$ . L’ampleur de l’effet boule de neige est fonction, par conséquent, de l’écart entre taux d’intérêt implicite et taux de croissance du PIB nominal, du taux d’endettement des administrations publiques et du solde primaire réalisé.

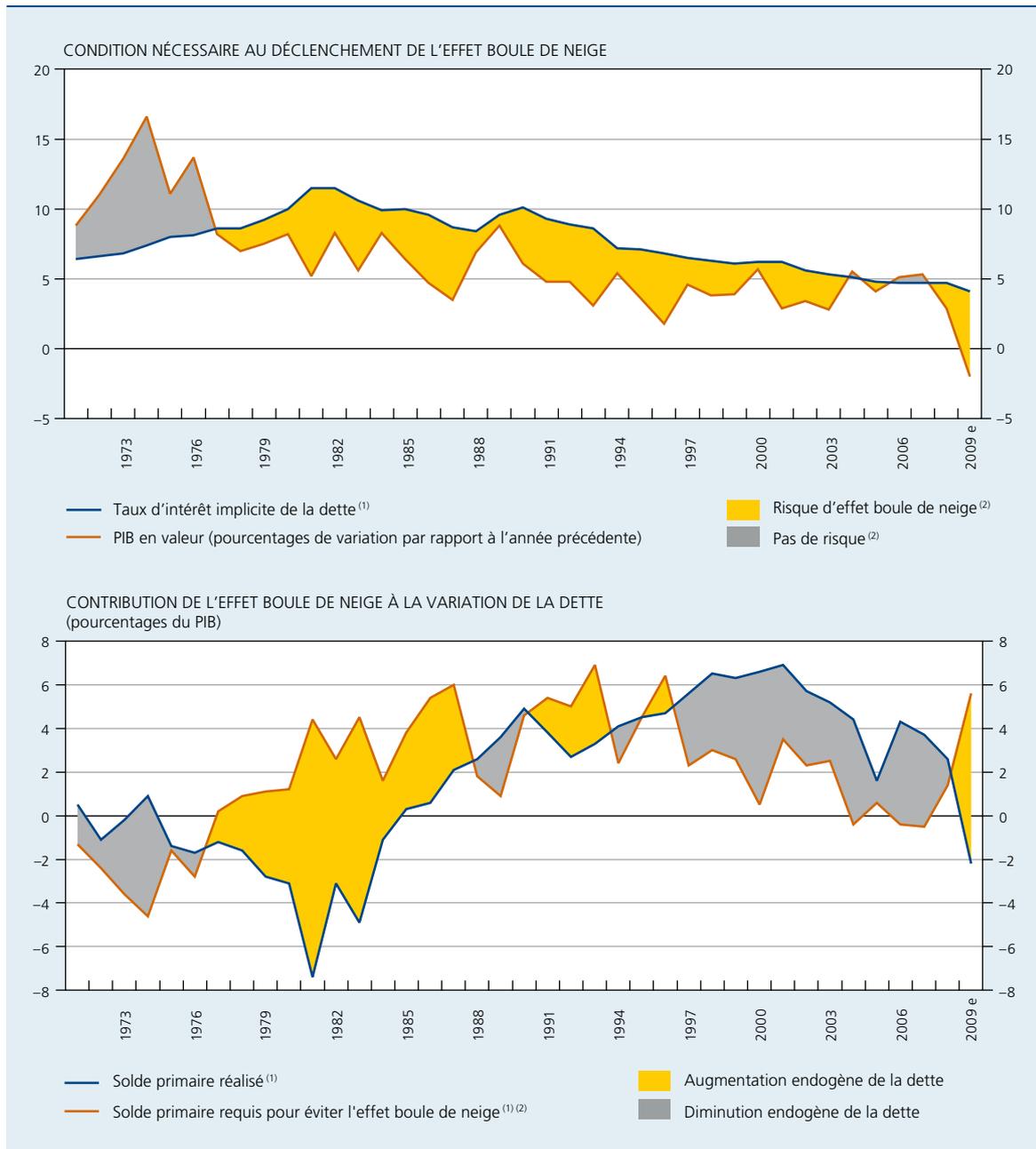
Tant que le taux de croissance du PIB nominal dépasse le taux d’intérêt implicite, il n’y a aucun risque d’effet boule de neige : avec des déficits primaires substantiels, supérieurs au niveau compatible avec une stabilisation de la dette, celle-ci peut certes augmenter de manière endogène, mais l’évolution ne sera pas explosive, à moins bien sûr que la politique budgétaire poursuivie ne conduise elle-même à une croissance débridée du déficit primaire. *Ex ante*, l’analyse de la dynamique de la dette requiert une approche pluriannuelle, de manière à pouvoir juger si le constat de la présence ou non d’un effet boule de neige est de nature structurelle ou procède simplement d’une situation conjoncturelle exceptionnelle.

Au cours de la période 1971-1976, les administrations publiques belges avaient été préservées de l’effet boule de neige car le rythme de progression du PIB nominal, sous l’impulsion d’une inflation galopante, dépassait le taux d’intérêt implicite de la dette. Les taux d’intérêt observés sur le marché à l’époque s’étaient certes sensiblement accrus, mais cette augmentation ne s’était répercutée que graduellement sur le taux implicite, à mesure que les emprunts contractés à un taux plus faible arrivaient à échéance et étaient refinancés au taux plus élevé du marché. Dans ce contexte, en l’absence de déficits primaires substantiels, le taux d’endettement était orienté à la baisse sur la base de sa dynamique endogène.

À partir de 1977, le taux d’intérêt implicite avait dépassé le taux de croissance du PIB nominal, le dépassement tendant à s’élargir jusqu’au début des années 1980. Un surplus primaire de plus en plus important avait de ce fait été progressivement requis pour éviter le déclenchement de l’effet boule de neige alors que, dans le même temps, les déficits au titre des opérations autres que les charges d’intérêts ne cessaient de s’accroître, contribuant ainsi à une dynamique de la dette particulièrement explosive.

De 1984 à 1990, le solde primaire effectif s’était amélioré régulièrement, freinant ainsi la hausse endogène de la dette. À la faveur aussi d’une embellie conjoncturelle, les surplus primaires dégagés de 1988 à 1990 avaient même été suffisants pour apporter une contribution négative au taux d’endettement et enrayer temporairement l’effet boule de neige. Au début des années 1990, toutefois, le ralentissement conjoncturel de l’économie avait eu pour conséquence de relever le niveau du surplus primaire requis pour stabiliser la dette de façon endogène. ►

EFFET BOULE DE NEIGE DES CHARGES D'INTÉRÊTS SUR LA DETTE BRUTE CONSOLIDÉE DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES



Sources: ICN, BNB.

(1) À partir de 1995, corrigé de l'impact des SIFIM sur les charges d'intérêts.

(2) Dans l'hypothèse d'un maintien les années suivantes à un niveau constant du taux d'intérêt et de la croissance nominale du PIB.

Le surplus primaire effectif s'était dès lors avéré insuffisant pour contrer une reprise de l'effet boule de neige d'autant plus que, en raison de la mauvaise conjoncture, il s'était détérioré. Cette résurgence de l'effet boule de neige s'était traduite par l'envolée de la dette publique jusqu'à son sommet historique de 1993, à 134,1 p.c. du PIB.

En revanche, de 1994 à 2007, la dette de l'ensemble des administrations publiques s'était à nouveau réduite de manière endogène, à un rythme moyen de quasiment 3 points de pourcentage du PIB par an. Elle avait ainsi pu être ramenée à 84,2 p.c. du PIB en 2007. Cette évolution avait résulté à la fois de surplus primaires proches de, ou supérieurs à, 4 p.c. du PIB – sauf en 2005 – et de la diminution tendancielle du taux d'intérêt implicite découlant de la baisse des taux d'intérêt nominaux sur les marchés financiers.

En 2008, le surplus primaire réalisé, bien qu'en recul, avait encore été suffisant pour empêcher la résurgence de l'effet boule de neige. En 2009, en revanche, la dette a augmenté de façon endogène de 7,8 points de pourcentage du PIB. La baisse du PIB en termes nominaux a requis un surplus primaire d'environ 5,5 p.c. du PIB pour qu'une hausse endogène du taux d'endettement puisse être évitée, tandis que le solde primaire s'est mué dans le même temps d'un excédent en un déficit de plus de 2 p.c. du PIB, sous l'influence notamment de la crise économique et financière et des mesures de relance prises dans ce cadre.

À politique inchangée, ce retour de l'effet boule de neige devrait perdurer. Ainsi, si l'on se fonde sur les hypothèses macroéconomiques du programme de stabilité de la Belgique, tel que complété en septembre 2009, à savoir une croissance nominale du PIB de 3,5 p.c. par an en moyenne de 2010 à 2015 et un taux d'intérêt implicite moyen de 4,4 p.c. au cours de cette même période, le taux d'endettement des administrations publiques ne pourrait être stabilisé que moyennant un surplus primaire de 0,8 p.c. du PIB, sous réserve que les facteurs exogènes soient neutres. Or, selon le scénario de politique inchangée du programme de stabilité, le solde primaire présenterait pendant la période susvisée un déficit moyen de 2 p.c., impliquant donc une augmentation endogène de la dette publique de quelque 3 points de pourcentage du PIB par an en moyenne. Rien que pour enrayer cet effet boule de neige, un effort discrétionnaire de 3 points de pourcentage du PIB sera donc nécessaire.

Éviter le déclenchement d'un effet boule de neige ne suffit néanmoins pas à assurer la soutenabilité des finances publiques. Ce dernier vocable fait référence à la capacité des administrations publiques d'être solvables aussi bien aujourd'hui que dans le futur, sans que d'importantes modifications de la politique budgétaire ne soient requises, l'idée sous-jacente étant qu'une politique budgétaire soutenable peut être poursuivie indéfiniment dans le temps. Dans ce cadre, il y a lieu de tenir plus particulièrement compte de l'incidence du vieillissement de la population sur les dépenses publiques de sécurité sociale dans les années à venir et de veiller à ce que leur évolution puisse être financée sans occasionner d'explosion des déficits budgétaires et du taux d'endettement des administrations publiques. Il est aussi indispensable de s'assurer que la pression fiscale et parafiscale puisse être maintenue à un niveau acceptable et de ne pas négliger les dépenses publiques productives, à savoir celles qui sont les plus susceptibles de soutenir la croissance de l'économie, telles que les investissements publics, l'éducation et la recherche.

Afin d'encourager des politiques budgétaires soutenables, la section « Besoins de financement des pouvoirs publics » du Conseil supérieur des finances avait préconisé au cours des années 2000 la constitution de surplus budgétaires. Dans ses avis de septembre 2009 et de janvier 2010, à la suite du creusement substantiel du déficit pendant l'année sous revue, cet organe a recommandé un retour à l'équilibre budgétaire au plus tard d'ici 2015. L'objectif d'un équilibre budgétaire en 2015 a été confirmé par le gouvernement dans le complément de septembre 2009 au programme de stabilité de la Belgique du mois d'avril, ainsi que dans la mise à jour de janvier 2010 de ce dernier.

# 7.

## Comptes financiers des particuliers, entreprises et administrations publiques

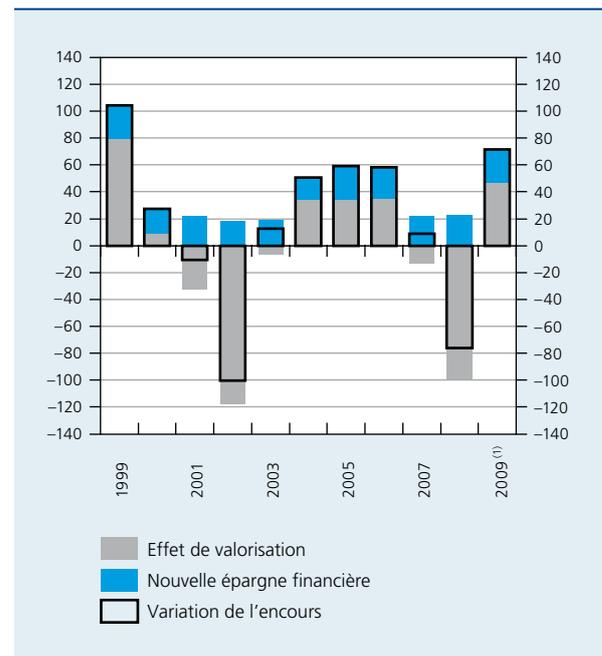
### 7.1 Conséquences de la crise financière

La crise financière qui a débuté durant l'été 2007 a sévi avec intensité jusqu'au premier trimestre de 2009. Par la suite, les marchés financiers ont amorcé un rétablissement dont ont pu profiter tous les secteurs de l'économie belge.

Les marchés boursiers n'ont pas fait exception à ce mouvement général. Après un nouveau repli des cours en tout début d'année, ils se sont dans l'ensemble nettement redressés à partir du printemps. Alors qu'en 2008 les ménages avaient subi de sévères moins-values sur leur patrimoine financier, ils ont ainsi bénéficié en 2009 d'un effet de valorisation positif. Pendant les neuf premiers mois, les plus-values sur le portefeuille d'actifs financiers détenus par les particuliers, qui comprend également leurs avoirs sous la forme d'actions non cotées, ont atteint 47 milliards d'euros. Compte tenu de l'évolution globalement neutre des indices boursiers observée durant le quatrième trimestre, près de la moitié des pertes essayées par les ménages au cours de l'année précédente auraient été ainsi récupérées en 2009.

Au cours des trois premiers trimestres de 2009, les particuliers ont constitué pour 25 milliards d'euros d'actifs financiers, soit davantage que sur l'ensemble de l'année 2008. Ces évolutions ont porté à 872 milliards l'encours des avoirs financiers des ménages au 30 septembre 2009, contre 800 milliards à la fin de décembre 2008. Dans le même temps, les prix des biens immobiliers, essentiellement ceux des grandes maisons, ont très légèrement baissé. Ce fléchissement, sans commune mesure avec les ajustements considérables observés sur d'autres marchés européens, a résulté sans doute de l'atonie de la demande de logements. L'accroissement continu du parc de logements a toutefois permis à la valeur du patrimoine

**GRAPHIQUE 84** DÉCOMPOSITION DE LA VARIATION DE L'ENCOURS DES ACTIFS FINANCIERS DÉTENUS PAR LES PARTICULIERS  
(milliards d'euros)



Source : BNB.

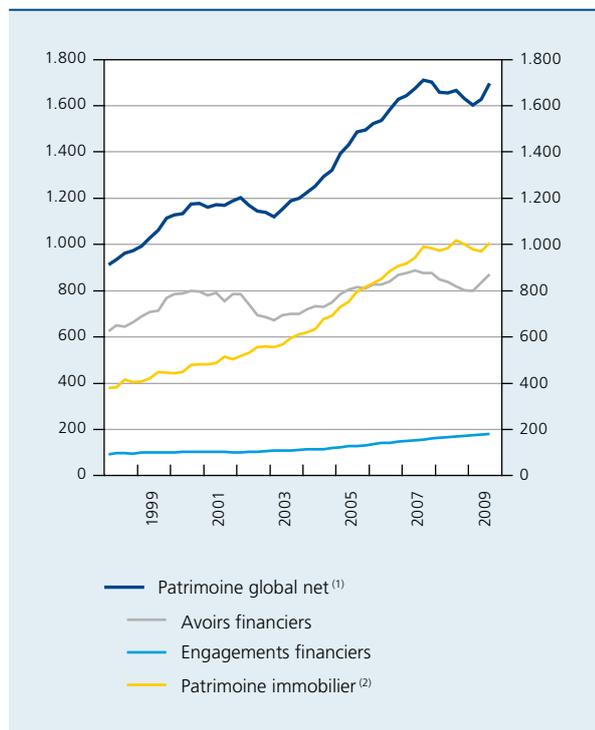
(1) Données pour les neuf premiers mois.

immobilier des particuliers de s'établir au 30 septembre à un niveau comparable à celui de la fin de 2008, soit 1.005 milliards d'euros.

Par ailleurs, les engagements financiers des ménages ont poursuivi leur expansion, totalisant 181 milliards au 30 septembre. En dépit de cette progression, qui vient en déduction de l'évolution des actifs commentée ci-avant, le

## GRAPHIQUE 85 RICHESSE DES MÉNAGES

(encours en fin de trimestre, milliards d'euros)



Sources : DGSIE, BNB.

(1) Somme des avoirs financiers et immobiliers des ménages, desquels on a retranché la valeur de leurs engagements.

(2) Estimation reposant sur le nombre de maisons et appartements recensés par le Cadastre, dans les trois régions du pays. La valorisation du stock de logements s'effectue sur la base des prix moyens des transactions immobilières (maisons et appartements) et par région. La valeur des terrains à bâtir et des autres biens immobiliers (châteaux, maisons de rapport, etc.) n'est pas incluse dans l'estimation, pas plus que celle des propriétés immobilières sises à l'étranger. Par contre, l'estimation se fonde sur l'hypothèse selon laquelle l'ensemble des logements recensés sur le territoire national appartiennent aux ménages résidents.

patrimoine global net des ménages est reparti à la hausse, pour s'établir à environ 1.700 milliards.

La crise financière avait aussi eu en 2008 comme répercussion une hausse importante du coût de financement pour les sociétés non financières. Au total, du déclenchement des turbulences financières, en août 2007, à la fin de 2008, le coût global de financement externe des sociétés non financières – calculé en pondérant le coût nominal des différentes sources de financement par leur part respective dans l'encours total de leurs engagements financiers – avait augmenté de plus de 34 p.c. Au cours de l'année sous revue, on a enregistré un retournement de tendance et ce coût s'est inscrit régulièrement en baisse au fil des mois.

Alors que le coût global de financement s'établissait en janvier 2009 à 7,7 p.c., il s'élevait à 5,1 p.c. en décembre, soit un chiffre inférieur à la moyenne de 6,1 p.c. observée au cours de la période allant de 1996 à 2009. Dans un

premier temps, cette situation a reflété la contraction des taux d'intérêt des crédits bancaires et, par la suite, l'apaisement des tensions sur les marchés financiers, ce qui a permis de réduire les coûts de financement liés à l'émission d'actions et d'obligations d'entreprise, contribuant de la sorte à la diminution du coût global de financement dès le deuxième trimestre de l'année.

La baisse des taux appliqués aux nouveaux crédits bancaires a commencé en novembre 2008 et s'est poursuivie jusqu'au quatrième trimestre de 2009, traduisant la transmission de l'assouplissement rapide de la politique monétaire dans la zone euro depuis la mi-octobre 2008. Les tarifs des crédits consentis par les banques sont, en effet, fonction des coûts auxquels ces établissements doivent se financer. Ceux-ci dépendent en grande partie du niveau – actuel et attendu – du taux d'intérêt directeur central de l'Eurosystème. Toute modification de ce taux se transmet en principe au marché monétaire et exerce ainsi une incidence sur les coûts que les établissements de crédit supportent pour se financer, notamment via le marché interbancaire à court terme, où les taux ont été orientés à la baisse jusqu'à la fin de l'année. Après trois réductions déjà au cours du dernier trimestre de 2008, le taux directeur de la BCE a été ramené à 1 p.c. à la suite de quatre baisses consécutives au premier semestre. En décembre 2009, les taux des crédits à court et à moyen termes aux entreprises se sont dès lors établis à des niveaux inférieurs de respectivement 237 et 195 points de base à ceux prévalant une année plus tôt tandis que, pour les crédits à long terme, le taux est revenu à 4,6 p.c., contre 5,3 p.c. un an auparavant.

L'examen des taux et marges pratiqués par les banques ne suffit pas à qualifier leur politique d'octroi de crédits, dans la mesure où celles-ci disposent également d'autres instruments pour moduler l'offre de crédits. En particulier, lorsque les perspectives économiques s'assombrissent fortement et que la qualité des emprunteurs s'avère plus difficile à évaluer, les banques peuvent préférer le rationnement du crédit à l'augmentation des taux, de manière à éviter autant que possible les problèmes de « sélection adverse » et d'« aléa moral ». Le risque de sélection adverse (ou d'« anti-sélection ») survient lorsque les gestionnaires de crédit dans les banques se laissent guider uniquement par les taux que les clients sont disposés à payer, ce qui peut les amener à sélectionner des emprunteurs privilégiant des projets très risqués et donc plus susceptibles de faire faillite ou défaut. Le problème de l'aléa moral tient, quant à lui, au fait que, pour pouvoir faire face aux charges supplémentaires découlant d'une montée des taux d'intérêt, un emprunteur peut être amené à prendre plus de risques et à spéculer sur la possibilité, en cas de défaillance, de se dégager au moins en partie de ses obligations.

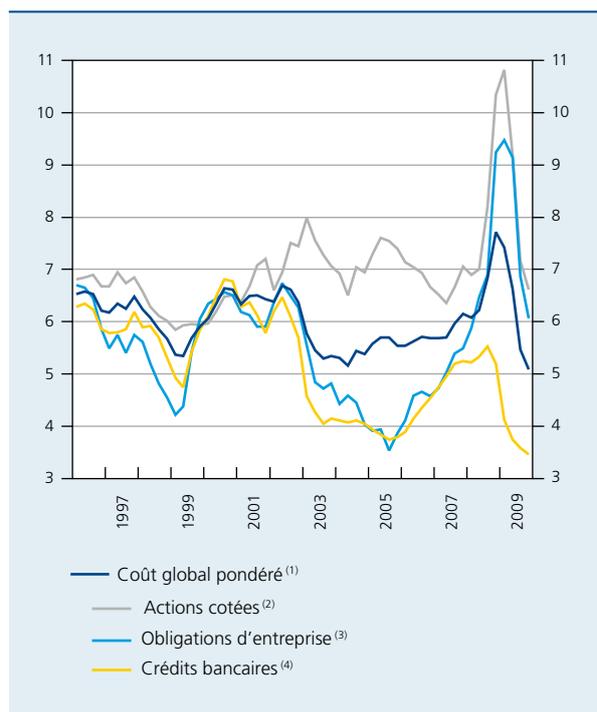
Des réponses que les établissements bancaires fournissent à l'enquête de l'Eurosystème sur la distribution du crédit (pour plus de détails, voir l'encadré 15), il ressort que ceux-ci ont indiqué avoir eu tendance à encore durcir au premier trimestre de 2009 les conditions auxquelles les entreprises pouvaient prétendre à un crédit, tandis que ces conditions sont demeurées inchangées pendant le reste de l'année. Ces réponses semblent signaler un retournement de la tendance observée depuis la mi-2007, qui avait vu les banques renforcer graduellement leurs conditions de crédit de manière significative.

Outre le financement bancaire, les entreprises, essentiellement les plus grandes d'entre elles, peuvent solliciter des fonds directement auprès des marchés financiers, en émettant des actions cotées ou des titres de créance. Ces canaux de financement se sont progressivement rétablis en cours d'année.

En termes nominaux, le coût de financement par émission de titres de créance a significativement baissé à partir du deuxième trimestre de 2009. Le taux des obligations d'entreprises notées BBB, libellées en euro et d'une durée de cinq à sept ans, a atteint 5,9 p.c. à la fin de décembre 2009, alors qu'il s'élevait à 9,6 p.c. un an plus tôt. S'agissant des obligations présentant des caractéristiques similaires, mais assorties d'une notation AAA, dont la hausse du taux avait été plus limitée à la suite de la crise financière, le coût est revenu de 5 à 3,3 p.c. au cours de la même période.

Le coût d'un appel éventuel à l'épargne via le marché boursier a lui aussi nettement reflué au cours de l'année écoulée. Sur la base d'un modèle d'actualisation des dividendes, commenté plus en détail dans l'encadré 19 du Rapport 2005, on peut en calculer l'évolution. La remontée des cours boursiers, à laquelle on a assisté dans le courant du premier trimestre de 2009, a eu pour conséquence une baisse substantielle du coût de financement par émission d'actions. Estimé au début de l'année à 11,3 p.c., celui-ci a affiché une baisse régulière tout au long de l'année, pour se chiffrer à 6,5 p.c. en décembre 2009, soit un taux proche de la moyenne observée au cours des années 1996 à 2007.

**GRAPHIQUE 86** COÛTS DE FINANCEMENT EXTERNE DES SOCIÉTÉS NON FINANCIÈRES EN BELGIQUE  
(moyennes trimestrielles, pourcentages)



Sources : Thomson Reuters Datastream, BNB.

- (1) Obtenu en pondérant le coût de financement par émission d'actions cotées, par émission d'obligations et par crédits bancaires, par leur part respective dans l'encours total de ces engagements financiers.
- (2) Estimé sur la base d'un modèle d'actualisation des dividendes. Selon ce modèle, le coût de 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'une obligation libellée en euro, d'une durée de cinq à sept ans, de notation BBB.
- (4) Taux moyen pondéré appliqué par les banques belges aux crédits aux entreprises. La pondération est basée sur l'encours respectif des différents types de crédits. Les taux proviennent de deux enquêtes distinctes (RIR jusqu'en 2002, MIR à partir de 2003), ce qui a entraîné une rupture de série en 2003.

## 7.2 Particuliers

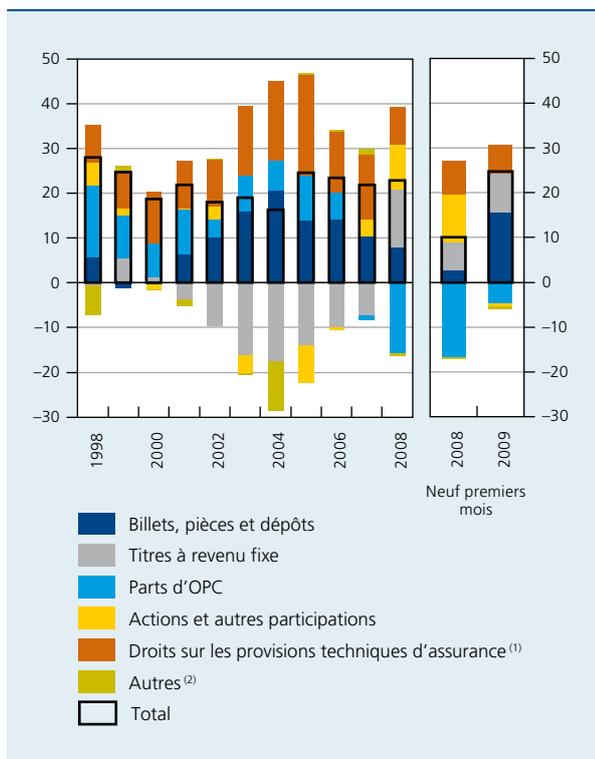
Au cours des neuf premiers mois de l'année sous revue, les particuliers ont constitué pour 24,7 milliards d'euros d'actifs financiers, soit nettement plus que durant la période correspondante de 2008 où un accroissement de 10 milliards avait été observé. Sur les trois premiers trimestres de 2009, les engagements financiers des ménages ont augmenté de 7,1 milliards d'euros, contre 9,7 milliards l'année précédente. Il en a résulté un surplus financier élevé, de 17,6 milliards, alors que celui-ci avait été négligeable un an plus tôt. Cette évolution est le reflet de la hausse du taux d'épargne des particuliers, ainsi que, dans une moindre mesure, du tassement de leurs investissements, consécutivement à la crise économique et financière.

### Formation d'actifs financiers

L'environnement économique et financier détérioré a aussi incité les particuliers belges à se montrer plus prudents dans leurs choix de placements. Les actifs à court terme et les titres à revenu fixe ont plus que jamais été prisés, tandis que les actions et, dans une moindre mesure, les parts d'OPC ont été globalement délaissées.

**GRAPHIQUE 87 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.

S'agissant des actifs à court terme, les ménages ont considérablement accru leur épargne sous la forme de dépôts à vue et de monnaie fiduciaire, de 6,1 milliards d'euros, ainsi que sous la forme de dépôts d'épargne réglementés, à concurrence de 24,6 milliards, au détriment des placements en comptes à terme, qui se sont tassés de 18,7 milliards. L'encadré 14 s'étend plus en détail sur l'engouement qu'ont suscité les dépôts d'épargne au cours de l'année sous revue.

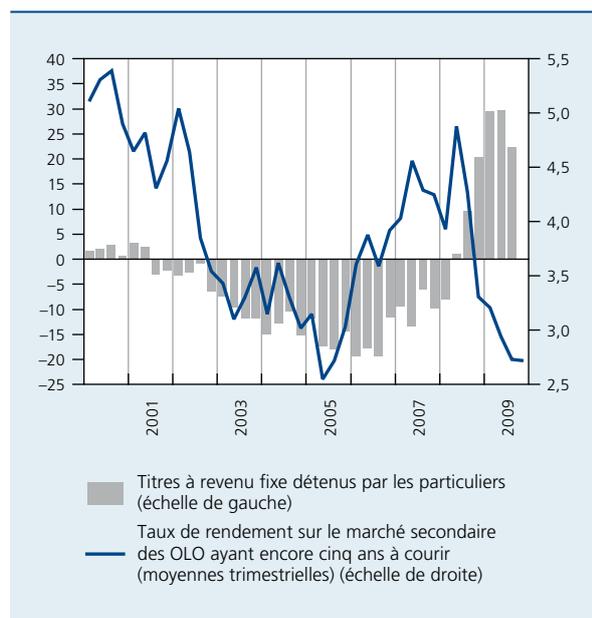
Nonobstant le niveau historiquement bas des taux d'intérêt à long terme, les particuliers ont acquis, sur une base nette, des titres à revenu fixe d'une maturité supérieure à un an pour un montant de 10 milliards d'euros durant les neuf premiers mois de 2009. L'accroissement du portefeuille de titres à revenu fixe – le premier depuis 2001 – a débuté au deuxième trimestre de 2008. Au cours de l'année sous revue, les particuliers ont principalement investi dans des titres émis par des émetteurs privés; ils ont ainsi pu bénéficier d'une prime – surtout très élevée au début de l'année

sous revue – par rapport aux taux des obligations d'État. Ce faisant, ils ont aussi répondu à une évidente demande de fonds émanant de ces émetteurs. En effet, à la suite de la débâcle des marchés boursiers, les entreprises, qu'elles soient financières ou non, se sont tournées vers le marché primaire des titres à revenu fixe. En outre, les sociétés non financières de taille importante se sont mises en quête de sources alternatives de financement à la suite du resserrement de l'octroi de crédits par les banques. Les particuliers ont principalement souscrit des titres à plus d'un an émis par le secteur financier. Le fait que ces titres sont en grande partie couverts par les fonds de protection n'est sans doute pas étranger à ce vif intérêt. Les particuliers ont aussi acquis, mais dans une moindre mesure, des obligations d'entreprise, dont le volume d'émission a été très important pendant l'année sous revue.

Les particuliers ont cédé quasiment autant d'actions cotées qu'ils n'en ont acquies: les flux nets de placement dans ces instruments n'ont en effet représenté que 0,2 milliard d'euros au cours des neuf premiers mois de l'année. Il s'agit là essentiellement de la conséquence des ventes nettes d'actions sur les marchés boursiers belge et étrangers qui ont eu lieu au premier trimestre. Un retournement s'est toutefois opéré au deuxième trimestre: les ménages belges ont alors recommencé à acheter des actions émises par des entreprises cotées. De plus, la valeur du portefeuille

**GRAPHIQUE 88 TITRES À REVENU FIXE DÉTENUS PAR LES PARTICULIERS ET TAUX DE RENDEMENT À LONG TERME**

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



Source : BNB.

## Encadré 14 – Les raisons du succès des dépôts d'épargne en 2009

Les montants déposés par les particuliers sur les comptes d'épargne réglementés ont sensiblement augmenté à partir de la fin de 2008. Au cours des neuf premiers mois de 2009, les dépôts d'épargne réglementés des particuliers ont enregistré un afflux de 24,6 milliards d'euros, leur encours s'établissant ainsi à un niveau historiquement élevé.

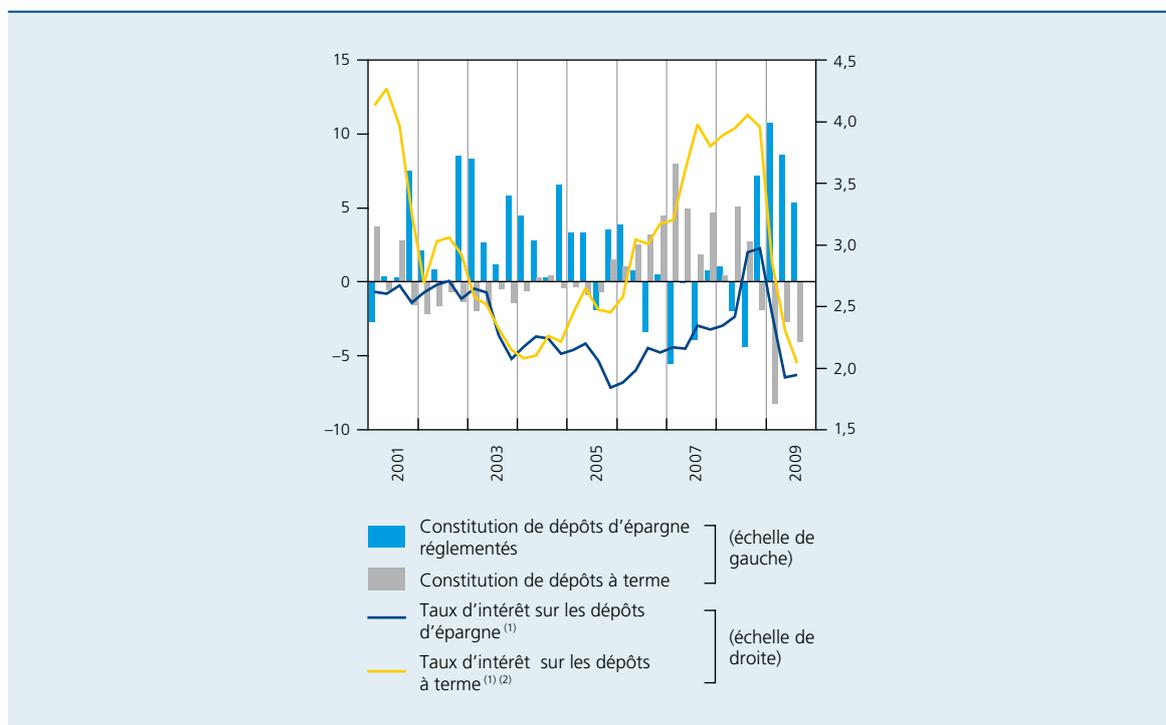
Une première raison de ce franc succès réside dans la préférence manifestée par les investisseurs pour les actifs liquides alors qu'ils étaient confrontés à une très grande incertitude, notamment celle associée au risque de se retrouver au chômage. Dans ces conditions, la constitution d'une réserve financière disponible rapidement est un motif d'épargne évident. La liquidité des dépôts d'épargne attire aussi les ménages qui restreignent provisoirement leurs dépenses et/ou leurs investissements, mais qui veulent pouvoir mobiliser très vite leur patrimoine pour investir dans des biens immobiliers ou des produits de consommation durables lorsque la conjoncture se redresse.

De plus, différentes mesures, et plus particulièrement le relèvement du plafond de la garantie des dépôts, de 20.000 à 100.000 euros, ont contribué à restaurer la confiance des particuliers dans le système bancaire, qui avait été ébranlée au début de l'automne 2008.

Une troisième raison importante est la baisse du coût d'opportunité des placements en dépôts d'épargne. En effet, l'écart entre le taux d'intérêt des dépôts à terme et celui des dépôts d'épargne s'est fortement réduit. Le taux d'intérêt offert sur les dépôts à terme étant davantage lié au marché que celui alloué aux dépôts d'épargne, il a

### DÉPÔTS D'ÉPARGNE RÉGLEMENTÉS ET DÉPÔTS À TERME DES PARTICULIERS

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

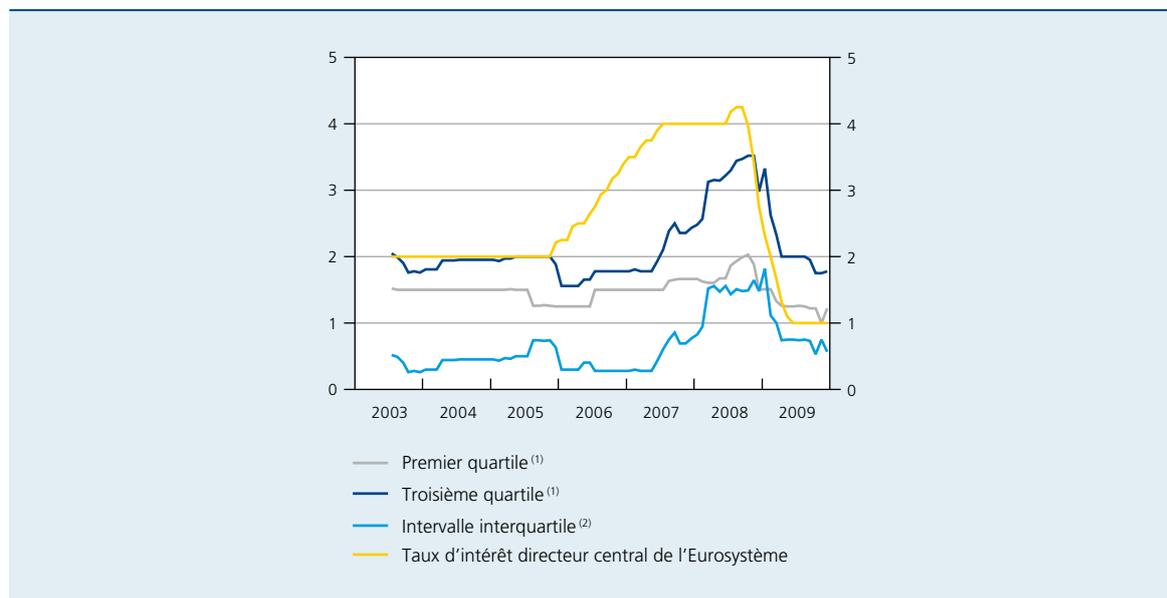


Source : BNB.

(1) Taux d'intérêt implicite tel qu'il ressort des comptes de résultats des établissements de crédit; moyennes trimestrielles.

(2) Déduction faite du précompte mobilier de 15 p.c.

## TAUX D'INTÉRÊT SUR LES DÉPÔTS D'ÉPARGNE



Source : BNB.

(1) Les quartiles sont extraits du classement des taux d'intérêt offerts par les établissements de crédit participant à l'enquête mensuelle MIR (*MFI Interest Rates*). Les premier et troisième quartiles correspondent au taux au-dessous duquel se classent respectivement  $\frac{1}{4}$  et  $\frac{3}{4}$  des taux observés. Chaque taux est une moyenne des taux appliqués par un établissement de crédit aux différentes catégories de dépôts remboursables avec un préavis d'une durée inférieure à trois mois, pondérée par les montants déposés au cours du mois dans chaque catégorie.

(2) Écart, en points de pourcentage, qui sépare les premier et troisième quartiles.

suivi plus rapidement la baisse du taux d'intérêt directeur central de l'Eurosystème et des taux interbancaires. En septembre 2009, l'écart entre le taux d'intérêt des dépôts à terme – après déduction du précompte mobilier – et celui des dépôts d'épargne non précomptés ne s'élevait plus qu'à 10 points de base.

Le 1<sup>er</sup> avril 2009 est entrée en vigueur la nouvelle législation en matière de dépôts d'épargne. Elle fixe des limites supplémentaires aux taux des comptes d'épargne réglementés : en effet, elle stipule que le taux d'intérêt alloué aux dépôts d'épargne ne peut excéder le plus haut de deux taux, à savoir 3 p.c. et le principal taux directeur de l'Eurosystème en vigueur le 10<sup>e</sup> jour du mois précédant le semestre calendrier en cours. Étant donné le niveau particulièrement bas du taux directeur central de l'Eurosystème, seul le plafond de 3 p.c. a été d'application en 2009. En outre, la réforme a également porté sur les primes complétant le taux de base. La prime d'accroissement a été supprimée. Seule subsiste une prime de fidélité, allouée soit sur les montants restés inscrits sur le même compte durant douze mois consécutifs, soit par année civile sur les montants restés inscrits sur le même compte durant onze mois consécutifs au moins de cette même année civile. Le taux de cette prime peut fluctuer dans une fourchette allant de 25 p.c. du taux de base offert à 50 p.c. du taux de base maximum.

Ces nouvelles dispositions législatives relatives aux comptes d'épargne réglementés, qui sont entrées en vigueur le 1<sup>er</sup> avril 2009, durant une période certes caractérisée par des taux d'intérêt historiquement faibles, ont limité la concurrence sur le marché des dépôts d'épargne. Non seulement le niveau général des taux d'intérêt alloués aux dépôts d'épargne a diminué au cours de l'année sous revue, mais l'écart entre les taux d'intérêt les plus hauts et les plus bas s'est lui aussi fortement réduit, l'intervalle interquartile chutant de moitié par rapport au pic de 2008. Cette évolution est le signe que les établissements les plus agressifs sur le plan de la concurrence – qu'il s'agisse de banques opérant en ligne ou non – jouent un rôle moins important sur le marché des dépôts d'épargne réglementés.

d'actions agrégé des ménages a à nouveau considérablement augmenté, sous l'effet de la hausse des cours boursiers à partir du deuxième trimestre.

Les cessions nettes de parts d'OPC non monétaires, substantielles en 2008, se sont largement atténuées durant les neuf premiers mois de 2009. En 2008, les particuliers s'étaient défaits de parts de presque tous les types de fonds, soit parce que les marchés boursiers s'étaient effondrés, soit parce que des mesures fiscales défavorables touchaient spécifiquement les fonds obligataires et certains fonds mixtes dont les revenus sont capitalisés. Dès le début de l'année sous revue, les investisseurs ont manifesté nettement moins d'aversion pour les fonds qu'en 2008. Tant les fonds obligataires que les fonds d'actions ont fait l'objet d'achats nets.

Comme en 2008, lorsque les investisseurs avaient sensiblement réduit leurs flux de placements en produits d'assurance, la croissance des assurances individuelles et des assurances-groupe s'est une nouvelle fois ralentie. En outre, la crise a fait apparaître qu'un très grand nombre de produits, tels les bons et comptes d'assurance, étaient moins sûrs qu'espéré. La chute des cours boursiers en 2008 a rendu les investisseurs méfiants vis-à-vis des produits de la branche 23, *a fortiori* lorsque les primes sont essentiellement investies en actions. Les fonds de pension ou institutions de retraite professionnelle ont également fait les frais de cette méfiance accrue à la fin de 2008 et au début de 2009.

### Nouveaux engagements financiers

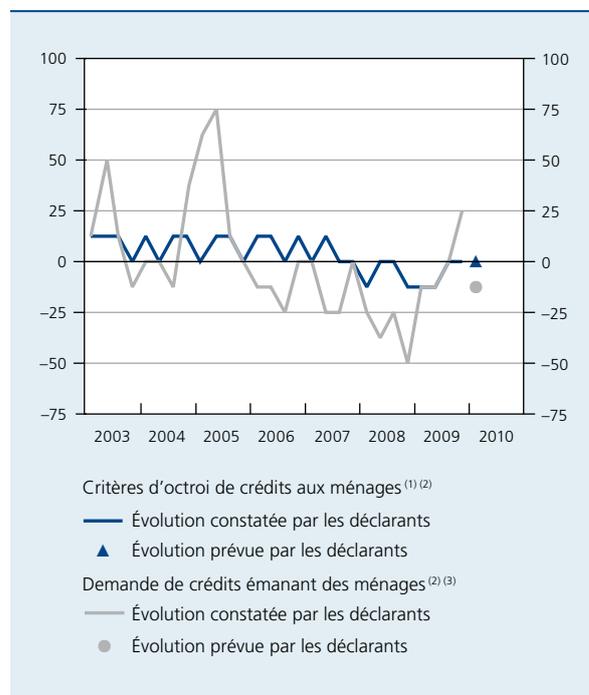
La souscription nette d'emprunts hypothécaires a constitué la majeure partie des nouveaux engagements financiers des ménages. Au cours des neuf premiers mois de 2009, ces emprunts ont augmenté de 6,5 milliards d'euros, soit un montant moins élevé que pendant la période correspondante de 2008 où la hausse avait été de 7,9 milliards.

Selon les résultats de l'enquête de l'Eurosystème sur la distribution du crédit bancaire, les banques ont encore quelque peu durci leurs conditions d'octroi de crédits hypothécaires durant les six premiers mois de 2009, tout en étant confrontées à un léger tassement de la demande de ces crédits. Au second semestre, les banques ont indiqué ne plus avoir resserré les critères d'octroi de crédits, tandis que la demande enregistrait sa première progression depuis quatre ans.

Après avoir continuellement progressé entre 1998 et 2007, de 60.000 à plus de 100.000 euros, le montant moyen des nouveaux prêts hypothécaires a diminué

**GRAPHIQUE 89** RÉSULTATS DE L'ENQUÊTE DE L'EUROSISTÈME SUR LA DISTRIBUTION DU CRÉDIT BANCAIRE : OFFRE ET DEMANDE DE CRÉDITS AU LOGEMENT EN BELGIQUE

(données trimestrielles)



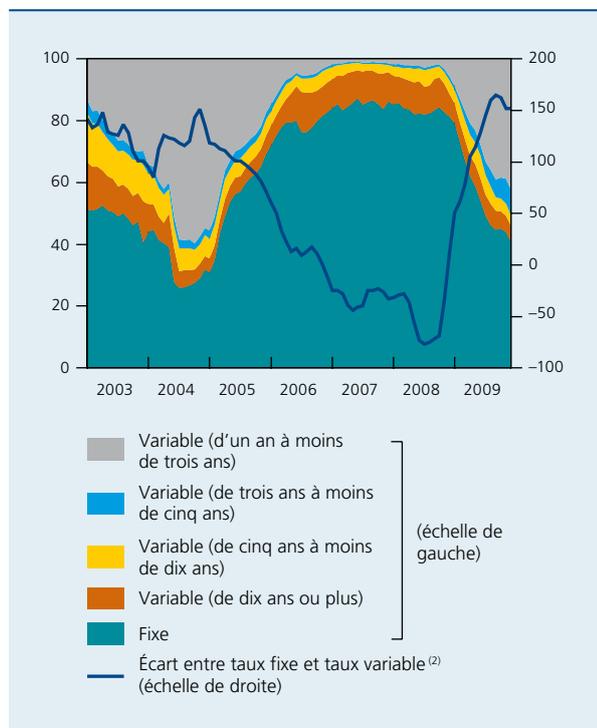
Source : BNB.

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

de quelque 10 p.c. au cours de la période 2008-2009. Plusieurs facteurs expliquent la rupture de cette tendance. Un premier facteur réside dans la baisse des prix de l'immobilier à partir de la mi-2008, laquelle a surtout eu un effet sur le montant des crédits hypothécaires destinés à l'achat de logements existants. Au début de 2009, le gouvernement fédéral a approuvé la réduction du taux de TVA à 6 p.c. pour les nouvelles constructions et la rénovation de logements, ainsi que pour l'achat de logements sociaux. Il est fort probable que cette mesure a exercé elle aussi, mais avec un certain délai, une incidence sur la taille des prêts hypothécaires. Ainsi, les prêts hypothécaires en vue de la transformation de logements existants, dont le montant moyen est relativement faible, ont connu un essor remarquable, voyant leur nombre progresser de quelque 43 p.c. en 2009. Par ailleurs, en raison de la crise financière, l'offre même de crédits concourt à réduire la taille des crédits hypothécaires. En effet, les banques limitent le risque par crédit octroyé,

**GRAPHIQUE 90 ÉCART DE TAUX ET RÉPARTITION DES NOUVEAUX CONTRATS HYPOTHÉCAIRES SELON LE TYPE DE TAUX<sup>(1)</sup>**

(données mensuelles; pourcentages du nombre total, sauf mention contraire)



Sources : UPC, BNB.

- (1) Pour les taux variables, le terme mentionné correspond à la période de fixité initiale du taux.  
 (2) Différence en points de base entre, d'une part, le taux d'intérêt sur les nouveaux crédits accordés aux ménages dont le taux est initialement fixé pour une durée supérieure à dix ans et, d'autre part, le taux d'intérêt sur les nouveaux crédits dont le taux est initialement fixé pour une durée égale à un an.

notamment en abaissant la quotité, c'est-à-dire le pourcentage du prix d'un logement qui est financé par un crédit hypothécaire.

La demande de prêts hypothécaires a été soutenue par le recul des taux d'intérêt de ces prêts. Si ce mouvement a été observé pour tous les types de taux, il a été particulièrement prononcé pour les crédits dont le taux est initialement fixé pour une durée d'un an. Il a entraîné un allègement de la charge des intérêts et, contrairement à l'année précédente, une réduction de la durée des nouveaux crédits.

De plus, le repli des taux d'intérêt hypothécaires explique qu'un nombre de contrats à taux variable beaucoup plus important qu'auparavant ont été conclus à la fin de 2008, mais aussi et surtout à partir du début de 2009. La part des contrats à taux fixe est toutefois restée proche de 50 p.c.

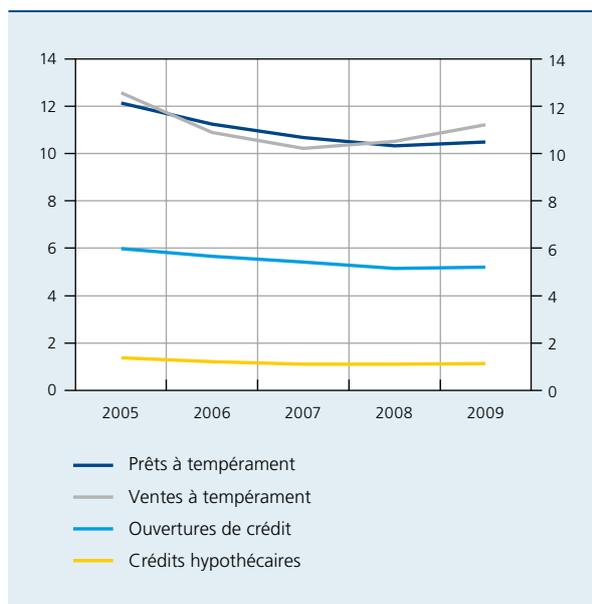
Les statistiques de la Centrale des crédits aux particuliers font apparaître un statu quo, à 1,1 p.c., du nombre de défauts de paiement non régularisés en pourcentage du nombre total de crédits hypothécaires enregistrés. En revanche, le niveau moyen des arriérés et des montants exigibles a considérablement augmenté.

En ce qui concerne les crédits à la consommation, la proportion de défauts de paiement non régularisés a cessé de baisser. Pour la deuxième année consécutive, la part des ventes à tempérament présentant un défaut de paiement s'est inscrite en hausse. Au total, tous crédits confondus, 8.157.065 contrats étaient enregistrés à la Centrale des crédits aux particuliers à la fin de 2009, dont 434.330 présentaient un défaut de paiement non régularisé.

Les crédits à la consommation ont poursuivi leur croissance au cours de 2009. Les montants octroyés sous la forme d'ouvertures de crédit et d'opérations à tempérament se sont accrus de 4,9 p.c. par rapport à la fin de 2008. Tant les crédits hypothécaires que les opérations à tempérament peuvent, dans une certaine mesure, avoir bénéficié de la décision de subventionner les «prêts verts». En effet, afin d'encourager les investissements économiseurs d'énergie, le gouvernement fédéral a décidé, dans le cadre de la loi de relance économique du 27 mars 2009, de subventionner les prêts destinés à financer certains

**GRAPHIQUE 91 CRÉDITS DÉFAILLANTS NON RÉGULARISÉS**

(données au 31 décembre, pourcentages du nombre total des crédits en cours)



Source : BNB (Centrale des crédits aux particuliers).

investissements bien précis. Le pouvoir fédéral octroie ainsi une bonification d'intérêt, à concurrence de 1,5 p.c., pour tout crédit à la consommation (prêt ou vente à tempérament) ou tout crédit hypothécaire conclu en vue de financer des investissements favorables à l'environnement et accorde de plus une réduction d'impôt pour les intérêts restants. Cette dernière s'élève à 40 p.c. des intérêts supportés après déduction de la bonification d'intérêt. Le capital emprunté doit être compris entre 1.250 et 15.000 euros. Cette limite s'applique par année calendaire, par habitation et par emprunteur. L'emprunteur fournit à sa banque les attestations prouvant que les investissements qu'il envisage entrent effectivement en ligne de compte pour l'obtention de la subvention, après quoi la banque doit elle-même s'adresser à l'Administration de la Trésorerie pour obtenir le versement de la bonification. L'arrêté royal du 12 juillet 2009, qui définit les modalités d'application, est entré en vigueur avec effet rétroactif et s'applique à tous les emprunts conclus entre le 1<sup>er</sup> janvier 2009 et le 31 décembre 2011 et satisfaisant aux conditions précitées.

### 7.3 Sociétés non financières

Les engagements financiers des sociétés non financières, désignées dans la suite du texte indifféremment sous le vocable de sociétés ou d'entreprises, ont crû de 34,5 milliards d'euros au cours des trois premiers trimestres de 2009, soit un montant relativement faible dans une perspective historique et nettement inférieur aux 99,3 milliards d'engagements contractés au cours de la période correspondante de 2008. Cette évolution a résulté de l'effondrement des investissements, du tassement des stocks des entreprises, ainsi que de la moindre demande de financement pour des opérations de fusion/acquisition et de restructuration. Son ampleur est toutefois largement déterminée par le fait que les entreprises ont limité leurs engagements financiers en réduisant l'extension de leur portefeuille d'actifs financiers. Ainsi, la formation d'actifs financiers s'est chiffrée à 44,7 milliards d'euros durant les trois premiers trimestres de 2009, contre 107,5 milliards au cours de la même période de 2008. L'infléchissement se situe surtout au niveau des actifs à court terme qui se sont accrus de 17,1 milliards, alors qu'ils avaient augmenté de 60 milliards pendant la période correspondante de 2008. Il est vraisemblable que les entreprises, confrontées à des difficultés financières, aient liquidé des actifs à court terme pour y faire face, ce qui s'est marqué dans la diminution importante de leurs actifs de trésorerie. À la suite de ces mouvements, les entreprises ont vu leurs engagements financiers nets se réduire de 10,2 milliards au cours des neuf premiers mois de 2009.

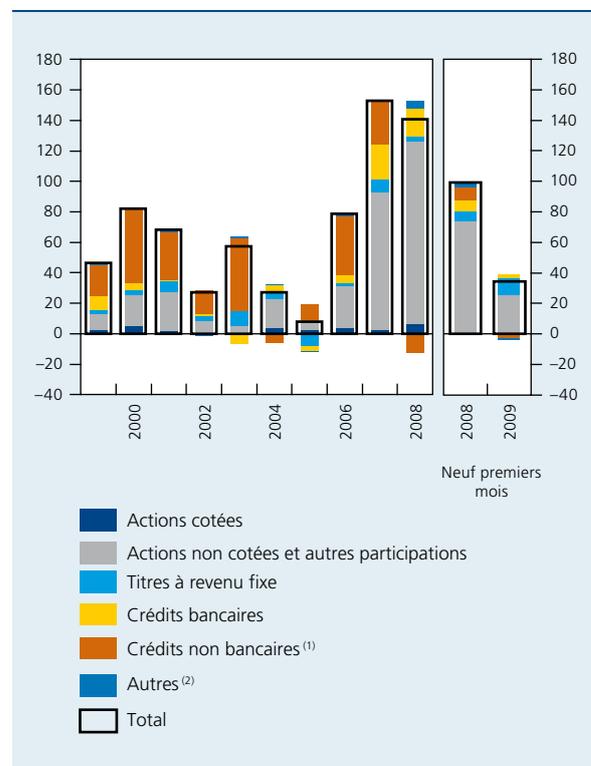
Ces chiffres masquent cependant des évolutions contrastées d'un trimestre à l'autre: ainsi, tant la formation d'actifs que la constitution de nouveaux engagements financiers ont été peu dynamiques au premier trimestre de 2009, tandis qu'elles se sont toutes deux raffermies au cours du deuxième trimestre, pour se montrer ensuite atones.

Au cours de l'année sous revue, les sociétés non financières ont revu à la baisse leurs projets d'investissement, ainsi que l'atteste le taux de croissance annuelle de la formation brute de capital fixe, qui s'est fortement détérioré par rapport à 2008. Alors qu'il s'établissait à 8,1 p.c. pour l'année précédente, cet indicateur est devenu nettement négatif en 2009, se chiffrant à -9,7 p.c.

Les conditions de l'obtention de fonds, par émission de titres ou d'actions, ont continué à se dégrader jusqu'en mars 2009, du fait de leur coût plus élevé. Dès le deuxième trimestre, toutefois, le financement par émission sur les marchés de titres à revenu fixe ou d'actions

GRAPHIQUE 92 NOUVEAUX ENGAGEMENTS FINANCIERS DES SOCIÉTÉS NON FINANCIÈRES: VENTILATION PAR INSTRUMENT

(milliards d'euros)



Source: BNB.

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

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

cotées est devenu plus intéressant. C'est également à partir de ce moment que, selon leurs réponses à l'enquête de l'Eurosystème sur la distribution du crédit, les établissements de crédit ont cessé de durcir leurs conditions d'octroi de crédits aux entreprises.

Le recul des nouveaux engagements s'est surtout manifesté par une forte diminution des émissions d'actions. Les émissions d'actions et autres participations ont représenté quelque 25 milliards d'euros au cours des neuf premiers mois de 2009, alors qu'elles avaient atteint plus de 73 milliards au cours de la période correspondante de 2008. Par contre, le recours à l'émission de titres, surtout à long terme, a fortement augmenté. Quelque 11 milliards d'euros de nouveaux titres ont été émis entre janvier et septembre 2009, soit près de deux fois plus que pendant la période correspondante de 2008.

Enfin, l'octroi de crédits bancaires s'est vivement ralenti par rapport à 2008. Au cours des neuf premiers mois de 2009, l'augmentation des crédits bancaires accordés aux entreprises belges s'est ainsi chiffrée à 1,8 milliard d'euros, soit un montant en net recul par rapport aux années précédentes.

## Crédits bancaires

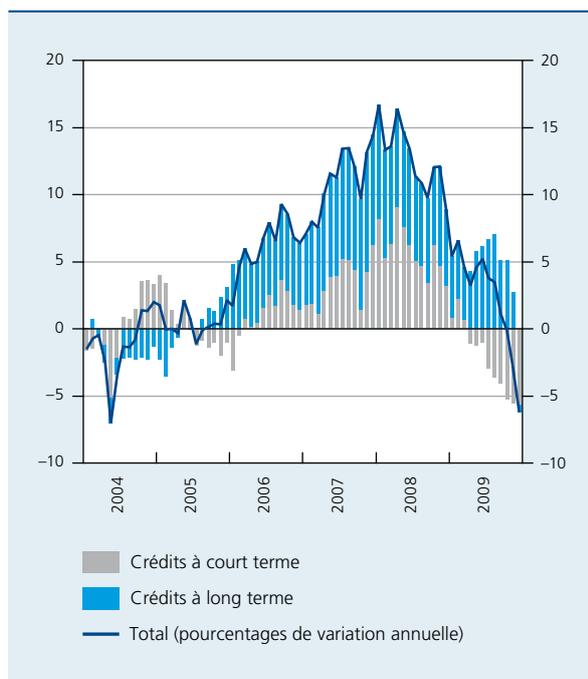
Cette décélération dans l'octroi de crédits bancaires aux entreprises s'est marquée tout au long de l'année. S'établissant à 5,4 p.c. en janvier, la croissance annuelle de l'encours des crédits accordés par les banques résidentes – qui représente environ les trois quarts de l'ensemble des dettes bancaires des entreprises – a fléchi pour devenir négative à partir d'octobre, l'amplification du mouvement de recul en décembre prenant toutefois sa source dans d'importantes opérations de titrisation menées par le secteur bancaire. Si l'on prend en considération les données de flux pendant l'année, plutôt que celles de variation d'encours à un an d'intervalle, il ressort que les entreprises résidentes ont remboursé aux banques belges plus de crédits que celles-ci ne leur en ont consenti. Les flux nets ont ainsi été négatifs, à -6,6 milliards d'euros, tandis qu'en 2008, ils avaient atteint 8,7 milliards. Quant aux crédits accordés par les banques étrangères, pour lesquelles les données ne sont disponibles que pour les neuf premiers mois, leur évolution a été différente selon que celles-ci sont établies ou non dans la zone euro. Les crédits octroyés par les banques situées hors de la zone euro ont donné lieu, durant cette période, à des remboursements nets, de 2,4 milliards d'euros. En revanche, l'afflux de fonds en provenance de banques étrangères des autres pays de la zone euro s'est élevé à 3,5 milliards

durant les trois premiers trimestres, contre 3,9 milliards pendant la période correspondante de 2008.

L'évolution des crédits accordés par les banques belges aux entreprises résidentes a différé en 2009 selon que ceux-ci étaient à court ou à long terme. Le taux de croissance annuelle des crédits d'une durée inférieure à un an est devenu négatif à partir d'avril 2009. À la fin de décembre, l'encours des crédits à court terme s'est inscrit en recul de 14,7 p.c. sur une base annuelle. En revanche, l'encours des crédits à long terme a continué à progresser tout au long des onze premiers mois de l'année, avant de baisser légèrement de 1 p.c. en décembre. Cette évolution fait suite à la tendance qu'avaient eue les banques en 2008 à privilégier les crédits à court terme, étant donné qu'elles étaient confrontées à des conditions de financement moins favorables et très volatiles, ainsi qu'au resserrement des contraintes de liquidité. Ces crédits à court terme ont vraisemblablement été remboursés au cours de l'année sous revue et ont fait place à des crédits à plus long terme, en raison de perspectives économiques plus favorables, d'une perception du risque moins négative et de la baisse des taux d'intérêt à long terme.

**GRAPHIQUE 93** CRÉDITS ACCORDÉS PAR LES BANQUES BELGES AUX SOCIÉTÉS NON FINANCIÈRES RÉSIDENTES : VENTILATION SELON LA DURÉE DU CRÉDIT<sup>(1)(2)</sup>

(données mensuelles, contribution à la croissance de l'ensemble des crédits, sauf mention contraire)



Source : BNB.

(1) Les crédits à court terme ont une maturité inférieure ou égale à un an ; les crédits à long terme ont une maturité supérieure à un an.

(2) Données influencées en décembre 2009 par des opérations de titrisation.

Les statistiques collectées par la Centrale des crédits aux entreprises de la Banque permettent d'affiner l'analyse de l'évolution du crédit selon la taille des entreprises emprunteuses et leur branche d'activité. Elles ne sont toutefois pas entièrement comparables à celles établies sur la base des états comptables des établissements de crédit, notamment du fait de leur couverture limitée aux crédits d'une valeur individuelle supérieure à 25.000 euros.

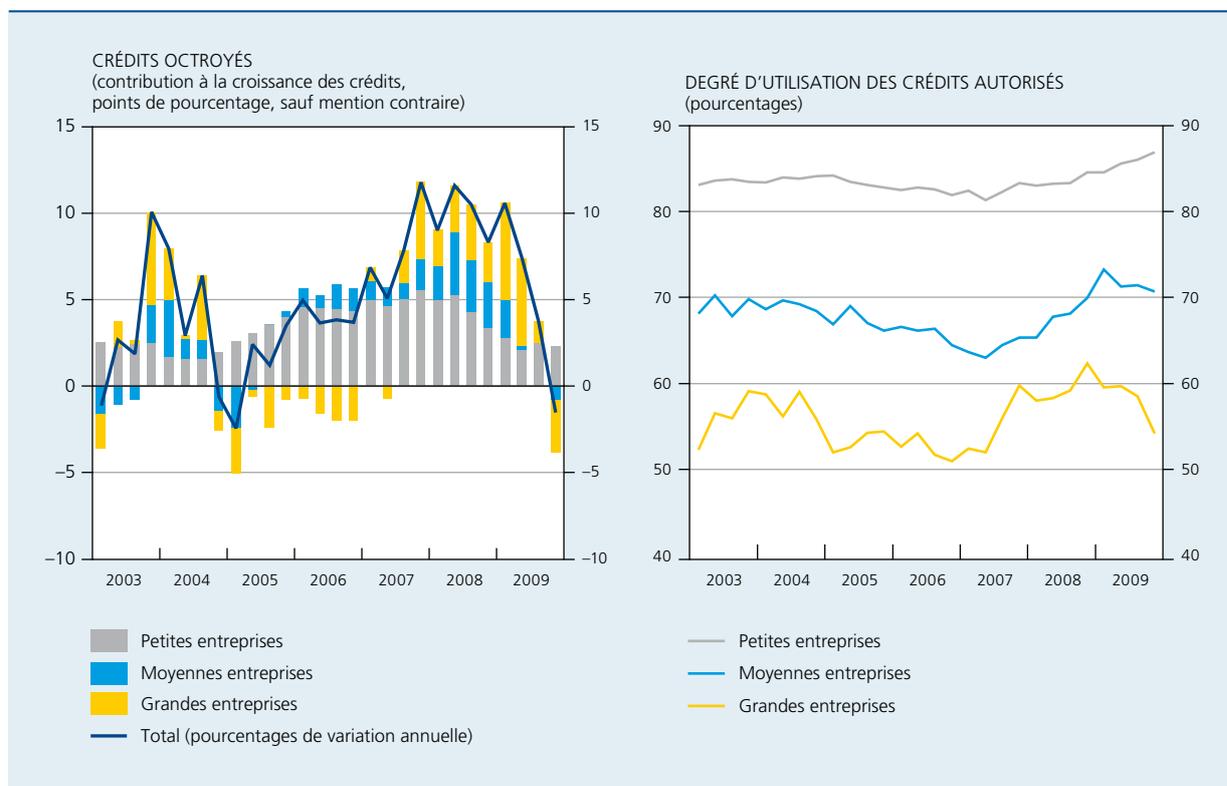
Jusqu'au troisième trimestre de l'année, l'ensemble des entreprises, quelle que soit leur taille, ont fourni une contribution positive à la croissance globale des crédits bancaires. Celle-ci s'est cependant tassée en cours d'année, principalement dans le chef des entreprises de taille moyenne. Durant le premier semestre de 2009, l'expansion a surtout été imputable aux grandes entreprises. Au troisième trimestre, en revanche, elle a principalement été le fait des petites entreprises. Au dernier trimestre, seules ces dernières ont encore contribué positivement à la croissance des crédits, dont le total s'est inscrit en recul par rapport à la fin de 2008.

Sur la base des informations communiquées par les banques à la Centrale des crédits aux entreprises, il est aussi possible de calculer le degré d'utilisation des crédits, qui illustre l'intensité avec laquelle les entreprises tirent sur leurs lignes de crédit. En 2007 et en 2008, cet indicateur s'était tendu quasiment sans interruption à partir du début des turbulences financières, et ce, pour chaque catégorie d'entreprises. Cela traduisait la volonté des entreprises de mobiliser au maximum leurs possibilités de crédit existantes, alors que les nouveaux prêts étaient plus difficiles à obtenir.

Au cours de l'année écoulée, les entreprises de petite taille ont tiré davantage encore sur leurs lignes de crédit. Le degré d'utilisation des crédits autorisés a atteint 86,9 p.c. pour cette catégorie de firmes à la fin de décembre 2009, soit le plus haut pourcentage observé depuis 2000. En revanche, s'agissant des autres catégories d'entreprises, cette tendance à la hausse est arrivée à son terme, en décembre 2008 pour les grandes firmes et en mars 2009 pour les entreprises de taille moyenne. En décembre 2009, le degré d'utilisation des crédits autorisés s'établissait à,

**GRAPHIQUE 94** VOLUME ET DEGRÉ D'UTILISATION DES CRÉDITS SELON LA CENTRALE DES CRÉDITS AUX ENTREPRISES : VENTILATION DES ENTREPRISES EN FONCTION DE LEUR TAILLE <sup>(1)</sup>

(données en fin de trimestre)



Source : BNB (Centrale des crédits aux entreprises).

(1) Sont considérées comme petites entreprises, celles qui ont remis un schéma abrégé des comptes annuels. Celles qui ont déposé un schéma complet sont considérées comme grandes ou moyennes selon que leur chiffre d'affaires a été supérieur ou non à 37,2 millions d'euros au cours de deux années consécutives.

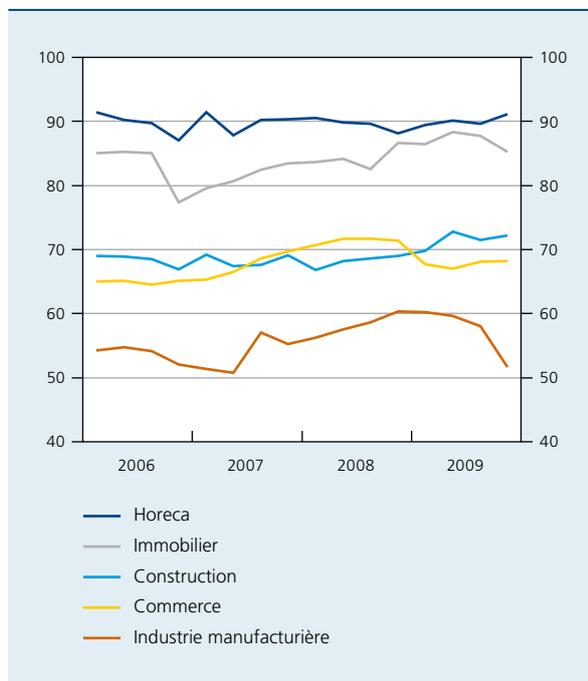
respectivement, 70,7 et 54,2 p.c. pour les moyennes et les grandes entreprises, des pourcentages malgré tout supérieurs à la moyenne des années précédentes. Les différences d'évolution selon la taille des sociétés pourraient s'expliquer par le rétablissement des marchés d'actions et de titres de créance, qui ne sont accessibles qu'aux grandes et moyennes entreprises.

Le degré d'utilisation varie considérablement en fonction de la branche d'activité des entreprises. Ainsi, les entreprises de l'industrie manufacturière ont les marges les plus larges au niveau des crédits « non utilisés », comme le laisse penser un degré d'utilisation structurellement inférieur. En revanche, les entreprises de l'horeca ou du secteur de l'immobilier – très souvent des PME – tirent généralement davantage sur les lignes de crédit mises à leur disposition. Une attitude restrictive en matière de crédits bancaires peut, par conséquent, être particulièrement dommageable pour les entreprises de ces secteurs.

Au cours de l'année écoulée, le degré d'utilisation des crédits autorisés dans la construction et l'horeca, deux branches d'activité où la taille moyenne des entreprises est plutôt réduite, a augmenté de respectivement 3,1 et 3 points de pourcentage. En revanche, il a diminué dans le secteur de l'immobilier, le commerce et l'industrie manufacturière, à concurrence de respectivement 1,4, 3,2 et 8,6 points.

**GRAPHIQUE 95** DEGRÉ D'UTILISATION DES CRÉDITS SELON LA CENTRALE DES CRÉDITS AUX ENTREPRISES: VENTILATION DES ENTREPRISES EN FONCTION DE LEUR SECTEUR D'ACTIVITÉ

(données en fin de trimestre, pourcentages)



Source : BNB (Centrale des crédits aux entreprises).

## Encadré 15 – Offre et demande de crédits aux entreprises: enseignements des enquêtes auprès des banques et des entreprises

Face à une détérioration de l'octroi de crédits aux entreprises, telle que celle qui a été observée à partir du printemps 2008, il est difficile de distinguer les effets respectifs de l'offre et de la demande de fonds. Les statistiques de réalisations rendent compte de l'équilibre en quantités sur les marchés du crédit, mais elles ne permettent pas d'identifier les éventuels déséquilibres entre l'offre et la demande. En l'occurrence, une partie de la demande peut ne pas être satisfaite du fait du rationnement des volumes octroyés par les banques ou la demande peut se restreindre en raison d'un coût du crédit jugé trop élevé. Les données d'enquête, généralement d'ordre qualitatif, sont fort utiles pour tenter de distinguer les effets liés à l'offre de ceux induits par la demande: en interrogeant directement les acteurs concernés sur leur perception en matière de crédits, les enquêtes permettent de mieux saisir l'influence des forces en présence et des facteurs qui sous-tendent les évolutions.

En Belgique, l'information relative aux conditions d'offre et de demande sur les marchés du crédit provient de deux enquêtes trimestrielles. La première est menée auprès des établissements de crédit et est harmonisée au niveau de la zone euro; il s'agit de l'enquête de l'Eurosystème sur la distribution du crédit bancaire, dénommée *Bank Lending Survey* (BLS). L'échantillon belge est composé des quatre grandes banques présentes sur le territoire national (*Dexia*, *BNP Paribas Fortis*, *ING Belgique* et *KBC*). Cette enquête est de type qualitatif et porte à la fois sur les conditions de crédit offertes aux entreprises (marges, maturité, garanties exigées, frais, etc.), sur la perception par les banques de

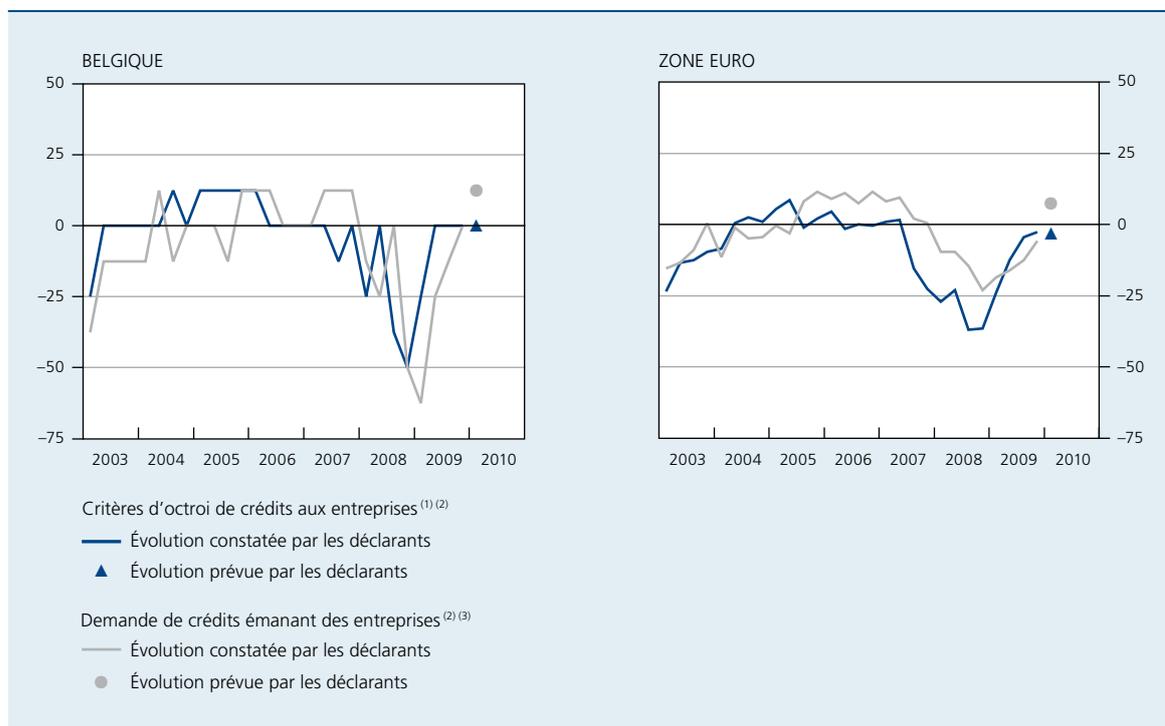
la demande, ainsi que sur les facteurs expliquant les évolutions observées. L'enquête a trait aux évolutions constatées (« au cours du trimestre écoulé ») et prévues (« au cours du prochain trimestre ») sur les marchés du crédit.

Depuis avril 2009, la Banque interroge les entreprises sur une base trimestrielle, pour faire suite à une demande du gouvernement de récolter de manière accélérée les données requises pour l'examen des conditions de crédit; jusqu'en 2008, l'appréciation des chefs d'entreprise était collectée une fois par an, en novembre, dans le cadre de l'enquête sur les investissements. Étant donné que le calendrier de cette seconde enquête est à présent calqué sur celui de l'enquête BLS, et que certaines questions sont formulées de manière similaire, il est désormais possible de comparer au cours d'un même trimestre l'appréciation des entreprises sur leurs conditions d'accès au crédit avec la perception des banques en la matière.

Il ressort de l'enquête sur la distribution du crédit bancaire que la demande de prêts émanant des entreprises aurait – selon les banques interrogées – encore connu une très nette baisse au premier trimestre de 2009, après avoir affiché des replis successifs de plus en plus forts durant l'année 2008. Ce sont essentiellement la chute de la formation brute de capital des entreprises et celle de la demande liée aux opérations de fusion/acquisition et de restructuration des sociétés qui sont à l'origine de cette évolution. Dans les enquêtes de juillet et d'octobre, les banques ont fait état d'une nouvelle contraction de la demande de prêts de la part des entreprises, moins

#### RÉSULTATS DE L'ENQUÊTE DE L'EUROSISTÈME SUR LA DISTRIBUTION DU CRÉDIT BANCAIRE: OFFRE ET DEMANDE DE CRÉDITS AUX ENTREPRISES

(données trimestrielles)



Sources: BCE, BNB (enquête de l'Eurosystème sur la distribution du crédit bancaire).

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

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

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

prononcée toutefois que celle observée au cours des trimestres précédents. En fin d'année, les établissements de crédit ont indiqué une stabilisation de la demande de crédits par les entreprises. Dans la seconde moitié de l'année, celle-ci a également été affectée, selon les banques, par le recours à d'autres moyens de financement, tels que l'émission de titres de créance.

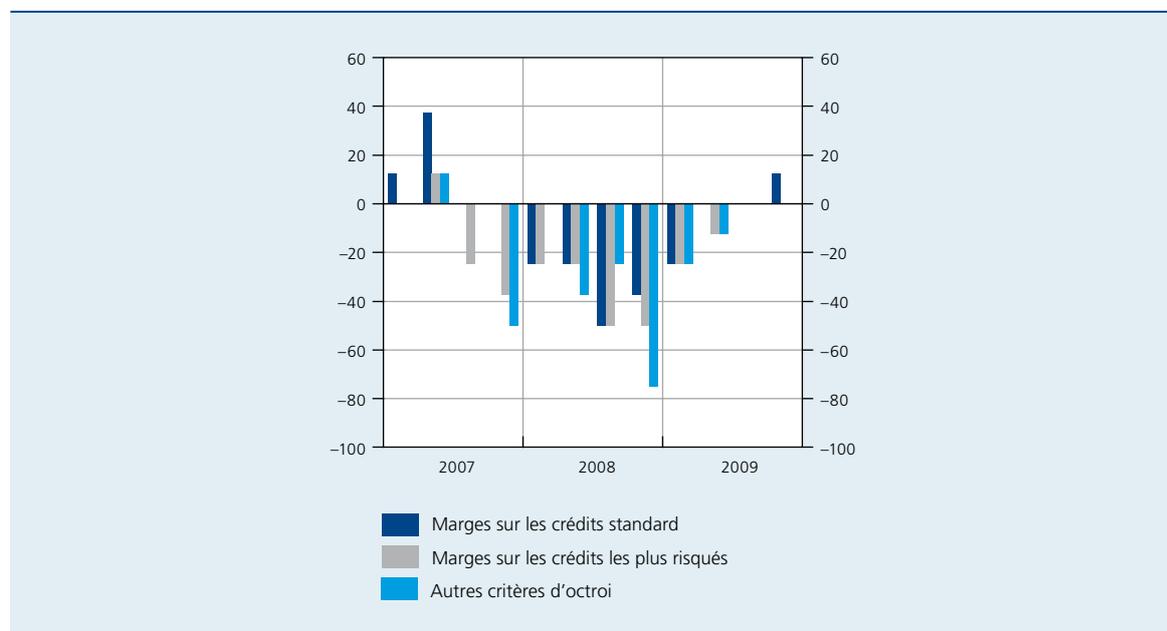
Les réponses des banques belges à l'enquête BLS montrent que celles-ci ont durci une nouvelle fois leur politique d'octroi de crédits au premier trimestre de 2009. Ce mouvement s'était amorcé au deuxième trimestre de 2007 et s'était considérablement amplifié en 2008. Marquant un arrêt de cette tendance, les critères d'octroi sont, selon les banques interrogées, demeurés quasiment inchangés pendant le reste de l'année sous revue.

L'évolution de l'offre et de la demande de crédits aux entreprises rapportée par les banques belges est similaire à celle retracée en moyenne par les établissements bancaires dans la zone euro. Toutefois, ceux-ci ont continué à déclarer un resserrement de leurs critères d'octroi jusqu'au quatrième trimestre de l'année, bien que de moins en moins important.

Les banques ont usé de différents moyens pour moduler l'offre de crédits en Belgique. Elles ont encore relevé les marges sur les crédits standard, au premier trimestre de 2009, et sur les crédits les plus risqués, aux premier et deuxième trimestres, et ont durci les autres critères d'octroi (tels que les frais divers et le montant du crédit). Toutefois, au troisième trimestre, tous ces critères sont demeurés inchangés, et l'assouplissement constaté en fin d'année sur les marges sur les crédits standard pourrait être annonciateur d'un retournement de la tendance au resserrement entamée à la mi-2007.

#### RÉSULTATS DE L'ENQUÊTE DE L'EUROSISTÈME SUR LA DISTRIBUTION DU CRÉDIT BANCAIRE EN BELGIQUE : CRITÈRES D'OCTROI DE CRÉDITS <sup>(1)(2)</sup>

(données trimestrielles)



Source : BNB (enquête de l'Eurosystème sur la distribution du crédit bancaire).

(1) Pourcentages nets pondérés des réponses des établissements de crédit interrogés sur les critères d'octroi de crédits. Un pourcentage négatif (positif) correspond à un critère au travers duquel le resserrement (assouplissement) s'est manifesté.

(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 se voit attribuer un poids deux fois plus grand que la mention d'une évolution « légère ».

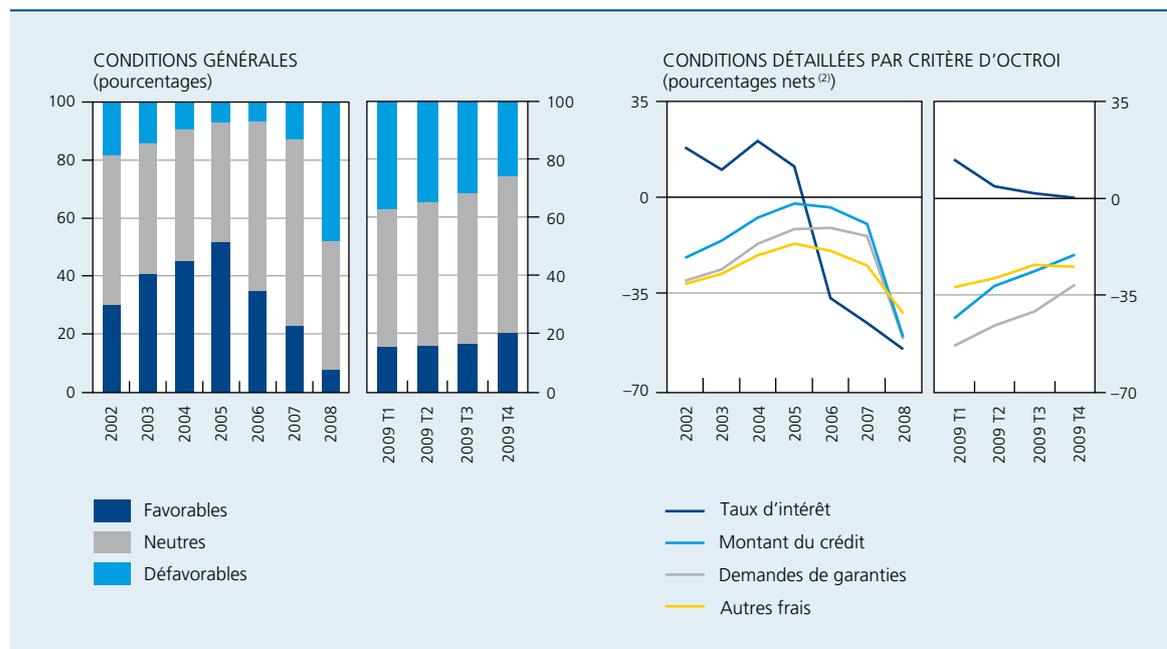
Les critères d’octroi se sont essentiellement durcis pour les grandes entreprises et pour les crédits à long terme, tandis qu’une tendance à la stabilisation s’est dessinée pour les PME dès le deuxième trimestre de l’année et qu’un relâchement a été enregistré pour les crédits à court terme au troisième trimestre. En ce qui concerne la demande, les banques ont indiqué avoir ressenti une baisse beaucoup plus prononcée de la part des grandes entreprises et pour les prêts à long terme.

Le resserrement initial de la politique des banques en matière de crédits et la stabilisation qui a suivi semblent également ressortir de l’enquête de la Banque sur les conditions d’accès au crédit par les entreprises. En début d’année, 37 p.c. des entreprises interrogées, issues des branches de l’industrie manufacturière, de la construction et des services aux entreprises, jugeaient que les conditions d’accès au financement bancaire étaient défavorables. Ce taux a régulièrement baissé au fil de l’année, revenant à 26 p.c. au quatrième trimestre, contre 48 p.c. à la fin de 2008. Dans le même temps, le pourcentage d’entreprises estimant les conditions favorables, qui était de 8 p.c. au terme de 2008, s’est accru en fin d’année à 20 p.c., après être resté stable aux alentours de 16 p.c. durant les trois premiers semestres. Malgré ces légères améliorations, le solde net de réponses, qui est passé de -22 p.c. au premier trimestre à -6 p.c. au quatrième trimestre de 2009, a continué d’indiquer des conditions globalement défavorables et bien plus négatives que lors du durcissement précédent, en 2002.

S’agissant des différents critères, les entreprises ont fait état d’une amélioration quant aux taux d’intérêt au cours des trois premiers trimestres de l’année, suivie d’une stabilisation en fin d’année, ce qui est compatible avec l’évolution observée des taux de détail appliqués aux entreprises. Concernant les autres conditions de crédit (autres frais, montant du crédit et garanties exigées), les entreprises ont continué de manifester un fort mécontentement, qui s’est cependant atténué au fil des trimestres. C’est surtout dans le domaine des garanties que, selon les

**APPRECIATION DES CONDITIONS D’ACCÈS AU CRÉDIT BANCAIRE PAR LES ENTREPRISES BELGES <sup>(1)</sup>**

(données trimestrielles à partir de 2009)



Source : BNB.

(1) Échantillon d’entreprises issues des branches de l’industrie manufacturière, de la construction et des services aux entreprises.

(2) Solde, en pourcentage, des réponses des entreprises interrogées indiquant leur appréciation favorable ou défavorable (-) des conditions d’accès au crédit bancaire.

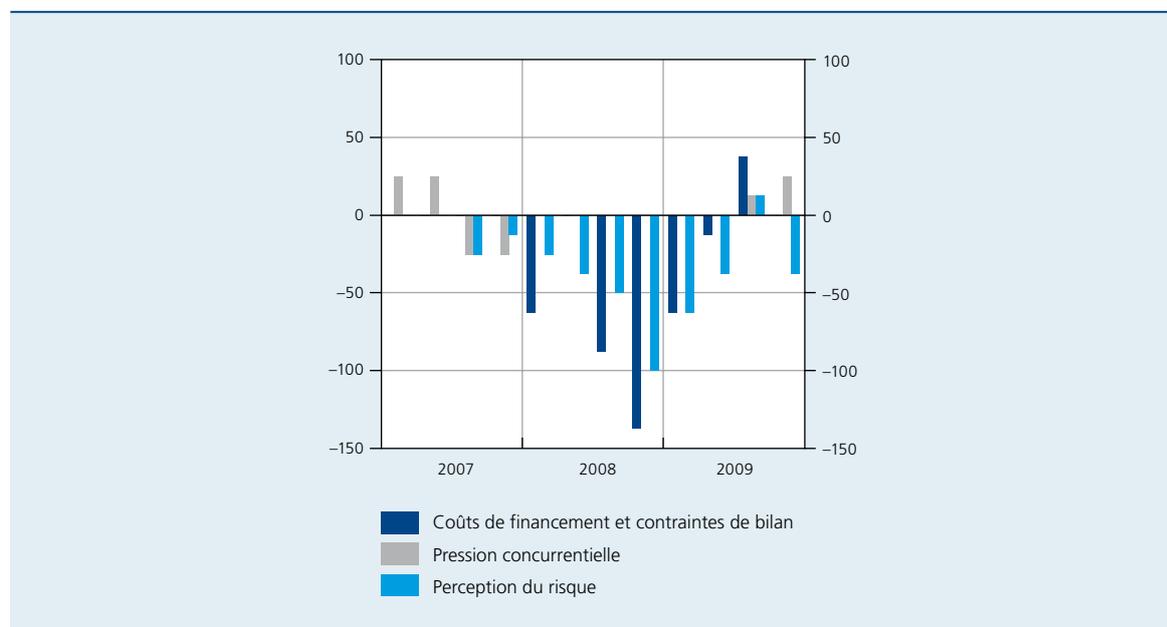
entreprises, les institutions de crédit se sont montrées trop exigeantes en 2009 : 31 p.c. des entreprises jugeaient encore excessive l'attitude des banques à cet égard en fin d'année.

En ce qui concerne les différences par catégorie de taille d'entreprises, les très grandes entreprises (de 500 employés ou plus) ont tout au long de l'année porté un jugement nettement moins favorable sur les conditions générales de financement, même si le pourcentage net des réponses est devenu moins négatif avec le temps. Ces résultats sont conformes aux déclarations des établissements de crédit recueillies dans l'enquête BLS. S'agissant des branches d'activité, l'appréciation générale des conditions de crédit s'est surtout améliorée dans l'industrie manufacturière et dans la construction, bien que le solde net des réponses y soit demeuré négatif tout au long de l'année. En fin d'année, les sociétés de services aux entreprises se sont montrées les plus critiques dans leur appréciation des conditions de crédit, mettant surtout en exergue le niveau des garanties exigées par les banques. Dans la construction, les frais liés au crédit ainsi que les garanties exigées sont demeurés des préoccupations importantes.

La stabilisation des critères d'octroi de crédits bancaires aux entreprises en Belgique peut s'expliquer par l'apaisement, graduel en cours d'année, des incertitudes liées aux difficultés de financement et aux contraintes de bilan rencontrées par les banques. La perception du risque par les banques, qui dépend des perspectives quant à l'activité économique générale ou qui est propre à certaines branches ou firmes, est en revanche devenue le facteur explicatif le plus important sur l'ensemble de l'année.

Le durcissement progressif de la politique des banques en matière d'offre de crédits aux entreprises depuis la mi-2007 était essentiellement dû à ces deux facteurs : accroissement des difficultés de financement et aggravation

**RESSERREMENT DES CONDITIONS D'OCTROI DE CRÉDITS AUX ENTREPRISES EN BELGIQUE : PRINCIPAUX FACTEURS EXPLICATIFS <sup>(1)(2)</sup>**  
(données trimestrielles)



Source : BNB (enquête de l'Eurosystème sur la distribution du crédit bancaire).

(1) Pourcentages nets pondérés des réponses des établissements de crédit interrogés sur les facteurs explicatifs. Un pourcentage négatif (positif) correspond à un facteur qui a contribué à un resserrement (assouplissement) des conditions du crédit.

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

des contraintes de bilan, d'une part, et détérioration de la perception du risque, d'autre part. C'est sur ces deux axes que les autorités publiques sont intervenues à la fin de 2008 et au cours de 2009.

La mise à disposition de liquidités par la BCE, de même que l'adaptation de ses instruments de politique monétaire, ont incontestablement contribué à doter les institutions financières de fonds suffisants. Pour leur part, les autorités belges ont fourni aux banques des fonds propres et des garanties d'État quand cela s'est avéré nécessaire. Par ailleurs, en ce qui concerne l'amélioration de la perception du risque, elles ont pris des initiatives intéressantes, notamment en développant de nouveaux instruments de crédit et de garantie à l'intention des PME. Un médiateur du crédit, faisant fonction de personne de contact pour toute entreprise rencontrant des difficultés de financement, a été désigné et attaché au Centre de connaissances du financement des PME (CeFiP). Par ailleurs, les activités du Fonds de participation ont été étendues. Sa capacité d'octroi de crédits a été relevée de 300 millions d'euros grâce à un nouvel emprunt obligataire et des produits supplémentaires ont été lancés : par l'intermédiaire d'*Initio*, les PME peuvent recevoir une aide du Fonds pour finaliser leur emprunt bancaire ; le gouvernement a également introduit un instrument appelé *Casheo*, qui permet aux petites entreprises de se voir octroyer un prêt subordonné contre la mobilisation de créances qu'elles détiennent sur les institutions publiques. Enfin, à l'instar du gouvernement fédéral, les régions ont augmenté les budgets des sociétés régionales de garantie et d'investissement, assoupli les mécanismes d'octroi d'aides garanties et élargi leur champ d'application.

En outre, le gouvernement fédéral a pris des mesures ciblées visant à limiter les éventuels problèmes de liquidité. Ainsi, pour la période allant de mars à août 2009, un report de trois mois a été accordé pour le paiement du précompte professionnel retenu sur les rémunérations des salariés et des dirigeants d'entreprise.

### Titres à revenu fixe

Les entreprises belges ont émis des titres à revenu fixe à concurrence de 11,1 milliards d'euros au cours des neuf premiers mois de 2009, les émissions les plus importantes s'étant effectuées au deuxième trimestre. Les émissions nettes de titres à court terme sous la forme de billets de trésorerie se sont réduites, à hauteur de 0,4 milliard, tandis que les montants nets collectés par émission de titres à long terme ont atteint près de 11 milliards. Ce montant, très élevé dans une perspective historique, s'explique par de grosses émissions d'obligations par quelques grandes entreprises belges, dont les actions sont généralement reprises dans le BEL 20 et qui, probablement confrontées à des difficultés d'obtention d'un crédit bancaire, ont profité du rétablissement des marchés de titres de créance et de la baisse des coûts associés à ce mode de financement. La majeure partie de ces obligations a été souscrite par des investisseurs institutionnels établis dans d'autres pays de la zone euro (à raison de 64 p.c.) ou hors de celle-ci (pour 16 p.c.).

### Actions

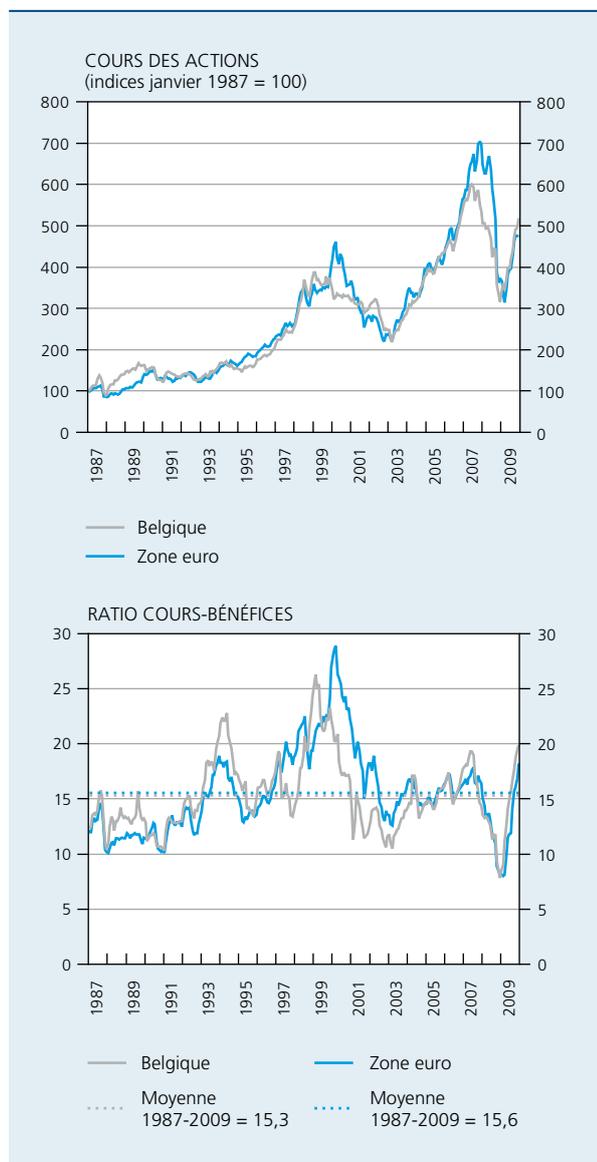
Au cours des neuf premiers mois de 2009, les émissions nettes d'actions non cotées ont atteint un montant de 25,4 milliards d'euros, largement inférieur aux

73,5 milliards émis durant la période correspondante de l'année précédente, montant gonflé il est vrai par des opérations du groupe *Arcelor Mittal*. Alors que les émissions d'actions avaient été nombreuses les années qui ont directement précédé et suivi l'introduction de la loi sur la déduction des intérêts notionnels, en 2006, elles se sont donc fortement réduites au cours de l'année écoulée. Indépendamment de la crise financière et de ses conséquences, on peut émettre l'hypothèse que l'effet d'appel dû à la mesure relative aux intérêts notionnels a touché à sa fin.

Comme l'année précédente, les entreprises ont eu très peu recours au marché boursier. En début d'année, en effet, la baisse des cours boursiers et la préférence des investisseurs pour les actifs peu risqués ont rendu les émissions d'actions cotées onéreuses. Au cours des neuf premiers mois de 2009, ce canal de financement s'était quasiment tari, les émissions se limitant à 0,1 milliard. Quelques sociétés se sont vues dans l'obligation d'émettre des actions à partir du deuxième trimestre de 2009 afin de redresser la structure de leur bilan, pour des raisons réglementaires ou contractuelles.

En ce qui concerne la Bourse de Bruxelles, cinq introductions ont été recensées en 2009, l'une sur *Eurolist* et les autres sur *Alternext* (trois introductions) et le *Marché Libre*

**GRAPHIQUE 96 COURS BOURSIERS ET RATIO COURS-BÉNÉFICES EN BELGIQUE ET DANS LA ZONE EURO<sup>(1)</sup>**  
(moyennes mensuelles)



Source : Thomson Reuters Datastream.

(1) Indices couvrant l'ensemble des sociétés cotées sur chaque marché, à l'exclusion des sociétés financières.

(une introduction), les deux marchés qui s'adressent plus spécifiquement aux PME grâce à des critères d'admission simplifiés, tandis que neuf entreprises sont sorties de la cote (sept d'*Eurolist* et deux du *Marché Libre*).

Sur la base des moyennes mensuelles, l'indice des cours d'actions de l'ensemble des sociétés belges cotées, à l'exclusion des entreprises du secteur financier, s'est redressé à partir de janvier 2009. De janvier à décembre 2009, l'indice boursier belge a bondi de 64 p.c. L'indice similaire élaboré pour les entreprises de la zone euro s'est inscrit en

hausse plus tardivement, à partir d'avril 2009, progressant alors de 52 p.c. jusqu'en décembre. Ce rebond des cours s'est traduit par une nette remontée du ratio cours-bénéfices, amplifiée certes de façon purement mécanique par le fait que les résultats des sociétés ont été dans le même temps particulièrement déprimés par rapport à la période précédente.

Ce ratio donne une indication du degré d'adéquation de la valorisation des actions. Dès les prémices de la crise financière, il s'était inscrit en baisse pour les sociétés cotées, revenant sous sa moyenne de longue période à la fin de 2007 pour les valeurs belges et au début de 2008 pour les valeurs de la zone euro. Le ratio cours-bénéfices est ensuite tombé à un plancher historique, respectivement au terme de 2008 et au début de 2009, avant de se redresser durant les mois qui ont suivi. À la fin de décembre 2009, il avait retrouvé aussi bien en Belgique que dans la zone euro une valeur similaire à celle qui prévalait juste avant l'éclatement de la crise financière, tout en demeurant dans les deux cas sous le niveau atteint à la fin des années 1990.

## 7.4 Administrations publiques

Au cours des neuf premiers mois de l'année sous revue, les comptes financiers des administrations publiques se sont soldés par un déficit de 20,7 milliards d'euros, contre 5,4 milliards durant la période correspondante de 2008. La nette détérioration de ces comptes est le reflet de la dégradation sensible du solde de financement des administrations publiques pour des raisons tant structurelles que conjoncturelles, ainsi qu'on l'a détaillé dans le chapitre 6 consacré aux finances publiques. Alors qu'en 2008, l'encours des actifs financiers des administrations publiques s'était fortement accru à la suite des injections de capitaux ou des prêts opérés dans le cadre du sauvetage d'institutions financières, il a reflué de quelque 10 milliards d'euros au cours des neuf premiers mois de l'année sous revue, notamment parce que le financement, par le pouvoir fédéral via la Société fédérale de participations et d'investissement (SFPI), du portefeuille de produits structurés de *Fortis Banque Belgique*, logés dans la structure de défaisance *Royal Park Investment (RPI)*, a été plus limité que prévu initialement. Les engagements des administrations publiques ont, quant à eux, progressé de 10,4 milliards.

### Nouvelles émissions du Trésor

En janvier 2009, le Trésor a, comme d'habitude, procédé à l'émission d'un nouvel emprunt de référence sous la forme d'OLO à dix ans. En mars, puis en juin, de nouvelles lignes

**TABLEAU 31** ACTIFS ET ENGAGEMENTS FINANCIERS DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES

(milliards d'euros)

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	Neuf premiers mois	
							2008	2009
Formation d'actifs financiers <sup>(1)</sup> .....	3,4	0,4	0,8	12,6	21,8	n.	-0,7	-10,4
Nouveaux engagements financiers .....	4,5	8,7	0,5	13,4	25,9	n.	4,7	10,4
Titres en euro .....	-1,1	5,5	-1,1	10,3	18,6	n.	3,9	19,5
dont:								
Trésor .....	-1,2	4,0	-0,6	12,6	18,2	12,9	3,5	14,8
À un an au plus .....	-0,2	0,8	0,4	4,4	14,3	-6,4	7,0	0,9
À plus d'un an .....	-1,0	3,2	-0,9	8,2	3,9	19,2	-3,4	14,0
Autres engagements en euro <sup>(1)</sup> .....	6,9	4,0	1,8	3,5	3,5	n.	0,4	-6,2
Engagements en devises du Trésor ...	-1,3	-0,8	-0,1	-0,5	3,7	-4,0	0,4	-2,9
Solde financier .....	-1,1	-8,3	0,3	-0,8	-4,1	n.	-5,4	-20,7

Source : BNB.

(1) Y compris les « bons du Trésor – Fonds de vieillissement ».

d'OLO ont été émises, à cinq et à trois ans, respectivement. Dans les trois cas, le Trésor a opté pour des émissions par syndication en vue d'assurer aux nouvelles lignes une liquidité immédiate suffisante. Plus d'un quart des montants émis à dix ans ont été souscrits par des compagnies d'assurances et des institutions de retraite professionnelle, reflétant l'intérêt manifesté pour le long terme par certains investisseurs dont les engagements s'inscrivent dans la durée. *A contrario*, les émissions à trois et à cinq ans ont davantage attiré d'autres catégories d'investisseurs : les OPC se sont arrogés 45 p.c. des souscriptions à cinq ans et les banques 41 p.c. de celles à trois ans. Le Trésor a, par ailleurs, alimenté les lignes d'OLO existantes par le biais d'adjudications, portant à dix le nombre total d'émissions durant l'année 2009, contre huit l'année précédente. Ainsi, le Trésor a pu solliciter une large gamme d'émissions assorties d'une durée résiduelle de deux à dix-neuf ans, modulant le calendrier des échéances tout en cherchant à minimiser la charge financière. Au total, les émissions d'OLO ont permis au Trésor de lever 35 milliards d'euros en 2009.

Le Trésor a réalisé un arbitrage sur le marché en émettant, comme l'année précédente, des obligations en dollar des États-Unis. Émis dans le cadre de son programme *Euro Medium Term Notes* (EMTN), ces titres ont immédiatement fait l'objet d'un *swap* en euro, permettant *in fine* d'emprunter à un taux avantageux étant donné les conditions intéressantes sur le marché des *swaps*. Les émissions EMTN ont permis de récolter 2,5 milliards d'euros.

Les bons d'État n'ont guère profité, au cours de l'année sous revue, de l'engouement des particuliers pour les titres à revenu fixe. Au total, les ménages ont souscrit pour environ 670 millions d'euros de bons d'État, un montant comparable à celui de l'année précédente. Comme celle de décembre 2008, l'émission de mars 2009 a été exceptionnelle, rapportant à elle seule plus de la moitié des fonds collectés sur l'ensemble de l'année. Cet intérêt des épargnants a été sans nul doute attribuable à la sécurité maximale offerte par le bon d'État, en tant que produit à rendement fixe à l'abri des défaillances bancaires. La modestie des taux proposés, à relativiser compte tenu d'une inflation atone, n'a visiblement pas découragé certains ménages – vraisemblablement les plus réticents à prendre des risques – de souscrire à ces émissions. Il est vrai que les dépôts bancaires n'étaient guère plus intéressants. L'aversion des ménages pour le risque semble s'être atténuée par la suite, puisque les émissions suivantes de bons d'État ont livré des résultats plus conformes à la moyenne des dernières années.

Considérées globalement, les émissions à moyen et long termes ont atteint 38,3 milliards d'euros en 2009, soit près de 5 milliards de plus que les volumes, déjà élevés, émis l'année précédente.

## Gestion de la dette du Trésor

Contrairement à ce qui s'était produit en 2008, les emprunts émis à moyen et à long termes au cours de l'année sous revue ont largement couvert le solde brut à financer du Trésor, qui s'est établi à 28,8 milliards d'euros. L'ampleur de ces émissions devait, il est vrai, permettre de refinancer le surplus d'emprunts à court terme émis en 2008 pour soutenir les opérations menées par les pouvoirs publics en vue du sauvetage de plusieurs grandes banques ou compagnies d'assurances. L'endettement à court terme du Trésor a effectivement pu être sensiblement réduit au cours de l'année sous revue.

Les besoins de financement de l'État fédéral ont renoué en 2009 avec un niveau plus proche de celui qui prévalait avant la crise financière. Ainsi, alors que le Trésor avait clôturé ses opérations de 2008 par un déficit de caisse de 27,5 milliards d'euros, l'impasse budgétaire est revenue à 7,8 milliards, un montant sensiblement inférieur mais qui, si on le compare à celui des années précédant la crise économique et financière, a dénoté un dérapage substantiel des finances du pouvoir fédéral. Par ailleurs, les emprunts échéant dans l'année et nécessitant un refinancement ont été limités à 17,9 milliards d'euros, contre 26,5 milliards en 2008. Enfin, le Trésor a procédé, pour un montant de 3,1 milliards, au rachat anticipatif de titres échéant ultérieurement.

Le rachat de titres avant leur maturité permet de lisser les besoins de financement du Trésor d'une année sur l'autre. En 2009 par exemple, seule une ligne d'OLO arrivait à échéance. Le Trésor en a profité pour racheter anticipativement des titres échéant en 2010, année où le volume d'emprunts à rembourser, et donc à refinancer, sera plus important.

Ce lissage des échéances se justifie pour limiter le risque que des besoins de financement trop élevés sur une période donnée ne contraignent le Trésor à emprunter à un taux supérieur à celui en vigueur sur le marché. Ce risque est mesuré par la proportion du portefeuille d'emprunts qui doit être refinancée au cours de la période considérée. Les limites maximales que le Trésor se fixe pour le risque de refinancement à douze mois et à cinq ans s'établissent à 25 et 60 p.c. respectivement. À la fin de 2009, ces ratios atteignaient 22,9 et 59,8 p.c.

Le Trésor surveille par ailleurs un deuxième type de risque: le risque de refixation de taux, défini comme la part du portefeuille d'emprunts sujette à une refixation des conditions d'intérêt pendant une période déterminée. Les limites pour le risque à douze mois et à cinq ans ont été fixées à, respectivement, 27,5 et 65 p.c. de

la dette en euro. Au terme de 2009, le risque à douze mois se montait à 27,9 p.c. et celui à cinq ans, à 66,5 p.c.

L'évolution des taux d'intérêt des obligations d'État est intimement liée à un autre type de risque, à savoir celui couru par les investisseurs dans l'éventualité où l'émetteur ne respecterait pas ses engagements. Le déclin des taux d'intérêt à long terme sur les emprunts souverains, entamé durant l'été 2008, s'est interrompu au début de l'année sous revue. Les taux des emprunts belges et allemands à dix ans ont alors sensiblement augmenté, les marchés s'inquiétant de la dégradation des finances publiques consécutive aux interventions de sauvetage, aux plans de relance de l'économie et à la récession. Par la suite, les taux de l'OLO de référence et du *Bund* allemand ont poursuivi leur tendance à la baisse, grâce à la demande soutenue d'actifs à long terme induite par la courbe des taux fortement inclinée à la hausse.

**TABLEAU 32** BESOINS ET MOYENS DE FINANCEMENT DE L'ÉTAT FÉDÉRAL <sup>(1)</sup>  
(milliards d'euros)

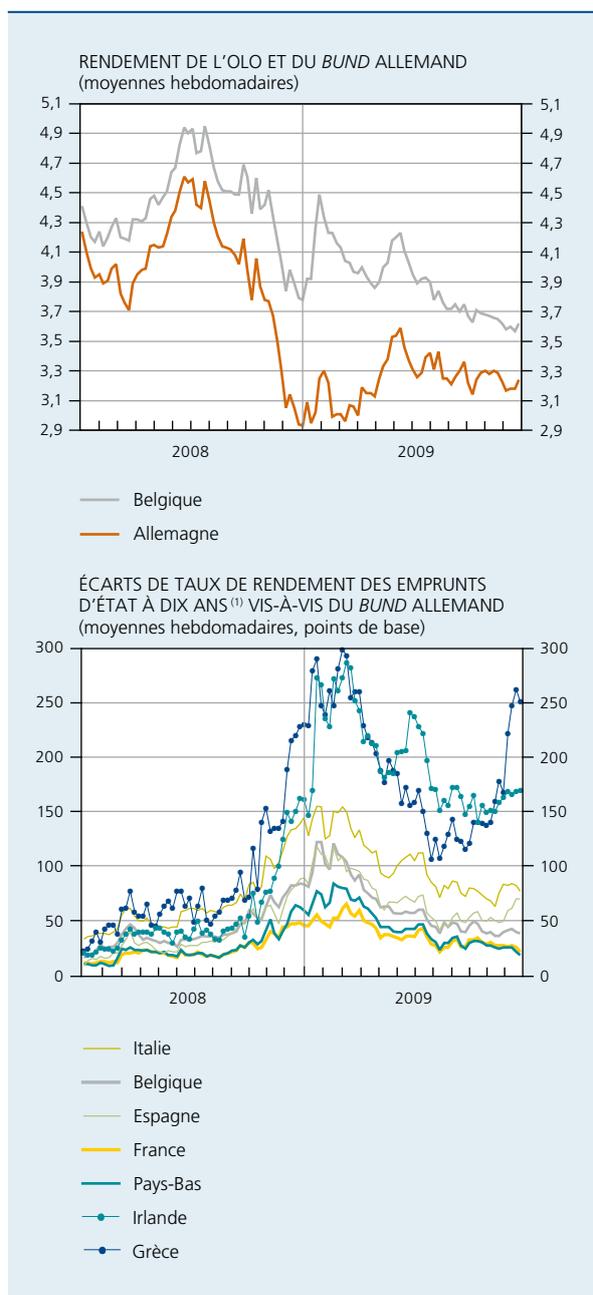
	2008	2009
Solde brut à financer . . . . .	57,3	28,8
Besoins bruts de financement . .	54,0	25,7
Déficit ou excédent (-) budgétaire <sup>(2)</sup> . . . . .	27,5	7,8
Dette à moyen et à long termes échéant dans l'année . . . . .	26,5	17,9
En euro . . . . .	26,0	17,9
En devises . . . . .	0,5	0,0
Rachats et échanges (titres échéant l'année suivante ou ultérieurement) . . . . .	3,3	3,1
Autres besoins de financement . .	0,1	0,0
Moyens de financement à moyen et à long termes . . . . .	33,8	38,3
Émissions en euro . . . . .	32,4	35,8
Obligations linéaires (OLO) . .	31,8	35,0
Bons d'État . . . . .	0,7	0,7
Émissions en devises . . . . .	1,4	2,5
Variation nette de la dette à court terme en devises . . . . .	4,3	-4,0
Variation de l'encours des certificats de trésorerie . . . . .	11,1	-1,4
Variation nette des autres dettes à court terme en euro et des actifs financiers . . . . .	8,1	-4,1

Source: SPF Finances.

(1) Avant opérations de swap.

(2) 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.

GRAPHIQUE 97 RENDEMENT DES EMPRUNTS D'ÉTAT À DIX ANS <sup>(1)</sup>



Source : BRI.

(1) Pour la Belgique, taux de rendement sur le marché secondaire des emprunts de référence de l'État (OLO).

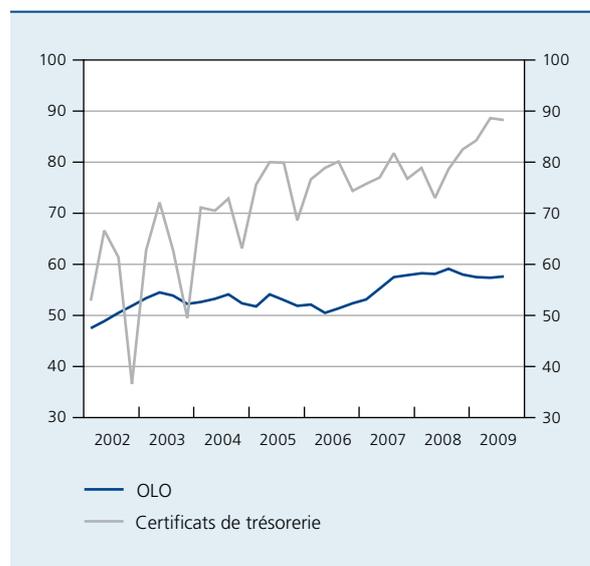
Les différentiels de taux des emprunts des émetteurs souverains de la zone euro vis-à-vis du *Bund* allemand ont atteint des sommets au début de l'année, alors que l'aversion pour le risque prédominait sur les marchés. Cet élargissement a été plus marqué dans certains pays que dans d'autres. Il l'a particulièrement été en Irlande, vu les craintes de défaut sur la dette considérable que le gouvernement irlandais a dû contracter pour renflouer

le secteur financier. Le Trésor irlandais, à l'instar de celui d'autres pays de la zone euro, comme l'Espagne, a d'ailleurs vu la notation de sa dette dégradée. Les agences de *rating* ont, en revanche, maintenu inchangée la notation de la dette publique belge. La plupart des écarts de rendement ont ensuite diminué à partir du mois d'avril. Au 31 décembre, l'écart de taux entre les obligations à long terme des États belge et allemand s'établissait à 46 points de base, alors qu'il culminait au-delà de 120 points à la fin de janvier. Un calme relatif est revenu sur les marchés financiers à partir du deuxième trimestre, et le mouvement de fuite des investisseurs vers la qualité et la liquidité, qui avait davantage profité au *Bund* allemand qu'aux emprunts d'autres États, s'est quelque peu essoufflé, provoquant le repli partiel des écarts de taux. La Grèce fait toutefois figure d'exception : le différentiel de taux appliqué à ses emprunts souverains a renoué en décembre avec les sommets atteints au début de l'année. Le Trésor grec a ainsi été victime de la méfiance des investisseurs inquiets de la détérioration marquée des finances de l'État.

La baisse des écarts de taux n'a toutefois pas permis de compenser la hausse considérable observée en 2008. Le différentiel de taux d'intérêt des OLO à dix ans vis-à-vis des emprunts publics allemands de même durée est demeuré bien plus important qu'avant la crise. Les investisseurs ont toujours jugé les obligations allemandes plus liquides et moins risquées, exigeant de ce fait une prime

GRAPHIQUE 98 PART DÉTENUE À L'ÉTRANGER DES OLO ET DES CERTIFICATS DE TRÉSORERIE ÉMIS PAR L'ÉTAT BELGE

(données en fin de trimestre, pourcentages du total)



Source : BNB.

pour acquérir des obligations d'autres États de la zone euro. Cette prime a entretenu l'intérêt des investisseurs étrangers pour les titres de la dette publique belge. La part des emprunts publics belges détenus à l'étranger est restée élevée en 2009. Au 30 septembre, ce ratio s'établissait à 58 p.c. pour les OLO et à 88 p.c. pour les certificats de trésorerie.

## 8.

## Stabilité financière

### 8.1 Marchés financiers internationaux

Le système financier international a connu un début d'année 2009 particulièrement tendu, se remettant lentement de la crise consécutive à la défaillance de la banque américaine d'investissement *Lehman Brothers* qui avait failli provoquer son effondrement. Le processus accéléré de désendettement et le blocage de presque tous les segments des marchés interbancaires et de financement de gros, sur lesquels de nombreuses institutions financières systémiques se reposaient pour assurer la couverture de leurs besoins de fonds, ont lourdement pesé sur la position de liquidité des principales banques et compagnies d'assurances internationales. Comme ces problèmes forçaient les établissements financiers à vendre leurs actifs dans des conditions de marché déjà difficiles, entraînant une baisse des cours qui menaçait encore davantage leur solvabilité, les banques centrales ont été amenées à accroître le montant de leurs crédits et à assouplir les modalités de leurs interventions dans les marchés.

Bien que ces opérations aient permis de soulager les problèmes de liquidité du secteur financier, la solvabilité des banques est restée sous pression en raison des importantes dépréciations comptabilisées sur les actifs des portefeuilles de négoce, qui sont acquis en vue d'être revendus et que la réglementation en vigueur impose donc de valoriser à la juste valeur. La chute ininterrompue des prix de marché de ces actifs, combinée à l'accroissement des pertes de crédit dans les autres portefeuilles, dits bancaires, qui reprennent tous les actifs financiers non détenus à des fins de négoce, ont contraint les banques américaines et européennes à des dépréciations d'actifs d'au total, respectivement, 343,9 et 176,7 milliards de dollars des États-Unis sur la période courant du dernier trimestre de 2008 au premier trimestre de 2009. Les pertes les plus importantes ont été enregistrées sur les produits de finance structurée, car leurs baisses initiales de valeur

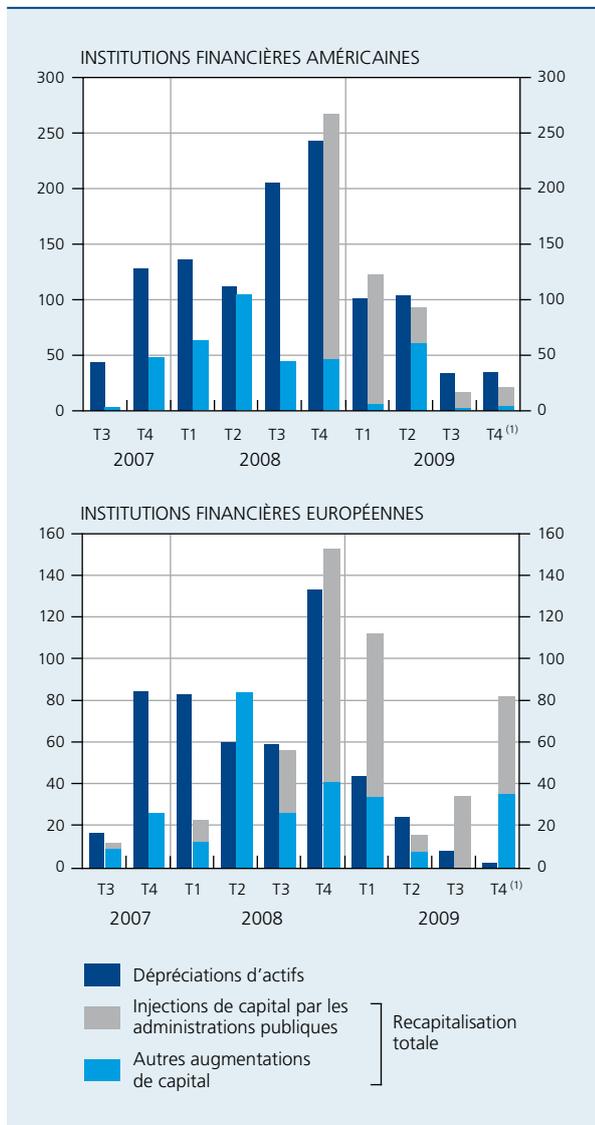
se sont rapidement traduites par un resserrement abrupt de leur liquidité, entraînant de nouvelles chutes de cours.

Afin de couvrir ces importantes dépréciations, les recapitalisations ont culminé, au dernier trimestre de 2008 et au premier trimestre de 2009, à 385,4 milliards de dollars pour les banques américaines et 267,8 milliards pour les banques européennes. Les établissements financiers n'ayant pratiquement plus accès aux marchés boursiers, la plupart de ces recapitalisations ont été financées par les administrations publiques, à concurrence de 87,2 p.c. pour les banques américaines et de 71,9 p.c. pour leurs homologues européennes.

Ces recapitalisations étaient nécessaires, non seulement pour réapprovisionner les réserves après les pertes déjà comptabilisées dans les portefeuilles de négoce et les portefeuilles bancaires, mais aussi pour atténuer l'incidence que la détérioration de l'économie mondiale allait exercer, par effet de retour, sur la qualité de l'ensemble des prêts ou avances octroyés par les établissements financiers. Contrairement aux moins-values portant sur les portefeuilles de négoce, qui sont comptabilisées immédiatement du fait de la valorisation à la juste valeur, les pertes relatives aux prêts et avances ne sont enregistrées, sous la forme de dépréciations, qu'au moment où elles sont encourues. Les estimations de ces pertes futures étaient fort élevées en début d'année, car le marché s'attendait à une contraction de l'activité économique, d'une importance et d'une durée inédites depuis la Seconde Guerre mondiale, amplifiée par la progression du chômage et l'effondrement du marché immobilier dans plusieurs pays. Les attentes relatives aux faillites ne cessaient d'être revues à la hausse et les taux de recouvrement – c'est-à-dire la proportion des prêts susceptible d'être récupérée en cas de défaillance – d'être revus à la baisse. Ainsi, le taux de défaillance des obligations spéculatives était passé de moins de 1 p.c. à la fin de 2007 à 7,4 p.c. à la mi-mars

**GRAPHIQUE 99 DÉPRÉCIATIONS D'ACTIFS ET RECAPITALISATIONS DES GRANDES INSTITUTIONS FINANCIÈRES MONDIALES**

(milliards de dollars des États-Unis)



Source : Bloomberg.

(1) Le montant des dépréciations d'actifs du quatrième trimestre de 2009 est partiel, dans la mesure où de nombreuses institutions n'avaient pas encore publié leur résultat pour cette période à la date de clôture du présent Rapport.

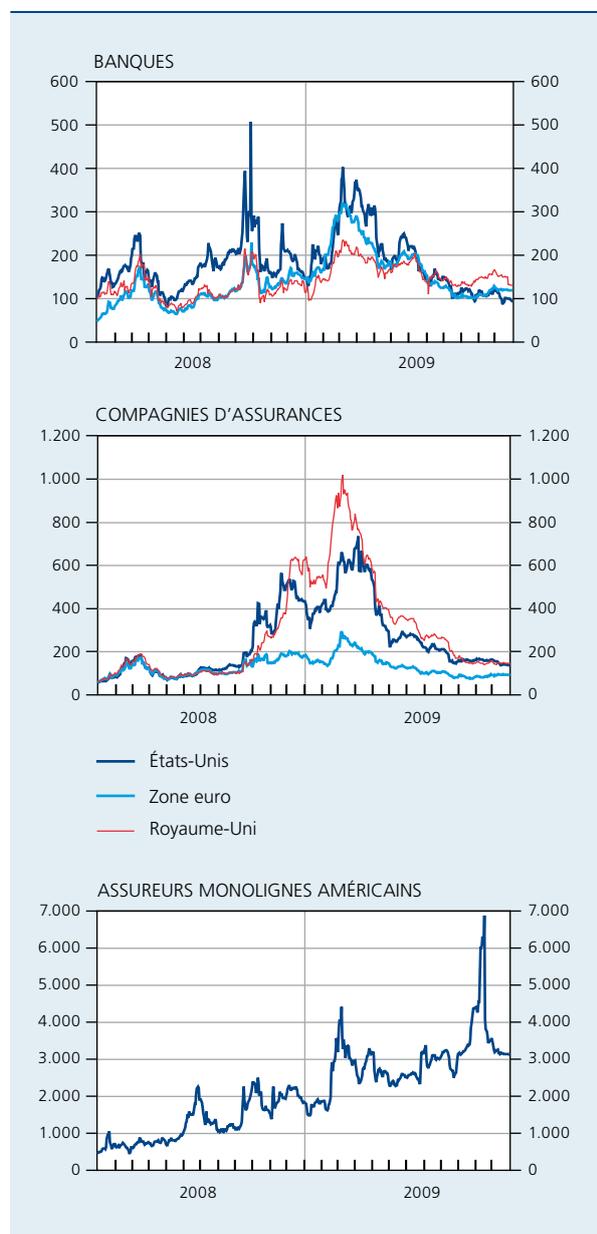
et l'une des principales agences de notation estimait qu'il atteindrait au quatrième trimestre de 2009 16,4 p.c. aux États-Unis et 19,6 p.c. en Europe, dépassant ainsi le précédent record historique de 15,9 p.c. en 1933. Comme la crainte de tels effets de retour négatifs était particulièrement élevée pour des pays comme l'Irlande ou certains pays d'Europe centrale et de l'Est, où la forte croissance économique avait été alimentée de manière excessive par le crédit et s'était accompagnée d'une détérioration des taux d'épargne et des soldes courants de balance des paiements, les institutions financières qui avaient une

forte exposition sur ces marchés ont été plus spécialement fragilisées.

Cette deuxième vague de pertes encourues par les établissements financiers, concentrée sur les portefeuilles de prêts traditionnels, devrait donc encore s'ajouter aux moins-values actées sur les portefeuilles de négoce et alourdir ainsi les pertes du secteur. Le FMI a estimé, dans son rapport d'octobre 2009 sur la stabilité financière dans le monde, que ces pertes pourraient atteindre au

**GRAPHIQUE 100 PRIMES SUR LES CONTRATS DÉRIVÉS DE DÉFAUT À CINQ ANS**

(données journalières, points de base)



Source : Thomson Reuters Datastream.

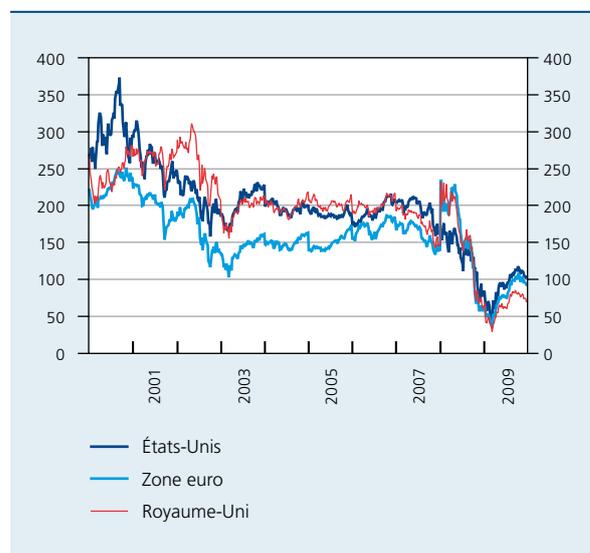
total, pour la période 2007-2010, 1.025 milliards de dollars aux États-Unis, 814 milliards dans la zone euro et 604 milliards au Royaume-Uni, dont, respectivement, 610, 350 et 260 milliards étaient déjà comptabilisés à la fin du deuxième trimestre de l'année sous revue. Les incertitudes concernant le montant total des dépréciations qui devraient encore être actées ont renforcé les craintes quant aux risques de contreparties et ont ramené l'attention sur le niveau du capital de base des banques, en particulier du capital social et des réserves, qui constituent les premières composantes des fonds propres à être touchées en cas de pertes.

Le climat d'incertitude s'est reflété dans les primes des contrats dérivés de défaut (*credit default swap* ou CDS) portant sur des entreprises financières qui, dans leur forme la plus simple, peuvent être comparés à des primes d'assurance payées par un investisseur en échange d'une protection contre les risques de crédit. Les primes CDS portant sur des banques, qui avaient culminé après la défaillance de *Lehman Brothers*, sont restées élevées tout au long du premier trimestre de 2009. Ces niveaux étaient exigés par les marchés au vu non seulement de l'ampleur des pertes déjà encourues, mais aussi des difficultés d'évaluation de la position financière réelle des institutions financières et des incertitudes concernant leur rentabilité future dans un contexte marqué par un manque de liquidités sur les marchés financiers et une détérioration des perspectives économiques. Les primes CDS sur les banques ont ainsi atteint un nouveau sommet en mars. Dans le même temps, les primes CDS sur les assureurs monolignes américains, qui avaient vendu massivement aux banques des assurances contre les pertes sur produits structurés, sont également montées en flèche. Elles ont atteint un pic au cours du mois de novembre en raison notamment des problèmes de liquidité rencontrés par AMBAC, un des principaux acteurs du marché. Les autres assureurs ont aussi enregistré une forte hausse de leurs primes CDS, compte tenu de l'incidence négative de l'évolution des cours des obligations et des actions sur leurs résultats financiers.

L'accroissement des primes exigées sur les contrats CDS au début de 2009 a pu être accentué par l'appréhension d'une nouvelle vague de nationalisations de banques dans la mesure où celles-ci pouvaient constituer un cas de recours à la protection. Compte tenu des mauvais résultats publiés par les banques au cours des premiers mois de 2009, les investisseurs ont estimé, dans de nombreux cas, que le capital de base, seul élément des fonds propres qui ne peut jamais devoir être remboursé, ne serait pas suffisant pour compenser les pertes de nombreuses institutions financières, ce qui nécessiterait de nouvelles interventions des États. Avec des marchés de capitaux

**GRAPHIQUE 101** RAPPORT ENTRE LA VALEUR DE MARCHÉ ET LA VALEUR COMPTABLE DES BANQUES COTÉES EN BOURSE

(données journalières, pourcentages)



Source : Thomson Reuters Datastream.

privés virtuellement inaccessibles aux banques, la recapitalisation par les pouvoirs publics apparaissait en pratique effectivement comme le seul moyen pour les institutions financières de répondre aux attentes des marchés concernant le renforcement de leurs fonds propres de base.

Ces difficultés se sont reflétées dans les ratios rapportant la valeur boursière des actions des banques à leur valeur comptable. Alors que ces ratios avaient avoisiné 200 p.c. pour les banques américaines et 150 p.c. pour les banques européennes au cours des cinq années précédant la crise, la valeur de marché des fonds propres ne représentait plus, en moyenne, que respectivement 42 et 34 p.c. de la valeur comptable le 9 mars. Outre les craintes de dilution de l'actionnariat et de nationalisation, ces ratios ont également traduit la méfiance des marchés quant à la situation exacte des bilans des banques, en raison des doutes sur la fiabilité de la valorisation de leurs immobilisations incorporelles et de certains de leurs actifs financiers. Dans ce contexte, le reclassement par les banques de certains de leurs actifs, de leurs portefeuilles de négoce valorisé à la valeur de marché vers leurs portefeuilles de nature bancaire où la comptabilisation s'effectue aux coûts historiques, n'a pas contribué à améliorer la transparence.

La poursuite de la crise au début de 2009 a nécessité des mesures plus vigoureuses, plus complètes et mieux coordonnées que celles qui avaient déjà été décidées en 2008. L'objectif a été non seulement de s'attaquer aux

symptômes de la crise financière via des interventions visant à soutenir les établissements et les marchés financiers, mais aussi de remédier à ses causes sous-jacentes en élaborant de nouvelles réglementations dans le secteur financier et en ajustant les politiques macroéconomiques.

Durant le premier trimestre de 2009, de nombreux gouvernements ont lancé des programmes de grande ampleur, prévoyant à la fois des plans de relance économique et des aides au secteur financier. Les plans de relance ont consisté en des mesures générales de soutien à l'économie, telles que des réductions d'impôts, des projets d'infrastructure ou des subsides aux investissements du secteur privé, ainsi qu'en des mesures plus ciblées d'aide en faveur de secteurs spécifiques, comme ceux de l'immobilier ou de l'automobile. Les interventions plus directes en faveur du secteur financier ont, quant à elles, pris la forme, comme indiqué au chapitre 1, d'injections de capital en vue de renforcer la position de solvabilité, de garanties étendues sur les dépôts bancaires, de garanties sur les nouvelles émissions de titres effectuées pour améliorer la position de liquidité, ainsi que d'un ensemble de mesures de couverture des risques sur certains actifs de qualité inférieure, sous la forme soit d'assurances contre les risques de défaut soit de rachats de ces actifs. Les mécanismes d'assurance contre les défauts, à l'instar de l'*Asset Protection Scheme* britannique, permettent aux banques d'acheter une protection contre les pertes au-delà d'une franchise, sans impliquer un paiement initial des pouvoirs publics. Un exemple de dispositif de rachat d'actifs est le *Public-Private Investment Program* (PPIP) américain, qui vise à délester les établissements de crédit de certains actifs structurés tout en libérant des fonds pour renforcer leur bilan : ce programme associe capitaux publics et privés, tout en faisant jouer l'effet de levier via des emprunts garantis par l'État, pouvant aller jusqu'à 1.000 milliards de dollars. Par ailleurs, le plan américain de stabilité financière, dit plan « Geithner », annoncé le 10 février, prévoyait des injections de capital dans les principales institutions financières en fonction des résultats des « tests de résistance » (*stress tests*) auxquels elles devraient se soumettre, et une extension du programme TALF (*Term Asset-backed Securities Loan Facility*) de la Réserve fédérale américaine, de façon à le faire passer de 200 à 1.000 milliards de dollars en vue de soutenir, via le rachat d'actifs, les marchés du crédit et de la titrisation. L'ensemble des plans d'aide au secteur financier représentait 23,4 p.c. du PIB des pays du G20 selon une évaluation du FMI publiée en novembre 2009.

Plusieurs mesures de soutien, détaillées dans le début du présent Rapport, ont aussi été prises par les banques centrales. Celles-ci ont ramené leurs taux directeurs à des planchers historiques, ont allongé les échéances de leurs

prêts aux institutions financières, ont élargi la palette des actifs financiers pouvant servir de nantisements à leurs opérations, ont fourni des liquidités en devises étrangères et ont adopté des politiques d'assouplissement quantitatif pour injecter des liquidités dans les secteurs importants du système financier. Parmi ces dernières mesures figure, aux États-Unis, le programme TALF, déjà mentionné, de soutien aux marchés du crédit et de la titrisation, au Royaume-Uni, les 200 milliards de livres sterling du programme de rachat d'actifs de la Banque d'Angleterre (*Asset Purchase Facility*) et, pour la zone euro, les 60 milliards d'euros du programme d'achat d'obligations sécurisées (*covered bonds*) de l'Eurosystème. Toutes ces mesures visaient à renforcer les positions de liquidité des institutions financières, à améliorer les conditions générales sur les marchés monétaires et ceux du financement de gros et à endiguer la contraction du crédit. Les injections de liquidités et les mesures de soutien des banques centrales représentaient 9,7 p.c. du PIB des pays du G20 en août 2009.

Dans le contexte de panique et d'incertitude qui prévalait au premier trimestre de 2009, nombre de ces interventions des banques centrales et des gouvernements ont été initialement accueillies assez fraîchement par les marchés. Ceux-ci ont notamment été déçus par le plan « Geithner » qui restait en deçà des attentes et dont les modalités d'exécution étaient entourées de nombreuses inconnues. Les banques centrales et les gouvernements ont intensifié leurs efforts en vue de relancer les marchés financiers et ont réaffirmé leur détermination lors des réunions du G20, qui se sont tenues au niveau des ministres des finances et des gouverneurs de banque centrale le 14 mars et des chefs d'État ou de gouvernement le 2 avril. Les dirigeants du G20 se sont accordés sur un programme de relance de 1.100 milliards de dollars des États-Unis, prévoyant notamment une augmentation immédiate de 250 milliards de la capacité de prêt offerte par le FMI, avec la promesse d'autres augmentations encore. Dans le même temps, les autorités nationales ont dévoilé le détail de leurs plans de sauvetage, tandis que les incertitudes concernant la situation financière des banques ont été calmées par l'organisation coordonnée de « tests de résistance » dans les principales institutions d'importance systémique du secteur financier.

Les premiers fruits de ces efforts ont pu être observés au courant du mois de mars, après qu'une série d'institutions financières systémiques ont déclaré s'attendre à des résultats meilleurs que prévu. Dans les semaines qui ont suivi, l'optimisme des investisseurs a été renforcé par de premiers signes de stabilisation en provenance des marchés immobiliers et d'autres secteurs économiques, par les engagements pris par le G20, par les 1.125 milliards de dollars supplémentaires engagés par la Réserve

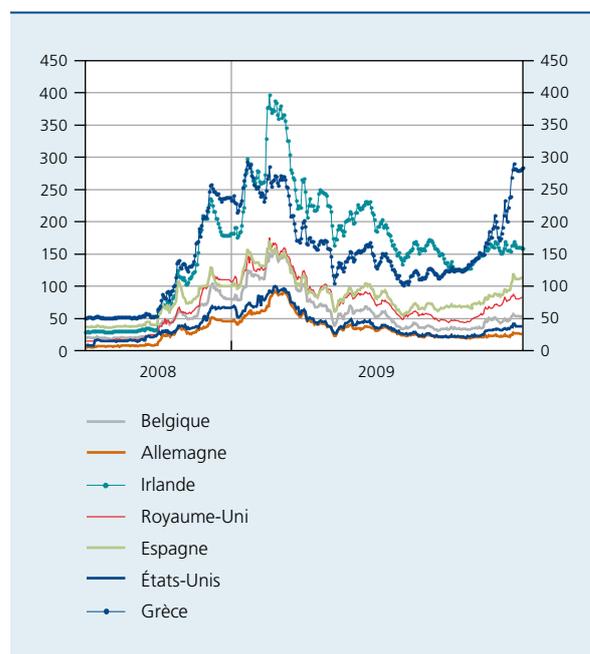
fédérale américaine pour soutenir le marché du crédit aux États-Unis, par des annonces de modifications des règles comptables et par de nouvelles clarifications au sujet des plans de sauvetage des banques centrales et des gouvernements. L'opinion plus favorable quant à la santé du secteur financier a également été dopée par la publication des résultats des « tests de résistance » menés aux États-Unis qui, s'ils ont montré que certaines banques devaient encore être recapitalisées, ont été rassurants quant à l'ampleur des capitaux nécessaires. Des « tests de résistance » similaires ont été effectués en Europe durant l'été auprès de vingt-deux grands groupes bancaires européens. Tout en indiquant que ces groupes pourraient encore subir des pertes de l'ordre de 400 milliards d'euros dans un scénario défavorable, ces tests ont montré que, même dans une telle éventualité, le ratio de solvabilité de base, dit *Tier 1*, demeurerait toujours supérieur à 6 p.c. dans chacune de ces banques pendant la période 2009-2010. Cette diminution des incertitudes quant à la viabilité des banques s'est également traduite par d'importants reculs des primes CDS sur ces institutions.

La réduction des risques systémiques a aussi donné lieu à une chute des primes des CDS souverains réclamées par les vendeurs de protection en contrepartie de la couverture du risque de défaut d'États. Ces primes avaient fortement augmenté au cours du dernier trimestre de 2008 et du premier trimestre de 2009, les plans de sauvetage du secteur financier ayant entraîné d'importants transferts de risques vers les États, un creusement de leur déficit et un gonflement souvent plus marqué encore de leur endettement. Liés à des perspectives économiques incertaines et à l'accroissement des autres dépenses des administrations publiques, ces développements avaient contribué à alimenter les doutes sur la capacité des pouvoirs publics de supporter de telles charges. Cela s'était également traduit par une augmentation des *spreads* des obligations de la plupart des États par rapport à celles émises par le Trésor américain ou le Trésor allemand, ainsi que par des abaissements de notation pour certains pays. Bien que les primes des CDS souverains se soient repliées au fur et à mesure que les craintes de nouveaux transferts de charges vers des administrations publiques et d'une matérialisation des risques systémiques se sont atténuées, leur niveau est resté bien au-dessus de ceux observés avant le déclenchement de la crise. La baisse récente n'a toutefois été ni continue ni générale, car l'optimisme des investisseurs est resté fortement tributaire de la reprise et de l'impératif d'assainissement des finances publiques qui ne s'est pas fait sentir avec la même urgence dans les différentes économies.

Après le premier trimestre de 2009, les bénéfices des banques, surtout au deuxième trimestre, se sont souvent avérés supérieurs aux prévisions, notamment en raison

**GRAPHIQUE 102 PRIMES SUR LES CONTRATS DÉRIVÉS DE DÉFAUT SOUVERAINS À CINQ ANS**

(données journalières, points de base)



Source : Thomson Reuters Datastream.

d'évolutions plus favorables sur les marchés, du redressement de la pente de la courbe des rendements et des signes, d'abord, d'un ralentissement du recul conjoncturel et, ensuite, d'une reprise de l'activité économique. Les moins-values sur actifs financiers se sont également réduites après le premier trimestre, l'amélioration des conditions de marché ayant contribué à ranimer un certain appétit pour le risque et à entraîner les cours à la hausse. Ainsi, exprimés en pourcentage de leur niveau à la veille de la défaillance de *Lehman Brothers*, des indicateurs de prix des produits de finance structurée sont passés d'un creux de 65,3 p.c. en mars 2009 à 93,4 p.c. à la fin de décembre 2009 pour les titres adossés à des prêts hypothécaires commerciaux et, sur la même période, de 43,8 à 66,4 p.c. pour les titres adossés à des prêts hypothécaires *subprime*, deux des classes d'actifs les plus touchés. Ce redressement a permis à certaines banques d'annoncer des revalorisations des actifs toxiques détenus dans leur portefeuille de négoce. Conjuguées à la diminution des problèmes de liquidité et à la réduction des risques systémiques, ces évolutions ont induit une forte progression du cours des actions du secteur financier par rapport à leur plancher du mois de mars. À la fin de 2009, les indices des cours boursiers des banques européennes et américaines s'élevaient à respectivement 84,4 et 64,2 p.c. du niveau atteint le jour précédant la défaillance de *Lehman*

*Brothers* et ceux des assureurs européens et américains se trouvaient à respectivement 85 et 78,1 p.c. de ce niveau.

Toutefois, l'amélioration des indices boursiers des banques a été loin d'être régulière et, dans certains cas, l'annonce, par des institutions financières, de bénéfices meilleurs qu'escompté s'est traduite par un recul des cours en raison des incertitudes relatives à la représentativité des résultats annoncés, surtout lorsque ceux-ci découlaient d'éléments non récurrents, aux modalités de comptabilisation et à l'ampleur des pertes de crédit. Les investisseurs sont restés manifestement très circonspects dans leur appréciation de la rentabilité future des banques. En particulier, les

établissements financiers spécialisés dans l'octroi de crédits et n'ayant que peu d'activités de négoce sont apparus très dépendants, pour se ménager une marge de rentabilité suffisante, de l'important écart observé entre les taux à court et à long termes. Par opposition, les banques très actives dans les opérations de négoce ont enregistré des bénéfices sensiblement plus élevés, mais sont davantage exposées aux risques d'évolutions contraires des marchés.

Le changement dans la perception des risques systémiques et l'abondance des liquidités offertes par les banques centrales ont, par ailleurs, conduit à une chute des écarts de taux d'intérêt observés sur le marché monétaire. À partir

**TABEAU 33 ÉVOLUTIONS DES COURS DES ACTIFS FINANCIERS ET DES PRIMES DE RISQUE**

(données journalières, pourcentages du niveau atteint le 12 septembre 2008, la veille de la défaillance de la banque *Lehman Brothers*)

	Niveau extrême d'octobre 2008 <sup>(1)</sup>	Niveau au 31 décembre 2008	Niveau extrême de mars 2009 <sup>(1)</sup>	Niveau au 31 décembre 2009
Indices de prix des crédits structurés <sup>(2)</sup>				
Titres adossés à des crédits hypothécaires commerciaux – tranche AAA	93,6	77,5	65,3	93,4
Titres adossés à des crédits hypothécaires <i>subprime</i> – tranche AAA	88,0	72,1	43,8	66,4
Écarts de taux sur les marchés monétaires				
Écart entre l'Euribor à trois mois et le <i>swap</i> Eonia à trois mois	289,1	178,1	156,3	48,8
Écart entre les taux garanti et non garanti	295,4	173,9	147,7	48,1
Taux d'intérêt				
Euribor à trois mois	106,7	58,4	36,6	14,1
Aversion pour le risque				
Indice <i>Vix</i> <sup>(3)</sup>	291,4	145,9	188,1	76,2
Écarts de taux sur les obligations émergentes <sup>(4)</sup>	249,3	202,7	199,9	82,4
Indices de rendement d'actions				
Actions américaines	67,3	72,3	55,1	92,5
dont:				
Banques	74,5	64,7	27,4	64,2
Assureurs	66,8	72,0	45,1	78,1
Actions européennes	69,2	73,1	57,5	93,5
dont:				
Banques	55,1	54,7	34,2	84,4
Assureurs	58,8	71,3	43,6	85,0
Prix des matières premières				
Lingot d'or	94,2	114,2	118,1	145,2
Indice des matières premières industrielles <sup>(5)</sup>	71,0	52,5	53,1	91,3

Sources : J.P. Morgan Chase, The Economist, Thomson Reuters Datastream.

(1) Pour les écarts sur les marchés monétaires, les paramètres d'aversion au risque et les taux d'intérêt, les niveaux indiqués pour octobre 2008 et mars 2009 sont les niveaux journaliers les plus élevés ayant été enregistrés. Pour les indices de prix des crédits structurés et les cours des actions et des matières premières, il s'agit des niveaux journaliers les plus bas ayant été enregistrés.

(2) Le *J.P. Morgan CMBX NA.3 AAA Clean Price* est l'indice pour le marché des titres adossés à des crédits hypothécaires commerciaux et l'*ABX 2006-2 AAA Closing Price* est celui utilisé pour le marché des titres adossés à des crédits hypothécaires *subprime*.

(3) L'indice *Vix* mesure la volatilité implicite de l'indice boursier *Dow Jones Industrial*.

(4) Les écarts de taux sur les obligations émergentes correspondent aux différentiels de taux de rendement entre les obligations à long terme en dollar des États-Unis d'émetteurs de marchés émergents et les bons du Trésor américain d'une durée équivalente.

(5) L'indice utilisé pour les matières premières industrielles est celui publié par *The Economist*.

de l'été 2009, l'écart entre le taux Euribor à trois mois sur les prêts interbancaires non garantis et le taux de *swap* Eonia à trois mois pour les prêts au jour le jour, ou encore celui entre le taux Eurepo sur les prêts garantis à trois mois et le taux Euribor sur le financement des prêts interbancaires non garantis à trois mois, ont été nettement inférieurs aux niveaux observés le jour précédant la défaillance de *Lehman Brothers*. Compte tenu par ailleurs du niveau historiquement bas des taux d'intérêt directeurs des banques centrales, ces développements ont permis aux institutions financières de se financer à un coût peu élevé. La moindre utilisation des facilités d'urgence des banques centrales et la diminution des dépôts du secteur financier auprès de celles-ci ont constitué d'autres signes de stabilisation des marchés interbancaires et de financement de gros. Cette normalisation est demeurée néanmoins très dépendante du soutien des gouvernements et n'a pas été identique pour tous les établissements bancaires.

Sur les marchés de titres, la confiance s'est également redressée à partir de mars 2009, comme en a témoigné le repli de l'indice *Vix*, qui mesure la volatilité implicite du marché des actions, ou la baisse des écarts de taux entre les obligations émises sur les marchés émergents et les bons du Trésor américain, qui étaient revenus à la fin de 2009 à 82,4 p.c. de leur niveau à la veille de la défaillance de *Lehman Brothers*.

Par leur politique de taux d'intérêt directeurs proches de zéro et d'injections massives de liquidités dans le système financier, les banques centrales ont largement contribué à la relative normalisation du secteur financier et des marchés financiers. Il ne peut toutefois être exclu que ces assouplissements ne contribuent à nourrir un emballement des prix de certaines catégories d'actifs. Vers la fin de l'année 2009, de premiers signes semblaient apparaître sur des segments du marché des matières premières, l'or en particulier, et sur des marchés financiers ou immobiliers en Asie et en Amérique du Sud. Dans un tel contexte, les modalités de sortie des mesures exceptionnelles de soutien à la liquidité prises par les autorités monétaires en réponse à la crise devront être soigneusement calibrées.

## 8.2 Adaptation de la réglementation et de la supervision en réponse à la crise

La crise financière mondiale a révélé d'importantes déficiences dans les dispositifs de régulation et de surveillance qui régissent le système financier, tels qu'un niveau et une qualité insuffisants des fonds propres et des réserves de liquidité dans le secteur bancaire, des pratiques de provisionnement et de valorisation inadéquates ou encore

des politiques de rémunération encourageant des niveaux d'endettement et des prises de risques excessifs. Sous la conduite des chefs d'État ou de gouvernement des pays avancés et émergents du G20, les principales instances internationales en charge de la conception de normes et de règles prudentielles ont cherché à tirer les leçons de la crise et proposé une série de réformes en vue d'améliorer les dispositifs de régulation et de surveillance.

Cet ensemble de propositions ne vise pas seulement à renforcer la dimension microprudentielle, axée sur la résilience des institutions financières individuelles. Leur objectif est aussi d'élargir le champ de la réglementation et de la supervision aux risques systémiques, en renforçant la dimension macroprudentielle et en améliorant les dispositifs de gestion globale des risques, afin de réduire la probabilité de défaillance d'une institution ou d'une infrastructure importante susceptible de mettre en péril, par effet de contagion, l'ensemble du système, ou encore le risque qu'un grand nombre d'institutions financières adoptent des comportements similaires et réagissent de manière simultanée à des changements des conditions de marché, exacerbant ainsi les mouvements cycliques. Diverses réformes ont été par ailleurs introduites aux niveaux européen et belge afin d'adapter l'architecture institutionnelle de la réglementation et de la surveillance du système financier.

### Renforcement de la résistance des institutions financières individuelles

De nombreuses mesures du programme de réformes sont destinées à renforcer la résistance des institutions individuelles aux chocs économiques et financiers, en remédiant aux faiblesses mises au jour dans les procédures de gestion des risques ou dans les ratios de solvabilité et niveau de liquidité des institutions. Dans le cas du secteur bancaire, cet examen est mené par le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire, qui a pour mission d'édicter au niveau international des règles prudentielles pour les établissements de crédit. Ce Comité, dont le secrétariat est assuré par la Banque des règlements internationaux (BRI), a été constitué en 1974 par les gouverneurs des banques centrales des pays du groupe des dix (G10), parmi lesquels la Belgique. En 2009, sa composition a été fortement élargie pour y inclure des participants des pays membres du G20 non représentés à l'origine dans le Comité de Bâle.

En réponse à la récente crise financière, le Comité a annoncé, en deux grandes étapes, la mise en œuvre d'un ensemble de mesures destinées à renforcer la régulation, la supervision et la gestion des risques du secteur bancaire. Celles-ci s'intègrent dans le dispositif général défini

par l'accord dit de Bâle II qui est basé sur les trois grands piliers que sont la réglementation, le processus de surveillance prudentielle et la discipline de marché.

Le 16 janvier 2009, le Comité a présenté un premier document consultatif portant sur une adaptation des règles et procédures qui avaient été mises en œuvre par l'accord de Bâle II. Les changements visent à mieux refléter, dans les exigences de fonds propres, dans les procédures de gestion interne et dans la communication au marché, les risques liés aux portefeuilles de négoce, aux instruments titrisés, aux produits de finance structurés et aux véhicules hors-bilan des banques. Ces diverses activités ont en effet constitué une source majeure de pertes au cours de la crise. À l'issue de la période de consultation, le Comité a finalisé les nouvelles mesures en juillet 2009.

Dans le cadre du premier pilier du dispositif de Bâle II, les exigences en capital pour les portefeuilles de négoce seront relevées afin de mieux intégrer les risques de crédit liés aux activités de marché et d'inclure une exigence de couverture des « value at risk » basée sur une durée de détention de douze mois en période d'important stress financier. Le traitement de certaines opérations de titrisation, tant dans le portefeuille bancaire que dans le portefeuille de négoce, sera aussi durci. Un coefficient plus élevé de pondération pour risques sera introduit pour les expositions liées à des retitrisations, tels les titres garantis par des créances constituées elles-mêmes de tranches de titres adossés à des actifs (CDO composés d'ABS); le facteur de conversion en risque de crédit des lignes de liquidité à court terme octroyées aux véhicules hors-bilan sera augmenté; les banques seront requises de procéder à des analyses plus rigoureuses des risques de crédit sur les actifs titrisés ayant fait l'objet d'une notation externe.

Le Comité a également émis des recommandations supplémentaires portant sur le deuxième pilier de Bâle II relatif aux procédures de surveillance prudentielle. Ces recommandations visent à remédier aux déficiences dans les modalités de contrôle des risques révélées par la crise. Elles incluent un relèvement des normes de gouvernance et de gestion des institutions, un meilleur suivi des risques liés aux opérations hors-bilan, aux activités de titrisation et à la concentration des expositions, ainsi que le développement de mécanismes d'incitation poussant les banques à mieux gérer à long terme les arbitrages entre risques et rendements, en ce compris la mise en œuvre de principes de pratiques saines en matière de rémunérations. Toutes ces nouvelles recommandations du pilier 2 sont entrées en vigueur avec effet immédiat, tandis que le renforcement du pilier 1 sera d'application à la fin de 2010.

Dans une deuxième étape, le Comité de Bâle a publié, le 17 décembre 2009, deux nouveaux documents consultatifs en vue de renforcer la régulation, la supervision et la gestion des risques du secteur bancaire. Ces diverses propositions seront précisées et calibrées à l'issue d'une période de consultation qui se clôturera le 16 avril 2010 et sur la base d'une analyse d'incidence quantitative qui a été lancée au début de 2010. Le nouvel ensemble de normes sera finalisé pour la fin de 2010 et sa mise en œuvre sera échelonnée en tenant compte de l'amélioration des conditions financières et du redressement de l'économie, avec pour objectif une application complète pour la fin de 2012.

Le premier des deux documents consultatifs se concentre sur le renforcement global de la réglementation des fonds propres. Un premier volet vise à accroître la qualité, la transparence et la cohérence internationale des exigences en capital. Le Comité de Bâle a ainsi convenu que le capital de base, dit *Tier 1*, devrait essentiellement se limiter aux actions ordinaires et aux bénéficiaires non distribués, et que c'est sur ce capital de base que les déductions et filtres prudentiels – à harmoniser à l'échelon international – devraient être appliqués. Les exigences minimales en termes de montant global de fonds propres et de capital de base *Tier 1* seront calibrées à l'issue de l'étude d'incidence mentionnée ci-avant.

Un deuxième volet porte plus spécifiquement sur le risque de contrepartie. La couverture en fonds propres des risques de contrepartie sur produits dérivés, opérations de cession-rétrocession et opérations de financement sur titres sera renforcée, en complément des nouvelles exigences, déjà annoncées en juillet, pour les portefeuilles de négoce et actifs titrisés. Les banques devront, par ailleurs, gérer leurs risques de contrepartie en recourant à des scénarios de stress et prendre en compte les pertes de valeur de marché de leurs positions en cas de détérioration de la qualité de crédit de leurs contreparties. Les normes pour la gestion des garanties et les appels de marge seront également relevées. En contribution aux efforts entrepris pour contrôler les risques systémiques sur les marchés de produits dérivés, le Comité de Bâle propose enfin de différencier la pondération pour risques des expositions en produits dérivés suivant que celles-ci sont ou non contractées vis-à-vis de contreparties et de marchés centralisés. Une telle différenciation, combinée au relèvement des exigences de fonds propres pour les positions en produits dérivés nouées de gré à gré (marchés OTC), devrait fortement inciter les banques à recourir à ces contreparties et marchés centralisés.

Un dernier volet du document prévoit d'introduire une nouvelle exigence complémentaire de solvabilité, sous la forme d'un ratio rapportant le capital de base au total des actifs détenus par la banque. Ce coefficient, dit *leverage ratio*, devrait contribuer à contenir le recours excessif à l'effet de levier au sein du système bancaire, à couvrir le risque de modèle et à ménager une protection supplémentaire contre les arbitrages éventuels entre actifs financiers qui seraient motivés par les différences dans les coefficients de pondération pour risque. Pour assurer une cohérence internationale, les modalités de ce *leverage ratio* seront harmonisées, notamment pour tenir compte des différences de référentiels comptables. Le ratio sera calibré de manière à constituer un complément adapté aux exigences de fonds propres pondérées par les risques telles qu'elles résulteront des diverses adaptations apportées au cadre de Bâle II.

Le second document consultatif publié le 17 décembre propose d'introduire un cadre international d'évaluation, de suivi et d'imposition d'exigences réglementaires pour le risque de liquidité. Ce risque est lié à l'activité de transformation d'échéances des banques, qui utilisent des fonds collectés à court terme, en particulier les dépôts, pour financer des actifs à long terme, notamment sous la forme de crédits. Les décalages créés par cette activité dans les bilans des banques seront encadrés par l'introduction de deux nouveaux coefficients, un ratio imposant des exigences minimales de couverture de liquidité en cas de stress et un ratio structurel de liquidité à long terme. Le ratio de couverture de liquidité en cas de stress obligera les banques à s'assurer qu'elles disposent d'un montant suffisant de liquidité de haute qualité pour résister à une crise qui limiterait sévèrement les possibilités de refinancement des engagements venant à échéance endéans les trente jours. Cette mesure, axée sur les risques de liquidité à court terme, sera assortie d'exigences portant sur les décalages autorisés, sur une longue période, entre, d'une part, les sources de financements considérées comme stables, d'autre part, les actifs illiquides et les besoins potentiels de liquidité générés par des engagements hors-bilan.

### Renforcement de la résistance du système financier dans son ensemble

Les propositions de réforme ne se limitent pas à des mesures destinées à accroître la résistance des institutions financières individuelles, mais visent aussi à renforcer l'accent, dans les dispositifs de réglementation et de surveillance, sur la prévention des risques systémiques. La crise a en effet confirmé que, dans un système financier fortement interconnecté, porté à amplifier les fluctuations du cycle économique, les régulateurs et les superviseurs

ne peuvent se contenter de surveiller la solidité des institutions individuelles, en considérant les chocs économiques et financiers comme de simples événements idiosyncrasiques exogènes. Si la supervision microprudentielle constitue une contribution nécessaire à la stabilité du système financier, elle n'est pas suffisante et doit être complétée par une surveillance macroprudentielle efficace, visant à prévenir tout risque d'émergence de déséquilibres systémiques.

Le caractère procyclique du système financier est incontestablement un des facteurs qui ont contribué le plus à la propagation des risques systémiques lors de la crise. Il est certes traditionnel que les prêts bancaires aient tendance à croître exagérément lorsque la conjoncture est favorable, pour opérer un net repli en période de ralentissement. Ce mécanisme a toutefois été fortement amplifié par divers canaux, tels les variations dans les appels de marge pour la couverture des crédits, les retournements brusques de positions financées par recours à l'effet de levier ou, encore, les fluctuations dans la valeur comptable des actifs financiers détenus par les banques. Afin d'introduire une dimension contracyclique dans le système, le Comité de Bâle veut imposer aux établissements de crédit la constitution d'un matelas lors des périodes de croissance, lorsque de telles réserves sont relativement aisées à accumuler. Ces réserves pourraient ensuite être mobilisées au cours des périodes de retournement pour atténuer le risque d'une amplification des restrictions de crédit. Des exemples de ce type de mesures sont l'introduction d'une composante anticyclique dans les exigences en capital, la demande adressée aux organismes de normalisation comptable FSAB et IASB de revoir en profondeur les règles comptables régissant la valorisation des instruments financiers, ou encore le réexamen du système de provisionnement pour pertes sur crédit. Les provisions devraient être moins dépendantes des pertes subies et davantage axées sur les pertes prévues de manière à tenir compte, dès l'octroi d'un prêt, de la perte statistique totale prévue sur toute la durée de celui-ci.

Les actions visant à renforcer la résistance globale du système financier ne se limitent pas aux dispositifs contracycliques mentionnés ci-dessus. Les multiples interconnexions existant entre les banques ont pour conséquence que certaines grandes institutions font courir des risques à l'ensemble du système financier, sans les internaliser dans la conduite de leurs opérations. Le Comité de Bâle cherche donc à développer un cadre d'analyse permettant de mesurer la contribution relative d'une banque individuelle au risque systémique. Parmi les options envisagées pour réduire le risque de faillite d'une banque systémique, figure l'application d'un supplément de fonds propres réglementaires ou encore d'exigences additionnelles de

liquidité. Les dispositions, déjà évoquées, destinées à accroître le recours des marchés financiers à des contreparties centrales, participent aussi de cette volonté de renforcer la résistance du système aux risques spécifiques que font courir les activités des grandes institutions. Il en va de même de la mise au point de procédures nationales et internationales de résolution des défaillances bancaires. Ce type de dispositif pourrait contribuer à réduire les répercussions systémiques de la faillite d'une banque importante ou fortement interconnectée avec d'autres institutions. Cette même préoccupation sous-tend la demande adressée aux banques d'importance systémique de mettre au point des structures et des modalités d'organisation facilitant, en cas de graves difficultés financières, un démantèlement ou une scission en entités plus homogènes.

En Belgique, un projet de loi a été soumis au parlement, afin d'étendre les pouvoirs d'intervention des autorités publiques lorsqu'un établissement de crédit, une entreprise d'assurances ou une infrastructure de règlement est confronté à des difficultés qui menacent la stabilité du système financier.

### Adaptation des structures de supervision

Dans le but d'accroître l'efficacité de la surveillance et du contrôle du système financier, des propositions visant à adapter les arrangements institutionnels ont également été lancées tant au niveau national qu'international.

Dans l'UE, il a été convenu, à la suite du rapport d'un comité des sages présidé par M. de Larosière, de renforcer la surveillance et le contrôle macroprudentiel du système financier européen en créant un Comité européen du risque systémique (CERS), et d'établir un cadre paneuropéen de supervision des institutions financières individuelles au travers du Système européen de surveillance financière (SESF). La tâche principale du CERS sera d'examiner l'ensemble des risques menaçant la stabilité financière dans l'UE; le CERS sera également habilité à émettre des mises en garde et à recommander des mesures correctives, notamment à l'intention du SESF. Ce dernier se composera de trois autorités européennes de surveillance (AES) – une Autorité bancaire européenne, une Autorité européenne des assurances et des pensions professionnelles, et une Autorité européenne des marchés financiers – travaillant en coordination avec le réseau des superviseurs nationaux. Les autorités nationales resteront responsables de la supervision journalière des institutions individuelles, tandis que les AES seront notamment chargées d'uniformiser la collecte de l'information microprudentielle et l'application de règles identiques par les superviseurs nationaux.

Le Conseil général du CERS sera composé en majorité de représentants des banques centrales, car le président de la BCE et les gouverneurs des vingt-sept banques centrales nationales en seront membres. Le Conseil sera complété par le président de chacune des trois autorités de supervision européenne ainsi que par un représentant de la Commission Européenne. Y siègeront aussi, mais sans droit de vote, un représentant des autorités nationales de supervision ainsi que le président du Comité économique et financier de l'UE.

En Belgique, le gouvernement fédéral a annoncé durant l'année sous revue son intention de transférer d'ici à 2011 à la Banque nationale de Belgique les compétences de la CBFA relatives à la surveillance prudentielle des établissements de crédit, compagnies d'assurances, institutions de retraite professionnelle et autres institutions financières. La première phase de ce processus d'intégration consistera en la création, en 2010, d'un Comité des risques et établissements financiers systémiques (CREFS) rassemblant les comités de direction des deux entités, sous la présidence du gouverneur de la Banque. Ce comité préfigurera la phase finale de la réforme, à l'issue de laquelle la Banque sera responsable de l'ensemble de la surveillance prudentielle en Belgique. Par ailleurs, un comité de préparation de la nouvelle architecture de contrôle supervise le rapprochement graduel entre les équipes de la CBFA et de la Banque responsables de la surveillance prudentielle. La nouvelle CBFA, qui restera distincte de la Banque, prendra en charge tous les aspects de la surveillance des marchés financiers, de la bonne application des règles de conduite, et du contrôle des sociétés cotées et des produits et services financiers. Elle sera par ailleurs dotée de pouvoirs plus étendus dans les domaines de la protection des consommateurs et de la surveillance de l'information financière.

Un tel système à deux piliers (modèle dit de *twin peaks*) est privilégié dans un nombre croissant de pays. Il exploite, de manière centralisée, l'ensemble des informations microprudentielles et macroprudentielles, offrant une vision intégrée de l'ensemble des risques supportés par les institutions financières et permettant une mise en œuvre coordonnée des instruments de la politique de contrôle. Il mobilise au mieux les atouts des banques centrales dans la surveillance des risques, de par leur intégration dans le marché monétaire et les systèmes de paiement et de règlement, ainsi que, au sein de l'UE, de par leur participation à un réseau très intégré de banques centrales nationales. Enfin, il facilite l'exercice indépendant des deux fonctions distinctes que sont la surveillance des institutions individuelles et la préservation de l'intégrité des marchés boursiers.

## 8.3 Secteur bancaire belge

### Développements dans les principaux groupes de bancassurance

L'environnement international très fragile qui a prévalu au premier trimestre de 2009 a provoqué de nouvelles tensions sur les primes appliquées aux CDS portant sur les grandes institutions financières systémiques en Belgique, même si ces primes sont restées inférieures aux sommets atteints à la fin de septembre 2008, dans les cas de *Dexia* et de *Fortis*, et à la mi-octobre 2008 dans celui de *KBC*. Comme expliqué dans le précédent Rapport annuel, les pics atteints par les CDS avaient résulté à la fois de la vive inquiétude des contreparties concernant *Dexia* et *Fortis* à l'apogée de la crise financière mondiale provoquée par la défaillance de la banque d'investissement américaine *Lehman Brothers* et de l'annonce par *KBC* de pertes considérables sur des positions en obligations adossées à des créances (CDO). Dans les trois cas, des interventions des autorités avaient été nécessaires pour stabiliser ou renforcer la confiance des marchés. Ces interventions avaient permis de réduire les primes sur les CDS de ces banques.

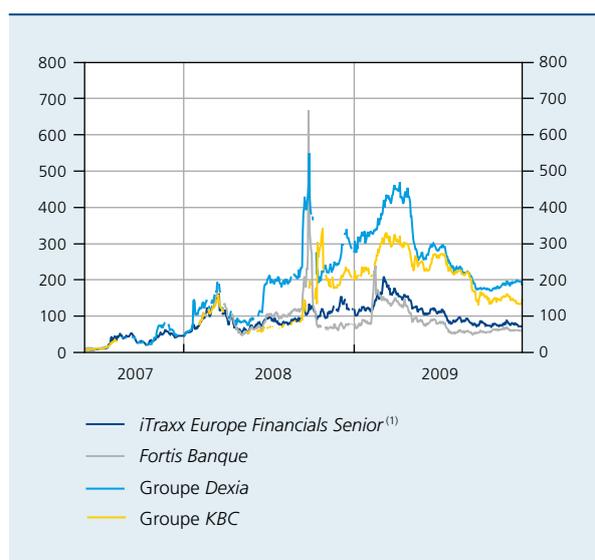
Si le repli de la prime CDS de *Dexia* avait été très prononcé, il est resté temporaire, car une nouvelle augmentation progressive de cette prime a été observée à partir

du mois d'octobre 2008. En novembre, *Dexia* avait mis en œuvre un élément très important de son plan de restructuration, à savoir la cession des activités d'assurance de sa filiale américaine, la compagnie d'assurances monoligne *Financial Security Assurance (FSA)*, à la société américaine *Assured Guaranty*. Si dans les mois qui ont suivi, une réouverture graduelle d'importants marchés de financement de gros sur lesquels *Dexia* se reposait pour assurer sa liquidité, en particulier le marché des obligations sécurisées, a pu être observée, ce n'est que lorsque la cession de *FSA* a été finalisée à la mi-2009 que la prime CDS de *Dexia* est revenue à des niveaux plus bas.

Si la prime CDS de *Fortis* s'est stabilisée aux alentours de 75 points de base à la fin de 2008 et au début de 2009, elle est grimpée à un nouveau sommet en février à la suite du rejet, lors d'une assemblée générale des actionnaires, de la fusion prévue avec *BNP Paribas*. Il s'agissait là de l'épisode le plus médiatisé des actions juridiques qui ont retardé l'exécution et la mise en œuvre du plan de sauvetage des activités bancaires du groupe *Fortis*, démantelé après l'annulation d'une première opération mise sur pied le week-end des 27 et 28 septembre 2008 par les gouvernements belge, luxembourgeois et néerlandais. Après la cession des activités néerlandaises (y compris la participation dans *ABN Amro*) à l'État néerlandais le 3 octobre, le gouvernement belge avait marqué son accord sur la cession à la banque française *BNP Paribas* d'une participation majoritaire dans *Fortis Banque*. Cet accord a été revu à la suite de la décision de l'assemblée générale. Une majorité des actionnaires de *Fortis* ont approuvé les termes révisés de l'accord avec *BNP Paribas* lors d'assemblées générales des actionnaires de *Fortis SA/NV* et de *Fortis NV* tenues à la fin d'avril 2009.

**GRAPHIQUE 103 PRIMES SUR LES CONTRATS DÉRIVÉS DE DÉFAUT À CINQ ANS POUR LES INSTITUTIONS FINANCIÈRES BELGES ET EUROPÉENNES**

(données journalières, points de base)



Source : Thomson Reuters Datastream.

(1) Indice de contrats dérivés de défaut avec une maturité de cinq ans pour un échantillon de vingt-cinq institutions financières européennes.

L'annonce par *Moody's*, à la fin de 2008, d'une révision des hypothèses sur lesquelles reposaient ses notations d'obligations synthétiques adossées à des CDS référençant des dettes émises par des sociétés, ainsi que les vives préoccupations que suscitaient les perspectives économiques de plusieurs pays dans lesquels *KBC* est présente par l'intermédiaire de filiales, en particulier en Europe centrale et de l'Est, ont entraîné, au début de 2009, une baisse sensible du cours des actions de cette banque, ainsi qu'une hausse de la prime CDS la concernant. En réaction, la solvabilité de *KBC*, qui avait déjà été renforcée à la fin d'octobre 2008 par une souscription du pouvoir fédéral à une émission de 3,5 milliards d'euros de titres de créance admissibles comme capital de base, a à nouveau été renforcée par un apport de capitaux des pouvoirs publics, en l'occurrence la Communauté flamande. Cette opération a porté sur un apport de 2 milliards d'euros en janvier 2009 assorti d'une possibilité de le majorer de 1,5 milliard, faculté qui a été utilisée le 14 mai 2009.

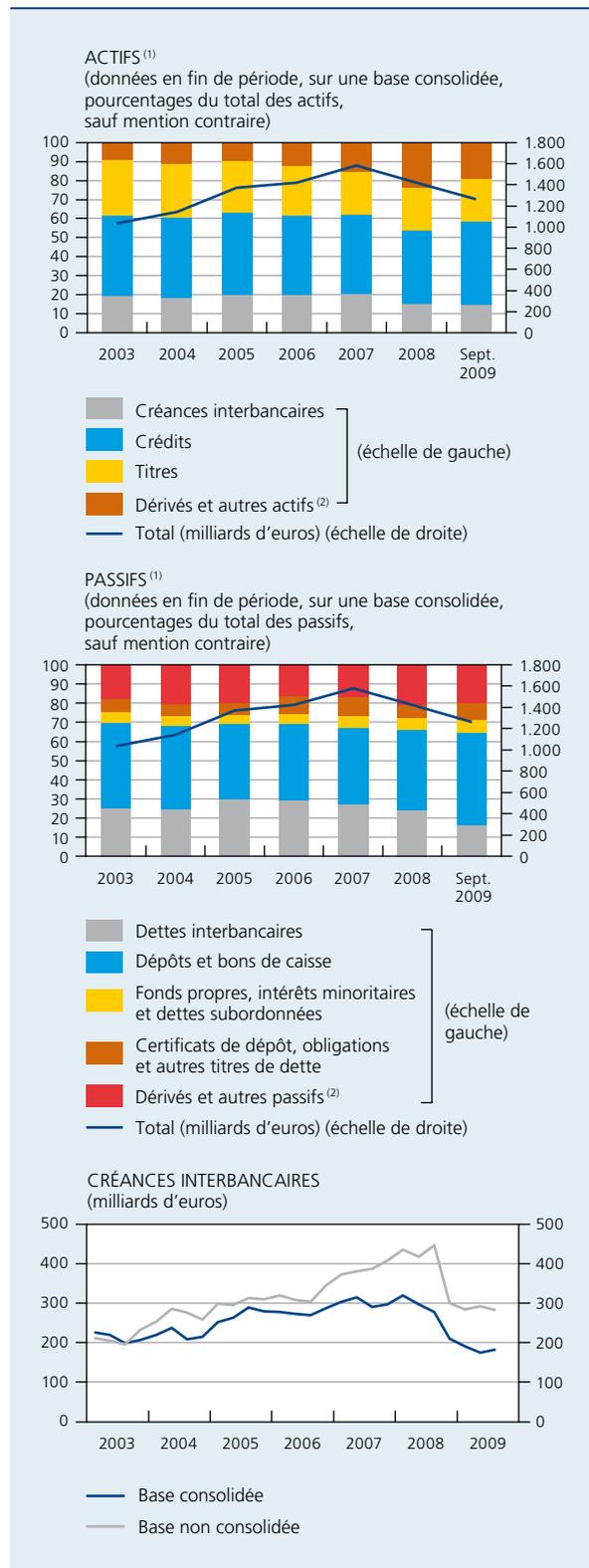
À cette même date, l'État belge a octroyé une garantie supplémentaire d'une valeur nominale de 20 milliards d'euros sur des instruments de crédit structurés détenus par *KBC*. Cette garantie, qui couvre 90 p.c. du risque de défaut de paiement au-delà d'une première perte de 3,2 milliards entièrement assumée par *KBC*, a été octroyée à la suite des pertes supplémentaires significatives entraînées par des diminutions de juste valeur sur un portefeuille d'obligations adossées à des créances couvert par la compagnie d'assurances monoligne *MBIA (Municipal Bond Investors Assurance)*. Ces pertes ont contribué à un résultat négatif de 3,6 milliards d'euros enregistré par *KBC* pour le premier trimestre de l'année. La valeur de cette protection de crédit acquise auprès de *MBIA*, qui portait sur un encours total de 14 milliards d'euros, a de fait fortement baissé lorsque le groupe *MBIA* a annoncé un plan de restructuration. Le 18 novembre, la CE – agissant dans sa compétence en matière de contrôle du respect des conditions de concurrence – a approuvé la garantie accordée en mai 2009 par l'État belge et le plan de restructuration soumis par *KBC* qui prévoit le recentrage du groupe sur ses marchés et activités de base ainsi que le remboursement des aides publiques reçues. La réduction, de l'ordre de 25 p.c., des actifs pondérés par les risques, s'étalera jusqu'en 2013 et portera principalement sur le portefeuille de prêts à l'étranger et les activités de marchés, ainsi que sur certaines activités en Belgique et en Europe de l'Est. Afin de pouvoir rembourser les administrations publiques fédérales et flamandes au plus tard dans le courant de l'année 2013, *KBC* utilisera, outre les bénéfices engrangés au cours des exercices à venir, les revenus de ses désinvestissements et le capital libéré à la suite de la réduction de ses activités, ainsi que les revenus de l'introduction en bourse d'une participation minoritaire dans sa filiale tchèque *CSOB*. *KBC* maintient donc son modèle de bancassurance intact, mais se recentre sur les marchés qui sont au cœur de sa stratégie, à savoir la Belgique et l'Europe centrale et de l'Est.

### Évolution des structures de bilan

Le total du bilan des établissements de crédit de droit belge, qui s'était déjà sensiblement réduit durant la seconde moitié de 2008, en particulier à la suite de la sortie de *Fortis Bank Nederland* du périmètre de consolidation de *Fortis Banque*, a continué à se contracter en 2009. Ce total était revenu à 1.261 milliards d'euros à la fin de septembre 2009 contre 1.578,4 milliards à la fin de décembre 2007.

Ce repli tranche avec la rapide augmentation qui avait été enregistrée de 2003 à 2007, lorsque les grandes banques belges s'étaient fortement déployées à l'étranger

**GRAPHIQUE 104 STRUCTURE DU BILAN DES ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT BELGES**



Sources : CBFA, BNB.

(1) Données établies selon les normes comptables belges jusqu'en 2005 (*Belgian GAAP*) et selon les normes IAS/IFRS à partir de 2006.

(2) Les produits dérivés sont évalués à leur valeur de marché.

et avaient également développé leurs activités de négoce en se finançant largement sur les marchés de gros. Profitant de l'abondance de liquidités sur ces marchés, ces banques avaient joué sur l'effet de levier pour accumuler des portefeuilles de produits de finance structurée, dans un contexte où le recours généralisé à la titrisation avait facilité des transferts de risque à large échelle au sein du système financier. La détention de ces portefeuilles a grandement contribué à fragiliser les banques lors de l'éclatement de la crise financière, forçant celles-ci à mettre un terme à la croissance de leur bilan.

L'encours des créances et des dettes interbancaires, s'est, en particulier, fortement réduit à partir de la mi-2008, tant en montant absolu qu'en part relative dans les bilans. Si cette évolution résulte en partie de la sortie de *Fortis Bank Nederland* du périmètre de consolidation de *Fortis Banque*, elle reflète aussi la forte contraction des volumes traités sur le marché interbancaire. Ce développement a été l'un des principaux canaux de contagion de la crise financière au secteur bancaire belge, au vu de la dépendance d'institutions telles que *Fortis* ou *Dexia* au financement de gros. Cette baisse des actifs et passifs interbancaires s'est poursuivie en 2009. Les premiers sont revenus de 213,2 milliards d'euros à la fin de 2008 à 185,1 milliards à la fin de septembre 2009, tandis que les seconds, en ce compris les dettes envers les banques centrales, sont passés de 341,2 milliards à la fin de l'année 2008 à 207,7 milliards à la fin de septembre 2009.

La réduction des financements interbancaires s'est essentiellement concentrée sur les opérations effectuées entre des établissements de crédit sans lien de participations, car les financements interbancaires entre entités d'un même groupe se sont, en revanche, maintenus à un haut niveau. De fait, depuis plusieurs années, les banques belges prêtent abondamment à d'autres entités du groupe auquel elles appartiennent, que ce soit leur maison mère ou leurs filiales. Dans ce second cas, les opérations sont annulées par la consolidation, ce qui explique pourquoi les créances interbancaires des établissements de crédit belges sont moins importantes en base consolidée qu'en base non consolidée. L'écart entre ces deux bases s'est même régulièrement élargi à partir de la mi-2006, si on excepte la rupture de série induite par l'arrêt du financement de *Fortis Bank Nederland* par *Fortis Banque*.

Les avoirs sous la forme de titres ont également diminué, notamment à la suite d'une politique délibérée de réduction des portefeuilles poursuivie par certaines institutions, ainsi que du transfert à la structure de défaisance *Royal Park Investments* d'une partie des instruments de finance structurée acquis antérieurement par *Fortis Banque*. D'une manière plus générale, c'est essentiellement cette

catégorie de titres que les établissements de crédit belges se sont efforcés de réduire. L'encours des obligations émises par des administrations publiques, qui constituent une variable importante de la gestion de liquidité des établissements de crédit car elles sont facilement mobilisables comme gages, est resté stable au cours des neuf premiers mois de l'année.

La part, au bilan, des produits dérivés, s'est également réduite en 2009, sous l'effet combiné d'une réduction des positions et de la baisse de la juste valeur de ces produits qui a résulté du repli dans les derniers mois de la volatilité sur nombre de marchés financiers. La valeur des produits dérivés enregistrés à l'actif des établissements de crédit belges est passée de 223,1 milliards d'euros à la fin de 2008 à 155,4 milliards à la fin de septembre 2009.

À la différence des portefeuilles titres et des créances interbancaires, les crédits octroyés à la clientèle se sont stabilisés au cours des neuf premiers mois de 2009 à quelque 555 milliards. Cette stabilisation recouvre une progression de l'encours des crédits à la clientèle belge, de 292 à 315,8 milliards, et une réduction de celui des prêts aux contreparties étrangères, qui est revenu de 263,6 à 239 milliards.

Ces différences d'évolution dans les principaux types d'actifs des banques belges marquent un retour vers les activités d'intermédiation plus classiques. Sur un plan comptable, ceci s'est traduit par un gonflement de la part relative des actifs valorisés au coût amorti par rapport à ceux enregistrés à la juste valeur. Ce glissement a encore été amplifié par des reclassifications d'actifs entre les différents modes de valorisation comptables, rendues possibles par les amendements apportés en octobre 2008 à la norme comptable IAS 39 (pour plus de détails, voir encadré 16).

Au passif, les banques belges peuvent toujours faire appel pour se financer à un volume important de dépôts de sociétés non bancaires et de particuliers. L'encours total de ces dépôts est toutefois revenu de 516,6 milliards d'euros à la fin de 2008 à 484,9 milliards à la fin de septembre 2009. Cette diminution s'explique par une réduction des dépôts des entreprises, catégorie comprenant également des contreparties financières non bancaires, qui ont diminué de 51,5 milliards. Sur la même période, les dépôts des particuliers ont augmenté de 19,8 milliards. Leur importance en pourcentage du passif s'est accrue, passant de 18 p.c. à la fin de décembre 2008 à 22 p.c. à la fin de septembre 2009. Le montant des bons de caisse détenus par la clientèle a également progressé, de 29,9 milliards à 37,9 milliards d'euros au cours des neuf premiers mois de l'année.

## Encadré 16 – Reclassifications d'actifs entre catégories IAS/IFRS à la suite des amendements apportés à la norme comptable IAS 39

La réduction des expositions détenues, sur une base consolidée, par les établissements de crédit de droit belge, sous la forme de titres de dettes s'est accompagnée d'une poursuite des opérations de reclassification, entamées à la fin de 2008, d'actifs reconnus comme « détenus à des fins de transaction » ou « disponibles à la vente » en actifs enregistrés sous la rubrique comptable des « prêts et créances » comme le permettent, sous certaines conditions, les amendements apportés en octobre 2008 à la norme comptable IAS 39.

Les actifs « détenus à des fins de transaction » et « disponibles à la vente » sont comptabilisés à la juste valeur, c'est-à-dire le montant pour lequel un instrument financier pourrait être échangé, entre des parties bien informées et consentantes, dans le cadre d'une transaction effectuée dans des conditions de concurrence normale. Ce montant peut être donné par la valeur de marché ou, en l'absence d'un marché actif, par le recours à une autre technique d'évaluation. Les « prêts et créances » et les placements « détenus jusqu'à l'échéance » sont, quant à eux, comptabilisés au coût amorti.

Les établissements de crédit qui, en conformité avec les conditions prescrites par la norme IAS 39, procèdent à des reclassifications peuvent ainsi comptabiliser une plus grande partie de leur portefeuille au coût amorti, établi au moment de la reclassification, et non plus à la juste valeur, assurant une plus grande stabilité dans les valorisations. Ils peuvent de la sorte limiter l'impact des variations des cours d'actifs financiers sur leur compte de résultats et leurs fonds propres. En effet, les variations de juste valeur des actifs « détenus à des fins de transaction » doivent être comptabilisées directement dans le compte de résultats tandis que les variations de juste valeur des actifs « disponibles à la vente » doivent être prises en compte dans les fonds propres comptables. La reclassification en « prêts et créances » permet d'éviter ces répercussions. Néanmoins, des dépréciations sur ces actifs qui, à la différence des corrections de juste valeur, revêtent un caractère définitif doivent toujours être comptabilisées directement dans le compte de résultats.

En cas de transfert d'actifs « disponibles à la vente » vers le portefeuille « prêts et créances », les variations enregistrées antérieurement dans la juste valeur des actifs transférés restent comptabilisées dans les fonds propres comptables en réserve de réévaluation. Le montant correspondant à ces variations passées est amorti en fonction de la maturité des actifs considérés et ne fluctue plus en relation avec les évolutions ultérieures de la juste valeur de ces actifs.

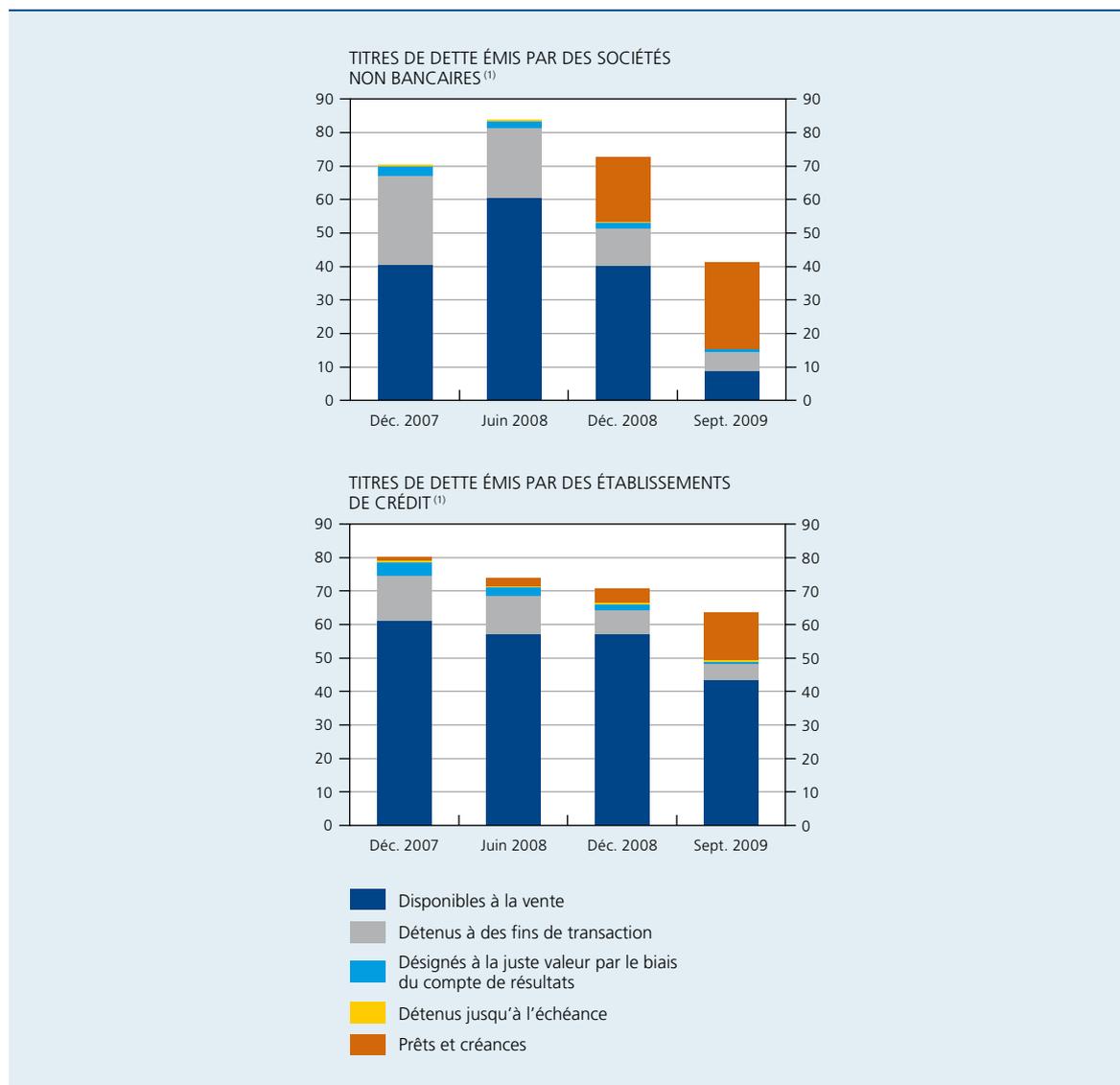
Les deux graphiques ci-dessous illustrent l'importance de ces reclassifications pour les titres émis, respectivement, par des sociétés non bancaires et des établissements de crédit. Outre qu'ils font ressortir la forte réduction de ces deux catégories de portefeuille depuis juin 2008, ces graphiques montrent que les établissements de crédit belges ont eu assez largement recours aux reclassifications autorisées par les amendements à la norme IAS 39. Ceci s'est traduit par une reprise, dans la rubrique comptable des « prêts et créances », d'une proportion importante des titres émis par des sociétés non bancaires ou des établissements de crédit, en ce compris des instruments de finance structurée.

Au cours de la période allant de la fin de juin 2008 à la fin de septembre 2009, les montants des instruments de dette émis par des sociétés non bancaires et bancaires et reconnus comme « prêts et créances » ont augmenté respectivement de 26 et 11,8 milliards d'euros. Durant la même période, les instruments reconnus comme « détenus à des fins de transaction » et « disponibles à la vente » ont respectivement diminué de 15,2 et 51,6 milliards dans le cas des titres émis par des sociétés non bancaires et de 6,4 et 13,6 milliards pour les titres émis par des établissements de crédit.



RÉPARTITION DU PORTEFEUILLE DE TITRES DÉTENUS PAR LES ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT BELGES PAR CATÉGORIE COMPTABLE IAS/IFRS

(données en fin de période, sur une base consolidée, milliards d'euros)



Sources: CBFA, BNB

(1) Y compris des instruments de finance structurée.

En conjonction avec la réduction des activités de marché, la diminution des transactions interbancaires et la stabilisation de l'octroi de prêts à l'économie réelle, cette augmentation de la part relative du financement auprès de la clientèle non professionnelle confirme le retour des établissements de crédit belges à un modèle bancaire plus traditionnel.

Rentabilité

Alors que le premier semestre de 2008 s'était inscrit dans le prolongement de la croissance des bénéfices enregistrée au cours des années antérieures, la crise financière a touché de plein fouet les résultats des établissements de crédit belges au second semestre. Sur l'ensemble de 2008, le compte de

**TABLEAU 34** COMPTE DE RÉSULTATS DES ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT BELGES

(données sur une base consolidée, milliards d'euros, sauf mention contraire)

	2007	2008			Neuf premiers mois	
		Premier semestre	Deuxième semestre	Année	2008	2009
Produit bancaire .....	26,3	13,4	5,9	19,3	17,5	13,7
Résultat net d'intérêts .....	13,3	7,3	7,2	14,5	10,9	11,2
Résultat hors intérêts .....	13,0	6,1	-1,3	4,8	6,7	2,5
Gains ou pertes sur instruments financiers ...	3,8	1,8	-5,6	-3,8	0,6	-2,5
Revenus nets de commissions et autres revenus hors intérêts .....	9,3	4,4	4,3	8,6	6,1	5,0
Charges d'exploitation (-) .....	16,1	8,2	8,4	16,6	12,5	11,0
Frais de personnel .....	9,2	4,7	4,6	9,2	7,0	6,1
Autres charges d'exploitation .....	6,9	3,6	3,8	7,4	5,4	5,0
Résultat d'exploitation avant impôts, corrections de valeur et provisions .....	10,2	5,2	-2,5	2,7	5,1	2,7
Corrections de valeur et provisions (-) .....	3,2	1,4	11,9	13,3	7,2	3,7
Corrections de valeur sur prêts et créances ....	0,4	0,4	2,5	2,8	1,4	3,1
Corrections de valeur sur autres actifs financiers	2,5	1,0	6,5	7,5	3,9	-0,3
Autres corrections de valeur et provisions ....	0,3	0,1	2,9	3,0	1,9	0,9
Résultat d'exploitation avant impôts <sup>(1)</sup> .....	7,7	4,2	-15,6	-11,4	-2,7	-1,0
Profit ou perte sur activités abandonnées, après impôts .....	0,0	0,0	-9,0	-9,0	-9,0	0,0
Profit ou perte (net) <sup>(2)</sup> .....	6,7	3,2	-24,4	-21,2	-12,7	-1,3

Sources : CBFA, BNB.

(1) Comprend aussi la quote-part dans le résultat des entités associées et des coentités comptabilisées selon la méthode de la mise en équivalence, le *goodwill* négatif comptabilisé immédiatement en résultat et le total des profits et pertes des actifs non courants et des groupes destinés à être cédés, classés comme détenus en vue de la vente et ne remplissant pas les conditions d'une activité abandonnée.

(2) Après déduction des impôts relatifs au résultat des activités ordinaires et des intérêts minoritaires.

résultats du secteur bancaire belge s'était clôturé par une perte nette de 21,2 milliards d'euros, soit une dégradation de près de 28 milliards par rapport à 2007. Cette dernière s'explique principalement par l'évolution de trois postes. Premièrement, la forte baisse des prix sur les produits de finance structurée inclus dans le portefeuille détenu à des fins de transaction avait pesé sur la rubrique des gains ou pertes (non) réalisés sur instruments financiers, qui avait enregistré un résultat net négatif de 3,8 milliards d'euros, soit une détérioration de 7,6 milliards par rapport à 2007. Le deuxième poste ayant entraîné des pertes considérables est celui des corrections de valeur et provisions qui avaient atteint 13,3 milliards, soit 10,1 milliards de plus qu'en 2007, et qui avaient non seulement porté sur des titres de dettes et produits de finance structurée enregistrés en actifs disponibles à la vente, mais également pris la forme de dépréciation sur incorporels (*goodwill*). Enfin, les lourdes pertes réalisées sur les activités abandonnées, soit 9 milliards d'euros, s'expliquent par la cession des parts de *Fortis* dans le consortium *RFS Holdings B.V.*, entité créée

par *Fortis*, *Royal Bank of Scotland (RBS)* et *Santander* lors de l'achat conjoint d'*ABN AMRO*.

En comparaison de ces pertes exceptionnelles, les résultats se sont améliorés aux cours des neuf premiers mois de 2009, même si le secteur bancaire belge a encore enregistré une perte nette de 1,3 milliard d'euros. Cette perte recouvre un mali au cours des deux premiers trimestres et un boni au troisième.

Ce résultat négatif est principalement attribuable à des pertes, réalisées ou non, de 2,5 milliards d'euros sur instruments financiers, ainsi qu'à des corrections de valeur et provisions de 3,7 milliards. Ces deux postes du compte de résultat ont, en pourcentage du total des actifs, enregistré un résultat fortement négatif au quatrième trimestre de 2008, pour se redresser par la suite, sans toutefois être revenus à un niveau normal au troisième trimestre de 2009. Leur évolution très volatile au cours des derniers trimestres a contrasté avec la plus grande stabilité des autres

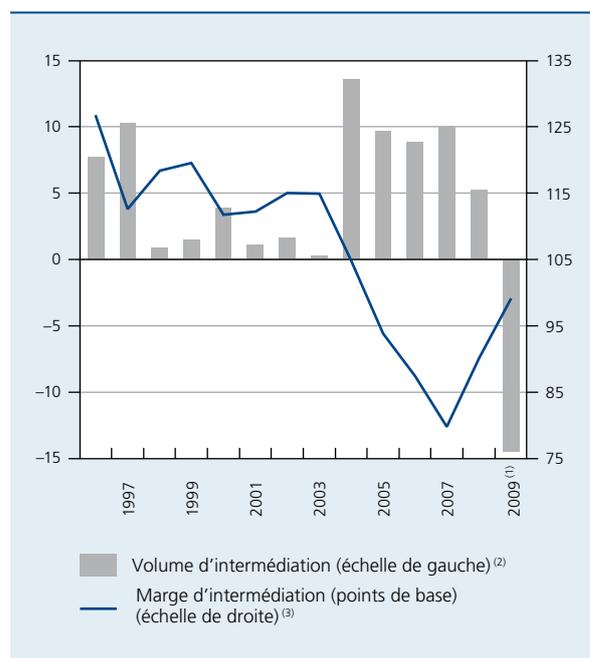
catégories de coûts et de revenus des établissements de crédit belges.

La réorientation des activités des banques belges se marque clairement dans la ventilation des sources de revenus. Exprimés en pourcentage du total des actifs, les revenus nets d'intérêts ont connu une sensible augmentation à partir du quatrième trimestre de 2008, tandis que les revenus hors intérêts qui comprennent les revenus nets de commissions mais aussi les plus- ou moins-values enregistrées sur instruments financiers, sont restés en deçà de leur niveau d'avant la crise. Alors qu'en 2007, le total du produit bancaire se partageait de manière équivalente entre les revenus nets d'intérêts et les revenus hors intérêts, ces derniers n'ont plus représenté, durant les neuf premiers mois de 2009, que 18 p.c. dudit produit.

En passant de 10,9 milliards d'euros pour les neuf premiers mois de 2008 à 11,2 milliards pour la période correspondante de 2009, les revenus nets d'intérêts ont progressé de 3 p.c. Cette croissance, enregistrée en dépit d'une sensible diminution des volumes, a été rendue possible par l'amélioration marquée de la marge d'intérêt, qui mesure la différence entre les taux d'intérêt perçus sur les actifs et ceux versés sur les passifs. Cet élargissement de la marge trouve son origine dans les multiples baisses du taux d'intérêt directeur central de la BCE et d'autres

**GRAPHIQUE 106** DÉTERMINANTS DU RÉSULTAT D'INTÉRÊTS DES ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT BELGES

(données sur une base non consolidée, pourcentages)



Sources : CBFA, BNB.

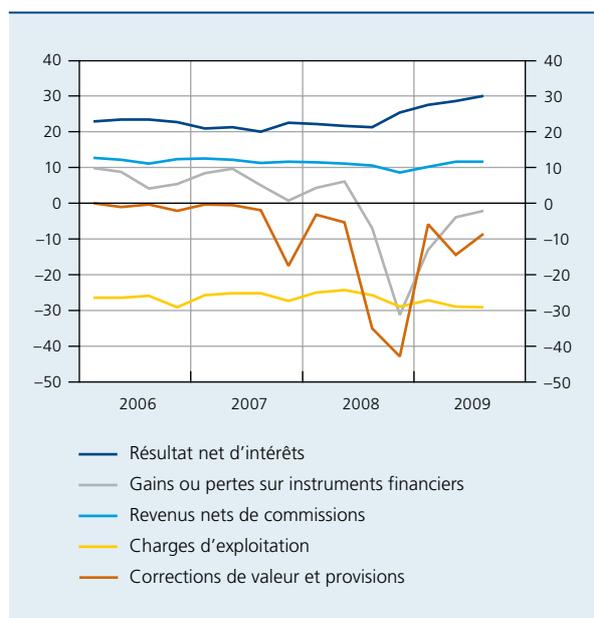
(1) Pourcentages annuels calculés sur la base des données pour les neuf premiers mois.

(2) Moyenne des taux d'accroissement annuels des actifs porteurs d'intérêts.

(3) 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.

**GRAPHIQUE 105** PRINCIPALES CATÉGORIES DE REVENUS ET DE COÛTS DU SECTEUR BANCAIRE BELGE

(pourcentages du total des actifs, points de base)



Sources : CBFA, BNB.

banques centrales qui a entraîné un redressement de la courbe des taux bénéfique pour l'activité de transformation d'échéances. D'autre part, les banques ont dégagé, sur leurs crédits, des marges plus larges par rapport au taux de référence. Par ailleurs, la contraction des encours d'actifs à faible marge, telles les créances interbancaires, a, par effet de composition, entraîné un relèvement de la marge moyenne.

En forte opposition avec la croissance régulière des revenus d'intérêts, les résultats des opérations de négoce sur instruments financiers, qui sont enregistrés sous la forme de plus- ou moins-values, réalisées ou non, ont dégagé sur les neuf premiers mois de 2009 un solde négatif de 2,5 milliards d'euros. Ce montant témoigne toutefois d'une amélioration par rapport aux six derniers mois de 2008, durant lesquels les pertes avaient atteint 5,6 milliards. Au cours des neuf premiers mois de 2009, les pertes ont surtout été enregistrées sur les dérivés de crédit et produits similaires repris dans les actifs et passifs détenus à des fins de transaction et ont compris, en particulier, les pertes sur les obligations synthétiques, adossées à des créances, détenues par *KBC Bank*.

Les effets de la crise ont aussi continué à se faire sentir sur les revenus nets de commissions et autres revenus hors intérêts, qui n'ont plus atteint que 5 milliards d'euros au cours des neuf premiers mois de 2009, contre 6,1 milliards pour la période correspondante de 2008, soit une baisse de 18 p.c. Ce tassement a essentiellement résulté de la diminution des activités et des transactions sur les marchés financiers, qui s'est traduite par un recul des commissions sur titres et sur la gestion de fonds.

En matière de coûts, les charges d'exploitation se sont contractées au cours des neuf premiers mois de 2009, revenant à 11 milliards, contre 12,5 milliards sur les neuf premiers mois de 2008. Les cessions de branches d'activité ou d'entités effectuées par de grands groupes bancaires, en particulier la sortie de *Fortis Bank Nederland* du périmètre de consolidation de *Fortis Banque*, expliquent en partie cette baisse. Le secteur bancaire belge a également mis en place des plans de restructuration visant à abaisser les coûts via notamment une diminution du nombre d'employés par le biais de départs naturels ou volontaires ou encore une limitation de la composante variable des salaires.

En 2008, les corrections de valeur et provisions s'étaient limitées à 1,4 milliard d'euros au premier semestre, mais avaient gonflé à 11,9 milliards au second semestre. Celles-ci ont représenté 3,7 milliards pour les neuf premiers mois de 2009. Dans le même temps, leur composition a évolué puisqu'elles ont presque exclusivement pris la forme de provisions sur prêts et créances, alors qu'en

2008, c'étaient essentiellement les dépréciations sur instruments financiers qui avaient pesé sur le compte de résultats des banques belges. En ce qui concerne ces dernières, un faible montant de reprises a été observé pour les neuf premiers mois de 2009.

## Risque de crédit

Les changements dans la nature des provisions reflètent l'évolution des risques de crédit supportés par les banques belges, qui se sont progressivement déplacés des portefeuilles de produits de finance structurée vers les activités de crédit plus traditionnelles. Sur une base annualisée, les provisions pour pertes sur crédits n'ont cessé d'augmenter depuis 2007 pour représenter, à la fin de septembre 2009, 56,8 points de base, niveau largement supérieur à ceux qui avaient été enregistrés lors de la dernière période de récession économique.

Le montant des provisions est déterminé à la fois par le pourcentage des créances dépréciées et par le taux de provisionnement, c'est-à-dire la part des créances dépréciées couverte par des provisions. Le premier de ces deux déterminants est passé de 2 p.c. à la fin de décembre 2008 à 3,1 p.c. à la fin de septembre 2009, tandis que le second a diminué dans l'intervalle de 41,1 à 33,2 p.c. Ces évolutions en sens contraire sont particulièrement marquées pour les prêts octroyés aux sociétés non bancaires pour lesquelles le pourcentage de créances dépréciées est passé de 2,4 à 4,4 p.c. et le taux de provisionnement, de 47,1 à 32,9 p.c.

**TABLEAU 35** INDICATEURS DE QUALITÉ DES CRÉDITS OCTROYÉS PAR LES ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT BELGES

(données sur une base consolidée)

	Total des prêts octroyés <sup>(1)</sup>		Pourcentages de créances dépréciées <sup>(2)</sup>		Taux de provisionnement <sup>(3)</sup>	
	Décembre 2008	Septembre 2009	Décembre 2008	Septembre 2009	Décembre 2008	Septembre 2009
Établissements de crédit .....	213,2	185,1	0,4	0,7	68,2	58,5
Sociétés non bancaires <sup>(4)</sup> .....	290,7	261,8	2,4	4,4	47,1	32,9
Particuliers <sup>(5)</sup> .....	208,0	241,9	3,4	4,0	33,6	31,4
Institutions non bancaires <sup>(6)</sup> .....	43,5	40,3	1,3	0,8	19,9	4,7
<b>Total<sup>(7)</sup> .....</b>	<b>768,7</b>	<b>739,8</b>	<b>2,0</b>	<b>3,1</b>	<b>41,1</b>	<b>33,2</b>

Sources: CBFA, BNB.

(1) Milliards d'euros.

(2) Pourcentages du total des prêts octroyés.

(3) Pourcentages des créances dépréciées couvertes par des provisions spécifiques ou générales.

(4) Comprend les expositions sur les sociétés non financières et certaines PME, ainsi que sur certaines sociétés financières non bancaires.

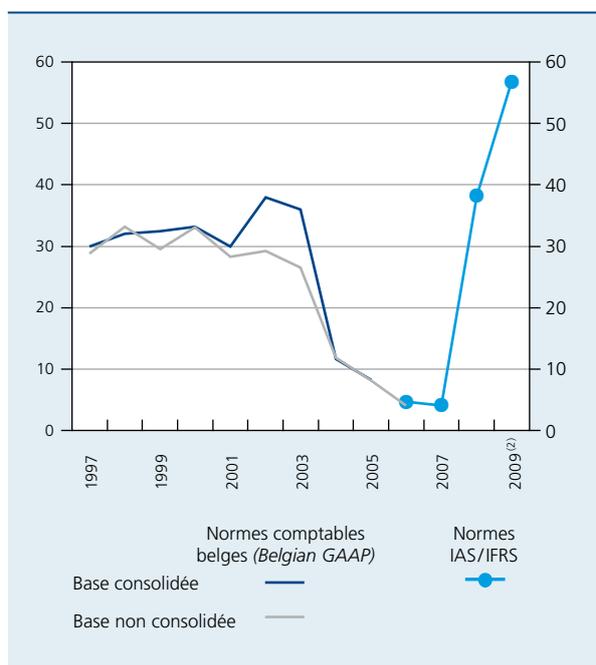
(5) Comprend également les indépendants et certaines PME.

(6) Comprend des expositions envers certains établissements financiers non bancaires et envers les pouvoirs locaux.

(7) Comprend aussi les prêts accordés aux administrations publiques centrales.

**GRAPHIQUE 107 PROVISIONS POUR PERTES SUR CRÉANCES DES ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT BELGES <sup>(1)</sup>**

(points de base)



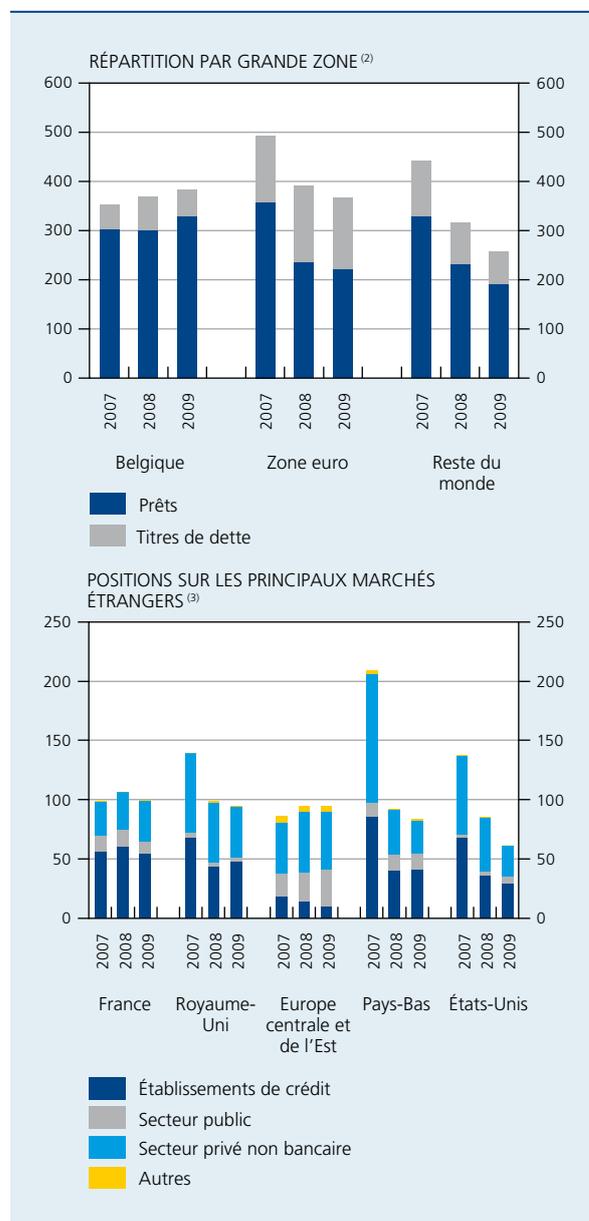
Sources : CBFA, BNB.

(1) Flux net des nouvelles provisions pour pertes sur créances, exprimé en pourcentage de l'encours des créances. Les données à partir de 2006 se rapportent aux provisions pour la catégorie « prêts et créances » selon les normes comptables IAS / IFRS.

(2) Taux annualisé sur la base des données pour les neuf premiers mois.

L'augmentation du montant des provisions est, donc, restée en deçà de celle du pourcentage des créances dépréciées, ce qui a contribué à limiter, jusqu'à la fin de septembre 2009, l'incidence de la détérioration de la qualité des crédits sur le résultat d'exploitation. Cette évolution à la baisse des taux de provisionnement peut en partie se justifier du fait d'une bonne couverture, par des garanties, des nouvelles créances dépréciées. Elle doit néanmoins être surveillée attentivement, car une insuffisance de provisions pourrait se répercuter ultérieurement sur le compte de résultats.

Les actifs constitués vis-à-vis des contreparties belges, qu'ils soient sous la forme de prêts ou d'obligations, sont passés de 368,9 milliards d'euros à la fin de l'année 2008 à 383,3 milliards à la fin de septembre 2009. À l'inverse, les expositions sur les contreparties étrangères ont été réduites, sur la même période, de 707 à 623,7 milliards d'euros, mais représentaient encore 62 p.c. des expositions totales. Parmi ces dernières, seules les expositions sur l'Europe centrale et de l'Est ont augmenté, atteignant 94,6 milliards à la fin de septembre 2009.

**GRAPHIQUE 108 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 <sup>(1)</sup>, sur une base consolidée, milliards d'euros)

Sources : BRI, CBFA, BNB.

(1) Données en fin de septembre pour l'année 2009.

(2) Données provenant du reporting sur une base consolidée des établissements de crédit belges auprès de la CBFA.

(3) Données provenant du reporting des expositions vis-à-vis de l'étranger auprès de la BRI et 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.

C'est essentiellement sur les positions envers des non-résidents que se sont matérialisées les pertes de crédit pendant l'année sous revue, le pourcentage de créances dépréciées sur la clientèle belge étant resté limité. Cette détérioration de la qualité des crédits s'est, en particulier,

observée sur les marchés de l'Europe centrale et de l'Est et aussi en Irlande, où les banques belges détenaient à la fin de septembre 2009, des actifs pour un encours global de 30 milliards d'euros.

## Solvabilité

Les risques de crédit sont soumis à des exigences en capital qui sont déterminées par le cadre réglementaire dit de Bâle II. Cette réglementation couvre non seulement les risques de crédit, mais également d'autres risques, en particulier les risques de marché et les risques opérationnels. Les normes de Bâle II précisent en particulier le mode de calcul du ratio *Tier I*, exprimant le rapport entre le capital *Tier I* et les actifs pondérés en fonction de leurs risques.

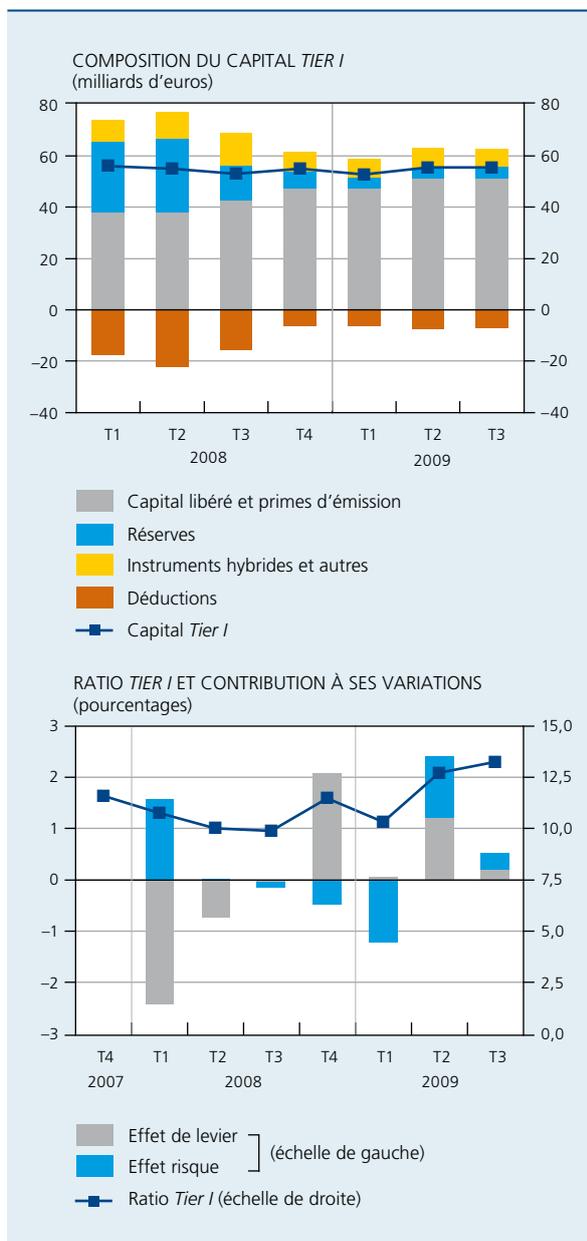
Les capitaux réglementaires reconnus comme *Tier I* comprennent le capital social, les réserves, le résultat reporté, ainsi que certains produits hybrides. Des déductions, liées notamment au *goodwill* enregistré et aux participations importantes dans d'autres établissements de crédit ou financiers, y sont également appliquées. Les actifs pondérés par les risques sont obtenus, quant à eux, en appliquant à chaque exposition un coefficient de pondération, variant entre 0 p.c. pour les actifs sans risque et 100 p.c., voire plus, pour les actifs les plus risqués. Une présentation des méthodes de calcul des actifs pondérés par les risques est reprise aux encadrés 4 et 5 de la *Financial Stability Review* de la Banque de juin 2009.

Les importants développements enregistrés au niveau du bilan et du compte de résultats des établissements de crédit belges, tels que présentés ci-avant, ont sensiblement influencé les deux composantes du ratio de solvabilité du secteur bancaire.

Pour les fonds propres *Tier I*, l'impact sur les réserves des pertes importantes subies en 2008 avait été compensé non seulement par des augmentations de capital, mais aussi par une réduction des déductions, à la suite de la revente des parts détenues par *Fortis Banque* dans le consortium *RFS*, permettant ainsi au capital *Tier I* de se stabiliser. En 2009, le montant des pertes reconnues par le secteur au premier trimestre et la déduction par *Fortis Banque* de 50 p.c. de sa participation dans *AG Insurance* ont été contrebalancés par l'augmentation de capital, au deuxième trimestre, de 3,25 milliards d'euros du pôle bancaire de *KBC Groupe* ayant résulté de l'intervention de la Communauté flamande dans *KBC Groupe*, laquelle a fait suite à une première injection de capital du pouvoir fédéral à la fin de 2008, de 2,25 milliards. Ainsi, sur la période s'écoulant de la fin de juin 2008 à la fin de septembre 2009, le capital *Tier I* a gardé un niveau

## GRAPHIQUE 109 CAPITAL RÉGLEMENTAIRE ET RATIO DE SOLVABILITÉ

(données en fin de période, sur une base consolidée)



Sources : CBFA, BNB.

relativement stable. Alors que l'encours du capital libéré et des primes d'émission pour les établissements de crédits belges a augmenté de 13,2 milliards d'euros et que les déductions ont pu être réduites de 15,2 milliards, l'effet négatif des pertes sur les réserves a atteint 24,3 milliards.

Les actifs pondérés par les risques se sont réduits à partir du second semestre de 2008, du fait des restructurations et réductions d'encours des bilans effectuées par les établissements de crédit belges, ainsi que de l'octroi de

garanties publiques sur certains portefeuilles. Alors qu'ils s'élevaient à 548,2 milliards d'euros à la fin de juin 2008, ils sont revenus à, respectivement, 480,4 et 418,9 milliards au terme de 2008 et à la fin septembre 2009.

Ces fluctuations se sont directement reflétées sur le ratio de solvabilité *Tier I*. Ce ratio s'est sensiblement contracté au premier semestre de 2008, pour se redresser au dernier trimestre; l'année 2009 a été caractérisée par une nouvelle baisse au premier trimestre, largement compensée par une augmentation aux deuxième et troisième trimestres. Ces variations du ratio de solvabilité induites par l'évolution des actifs pondérés par les risques peuvent être décomposées en deux facteurs, à savoir la variation du total des actifs et celle du coefficient moyen de pondération pour risques attribué à ces actifs. Le premier de ces deux éléments reflète le recours à l'effet de levier, c'est-à-dire le volume d'actifs financés pour un montant donné de fonds propres, tandis que le second devrait mesurer l'incidence de l'évolution du degré moyen de risque des actifs.

Ces deux effets ont joué de manière très variable au cours des sept derniers trimestres. L'application des nouvelles exigences réglementaires de Bâle II, qui s'est étendue, à partir du premier trimestre de 2008, à l'ensemble des actifs des établissements de crédit belges, a permis à ces derniers d'utiliser de nouveaux coefficients de pondération qui étaient en moyenne plus favorables que ceux de l'ancien système. Certes, l'incidence de cette modification a été atténuée par la mesure transitoire, dite de « floor », du règlement de Bâle II prévoyant que les établissements de crédit utilisant des modèles internes pour risque de crédit ou risque opérationnel devaient disposer d'un montant minimal en fonds propres équivalent à 80 p.c. des exigences telles qu'elles étaient calculées sous le règlement de Bâle I. Même compte tenu de ce mécanisme de lissage, le changement de réglementation a permis aux banques de compenser partiellement la réduction du ratio *Tier I* ayant découlé d'un recours accru à l'effet de levier, lequel s'est matérialisé par une forte augmentation du total du bilan au premier semestre de 2008. Le dernier trimestre de 2008 a, en revanche, été caractérisé par une importante réduction du total du bilan, liée en partie à la sortie de *Fortis Bank Nederland* du périmètre de consolidation de *Fortis Banque*. Cette évolution, qui a contribué à réduire l'effet de levier, s'est accompagnée d'une augmentation du risque moyen des actifs détenus par les banques, qui s'est accentuée au cours des trois premiers mois de 2009. Durant cette période, les réductions de bilan ont surtout porté sur des actifs bénéficiant de coefficients de pondération relativement faibles, en particulier les créances interbancaires, tandis que la pondération moyenne des portefeuilles de produits

de finance structurée détenus par *KBC* et *Fortis* a fait l'objet d'une révision à la hausse. Ce dernier effet s'est inversé au cours des deuxième et troisième trimestres de 2009, notamment à la suite de transferts d'instruments de finance structurée du bilan de *Fortis Banque* à *RPI* et des garanties publiques reçues par *KBC* qui se sont traduits par une importante diminution du risque moyen. Dans le même temps, une nouvelle diminution du total du bilan a permis de réduire l'effet de levier.

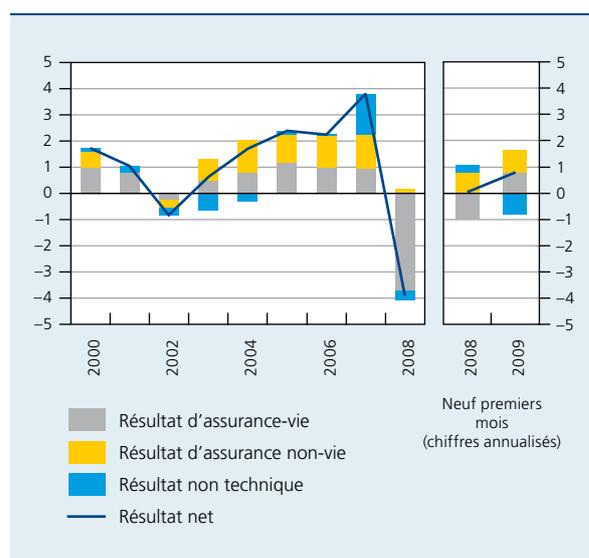
Sur l'ensemble des neuf premiers mois de 2009, la conjonction d'un effet levier en baisse et d'un risque moyen stable a poussé le ratio *Tier I* à la hausse, de 11,5 p.c. à la fin de 2008 à 13,2 p.c. à la fin de septembre 2009.

## 8.4 Compagnies d'assurances belges

Alors que les graves tensions qui avaient pesé sur les marchés financiers durant la seconde moitié de 2008 avaient entraîné des pertes substantielles pour les compagnies d'assurances belges, l'augmentation des prix des actifs financiers au cours de 2009 a permis d'en restaurer la rentabilité. Si la progression du résultat net des activités d'assurance non-vie a contribué à ce redressement, le passage d'une perte de 3,9 milliards d'euros en 2008 à un léger bénéfice, estimé pour l'ensemble de l'année à 0,8 milliard, sur la base des réalisations des trois premiers trimestres, traduit principalement le retour à la rentabilité des activités d'assurance-vie.

**GRAPHIQUE 110** RÉSULTATS NETS DU SECTEUR DES ASSURANCES

(données sur une base sociale, milliards d'euros)



Sources : CBFA, BNB.

**TABEAU 36** PRINCIPALES COMPOSANTES DU COMPTE DE RÉSULTATS DES COMPAGNIES D'ASSURANCES

(données sur une base sociale, milliards d'euros)

	Moyenne annuelle 2003-2007	2008	2009 (neuf premiers mois)
Résultat technique d'assurance-vie .....	0,9	-3,7	0,6
Résultat des activités d'assurance .....	-5,7	-0,3	-4,2
Revenu net de placement ..	6,6	-3,4	4,7
Résultat technique d'assurance non-vie .....	1,1	0,2	0,6
Résultat des activités d'assurance .....	-0,2	0,0	-0,1
Revenu net de placement ..	1,3	0,2	0,7
Résultat non technique <sup>(1)</sup> ....	0,2	-0,4	-0,6
Revenu net de placement ..	0,6	0,3	-0,6
Autres résultats .....	-0,4	-0,7	-0,1
<b>Résultat net de l'exercice ..</b>	<b>2,1</b>	<b>-3,9</b>	<b>0,6</b>

Sources: CBFA, BNB.

(1) Le résultat non technique inclut les revenus de placement non attribués aux activités vie et non-vie ainsi que les produits exceptionnels et les impôts.

Dans l'assurance-vie, le résultat technique combine d'ordinaire un résultat négatif des activités d'assurance proprement dites et un résultat positif pour les revenus nets de placements. Cette dernière composante constitue traditionnellement la part prépondérante du résultat technique de l'assurance-vie, comme le montrent les données, en moyenne annuelle, pour la période 2003 à 2007, où le résultat technique moyen de 0,9 milliard d'euros a été largement tributaire de revenus sur placements financiers de 6,6 milliards en moyenne. Ces produits financiers sont essentiellement dégagés sur les placements réalisés au moyen des primes perçues par les compagnies d'assurances, qui sont investies en actifs financiers afin de dégager, jusqu'à l'échéance des contrats, des revenus additionnels en faveur des assurés, engagements qui se traduisent par une augmentation des réserves techniques imputées au passif du bilan des compagnies d'assurance-vie. Ces variations des réserves techniques constituent, avec le montant des primes perçues en cours d'année, l'autre composante du résultat technique, à savoir le résultat des activités d'assurance proprement dites qui a atteint en moyenne, durant les années 2003 à 2007, un montant négatif de 5,7 milliards d'euros. Ce mécanisme de constitutions de réserves explique pourquoi la combinaison d'un revenu de placement largement positif et d'un résultat quelque peu moins négatif pour les activités d'assurance constitue

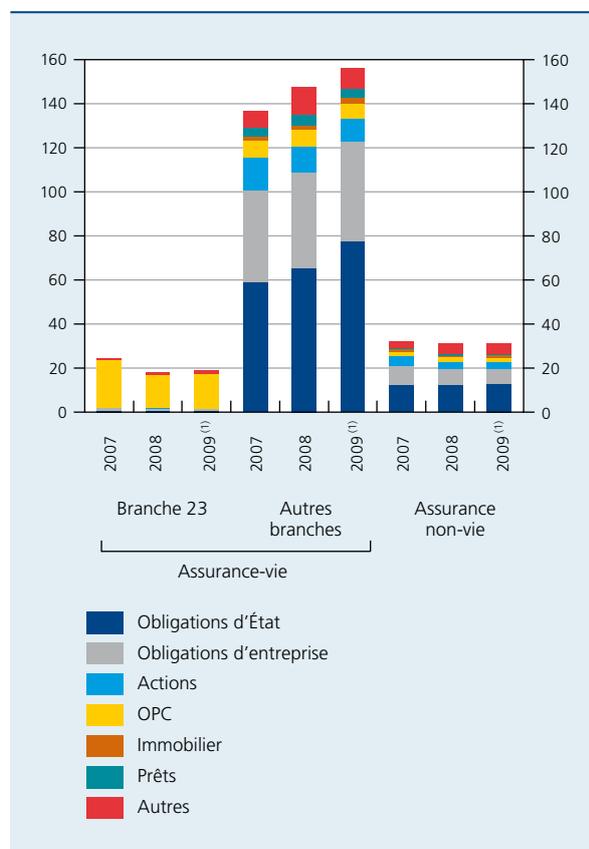
une caractéristique traditionnelle du compte technique en assurance-vie.

En 2008, l'activité d'assurance-vie avait vu son résultat technique afficher un mali. Tel avait déjà été le cas en 2002, qui s'était clôturé par une perte à ce titre de 0,2 milliard d'euros, à la suite du repli marqué des marchés boursiers. L'impact de la crise financière s'est fait beaucoup plus lourdement sentir, puisque l'impasse s'était élevée en 2008 à 3,7 milliards, en raison du recul important des prix des instruments financiers à rendement fixe autres que les titres d'État, qui, dans le portefeuille d'investissement affecté aux réserves techniques de l'activité d'assurance-vie, représentent une part beaucoup plus grande que les actions.

Le redressement observé dans les prix des actifs durant l'année 2009 a restauré, sur la base des données pour les neuf premiers mois, un équilibre plus classique entre le revenu net des investissements financiers dans l'activité d'assurance-vie, soit 4,7 milliards d'euros, et le résultat

**GRAPHIQUE 111** COMPOSITION DES ACTIFS DE COUVERTURE PAR ACTIVITÉ D'ASSURANCE

(données en fin de période, sur une base sociale, milliards d'euros)



Sources: CBFA, BNB.

(1) Données à la fin de septembre 2009.

négalif des activités d'assurance, de 4,2 milliards, permettant à l'activité d'assurance-vie de dégager à nouveau un résultat technique positif.

D'une manière générale, l'activité d'assurance-vie est beaucoup plus sensible aux évolutions des marchés financiers que celle d'assurance non-vie. Cela découle principalement des montants plus importants des réserves techniques et des actifs de couverture destinés à honorer les engagements futurs à l'égard des assurés dans l'assurance-vie. La moindre dépendance de l'activité non-vie à l'égard des investissements financiers explique pourquoi l'évolution des marchés financiers en 2008 et durant les neuf premiers mois de 2009 a eu moins d'incidence sur son résultat technique.

En termes de risques, il est important de faire la distinction, en assurance-vie, entre deux types de contrats. Les polices d'assurance-vie à capital variable, mieux connues sous le nom de « produits de la branche 23 » sont comparables à des fonds communs de placement, puisque les assurés-investisseurs assument la totalité des risques liés aux placements. Si ces contrats ne présentent aucun risque de marché pour les compagnies, ils peuvent impliquer un risque de réputation en cas de mauvaise performance des placements. Les actifs correspondants à ces contrats, qui sont repris au bilan des compagnies d'assurances, ne constituent, en termes d'encours, qu'à peine 10 p.c. du total des actifs de couverture des contrats d'assurance-vie. La ventilation des actifs couvrant les contrats de la branche 23 confirme que ceux-ci sont principalement investis dans des parts d'OPC.

La plupart des autres contrats d'assurance-vie, qui sont majoritairement des polices de la branche 21, sont assortis d'un risque de marché pour les compagnies. En effet, ils offrent aux assurés un rendement minimum garanti. Celui-ci va généralement de pair avec un mécanisme de partage des bénéfices ne présentant, en principe, aucun risque de marché, mais bien un risque commercial.

Pour couvrir les risques financiers associés à cette deuxième catégorie de contrats, les compagnies d'assurances procèdent à une diversification de leurs actifs. Pour les polices d'assurance-vie autres que les contrats à capital variable, ces actifs se composent principalement d'obligations d'entreprise et d'État, qui ont représenté, respectivement, 49,5 et 29,1 p.c. du portefeuille à la fin de septembre 2009. À la fin de 2008, la part des obligations d'État était inférieure d'environ 5 p.c. La part des actions dans le portefeuille, y compris les participations dans des sociétés liées ou non, a enregistré un recul, passant de 8,1 p.c. des actifs de couverture à la fin de 2008 à 6,8 p.c. à la fin de septembre 2009.

L'exposition du secteur belge des assurances au risque de marché s'est ainsi davantage concentrée sur les titres à revenu fixe, rendant le secteur plus vulnérable aux fluctuations des taux d'intérêt et, dans le cas des obligations d'entreprise, aux variations des primes liées au risque de crédit et de liquidité. Les titres émis par les entreprises comprennent des produits financiers structurés. À cet égard, l'examen d'un échantillon de grandes compagnies a montré que l'exposition à ces produits est inférieure à 10 p.c. de l'encours du portefeuille d'investissement.

**TABLEAU 37** COMPARAISON DE LA VALEUR DE MARCHÉ ET DE LA VALEUR COMPTABLE DU PORTEFEUILLE DE PLACEMENT DES COMPAGNIES D'ASSURANCES BELGES

(données sur une base sociale, à fin de période, milliards d'euros)

	Différence entre la valeur de marché et la valeur comptable					<i>p.m.</i> Valeur comptable à la fin du troisième trimestre de 2009
	2008		2009			
	Troisième trimestre	Quatrième trimestre	Premier trimestre	Deuxième trimestre	Troisième trimestre	
Immobilier .....	1,5	1,2	1,2	1,2	1,1	3,1
Participation dans des sociétés liées .....	0,8	0,8	0,4	0,8	1,0	17,0
Actions .....	-1,5	-1,8	-1,6	-0,9	0,2	11,0
Obligations .....	-5,8	-1,5	-2,5	-0,3	4,3	148,1
Autres .....	0,2	0,4	0,4	0,3	0,3	12,6
<b>Total</b> .....	<b>-4,8</b>	<b>-0,9</b>	<b>-2,2</b>	<b>1,0</b>	<b>6,9</b>	<b>191,7</b>

Sources : CBFA, BNB.

Toutefois, les turbulences qui ont secoué les marchés financiers internationaux ont exercé une pression considérable sur les prix des produits structurés et, de façon plus générale, sur ceux de l'ensemble des titres, à l'exception des actifs les plus sûrs.

La grande sensibilité du portefeuille des compagnies d'assurances aux fluctuations des prix des produits à revenu fixe est, en outre, illustrée par les fortes variations enregistrées dans l'écart entre la valeur comptable et la valeur de marché de l'ensemble du portefeuille de placement de ces compagnies. Au terme du troisième trimestre de 2008, deux semaines après la faillite de *Lehman Brothers*, les compagnies d'assurances belges signalaient des pertes latentes sur obligations d'un montant de 5,8 milliards d'euros. Douze mois plus tard, l'écart entre la valeur de marché et la valeur comptable des obligations est redevenu positif, à concurrence de 4,3 milliards. Cela s'explique par une hausse du cours des actifs à revenu fixe, à la suite de la baisse des taux d'intérêt sans risque et du recul des primes de risque, et par un ajustement à la baisse

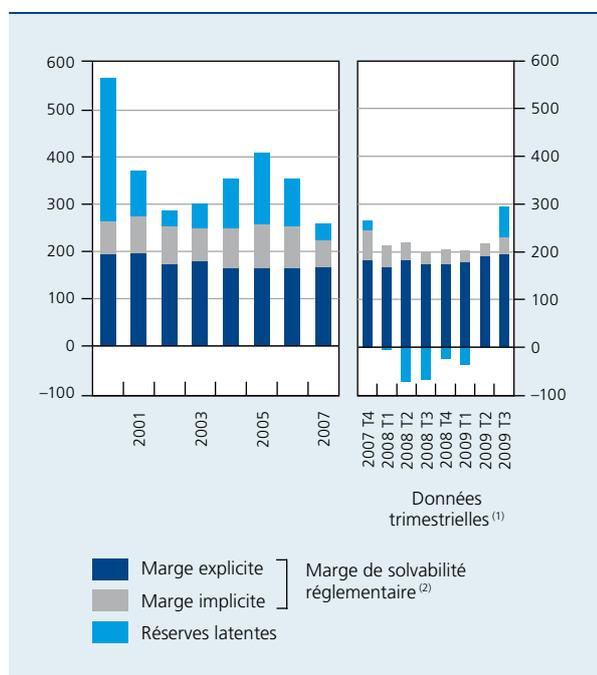
de la valeur comptable de certains produits à revenu fixe. Cet ajustement avait pris la forme de dépréciations sur actifs financiers, contribuant ainsi largement aux importantes pertes sur placements de 2008. Les changements nets dans les moins-values latentes sur actions ont, eux aussi, été importants, nonobstant la taille relativement réduite de ces placements par rapport au portefeuille obligataire. Globalement, compte tenu des dépréciations effectuées, le secteur a enregistré un accroissement net, de 11,7 milliards d'euros, de la différence entre la valeur de marché et la valeur comptable de son portefeuille de placement de la fin de septembre 2008 à la fin de septembre 2009. Cette évolution a également contribué à améliorer la marge de solvabilité implicite des compagnies d'assurances.

La marge de solvabilité réglementaire est composée d'une marge explicite, incluant les fonds propres, les dettes subordonnées et certains autres postes du bilan, et d'une marge implicite qui comprend, moyennant approbation de la CBFA, certains éléments spécifiques, dont principalement une partie des plus-values non réalisées sur les portefeuilles d'investissement. Dans la mesure où la marge explicite avait dû absorber, sous la forme d'un recul des réserves, la perte nette subie par le secteur des assurances en 2008, soit 3,9 milliards d'euros, plusieurs compagnies ont renforcé leur capital en 2008 et durant la première moitié de l'année 2009. L'encours du capital souscrit et des primes d'émission a donc enregistré une hausse de 5,3 milliards d'euros entre la fin de 2007 et la fin de juin 2009. Cette augmentation du capital de base a permis au secteur de maintenir une marge de solvabilité explicite au moins égale à 165 p.c. du minimum réglementaire pour chaque trimestre depuis la fin de 2007, un niveau de 196 p.c. ayant été atteint au terme du mois de septembre 2009.

Parallèlement au dégonflement des plus-values non réalisées sur le portefeuille d'investissement, l'importance relative de la marge implicite dans la marge de solvabilité réglementaire a diminué tout au long de 2008, ainsi qu'au premier trimestre de l'année sous revue. Si l'on tient compte de l'ensemble des plus-values ou moins-values non réalisées, que celles-ci soient admises par la CBFA en marge implicite ou non, auquel cas elles constituent une réserve latente, on constate que la réserve de solvabilité supplémentaire due à la différence entre la valeur de marché et la valeur comptable du portefeuille d'investissement est restée négative pratiquement sans interruption du deuxième trimestre de 2008 au premier trimestre de 2009. La somme de la marge implicite et de la réserve latente est ensuite redevenue positive, grâce à la hausse, déjà mentionnée, des prix des actifs financiers, en particulier des titres à revenu fixe.

**GRAPHIQUE 112 MARGE DE SOLVABILITÉ DES COMPAGNIES D'ASSURANCES BELGES**

(données sur base sociale, pourcentages de la marge minimale réglementaire)



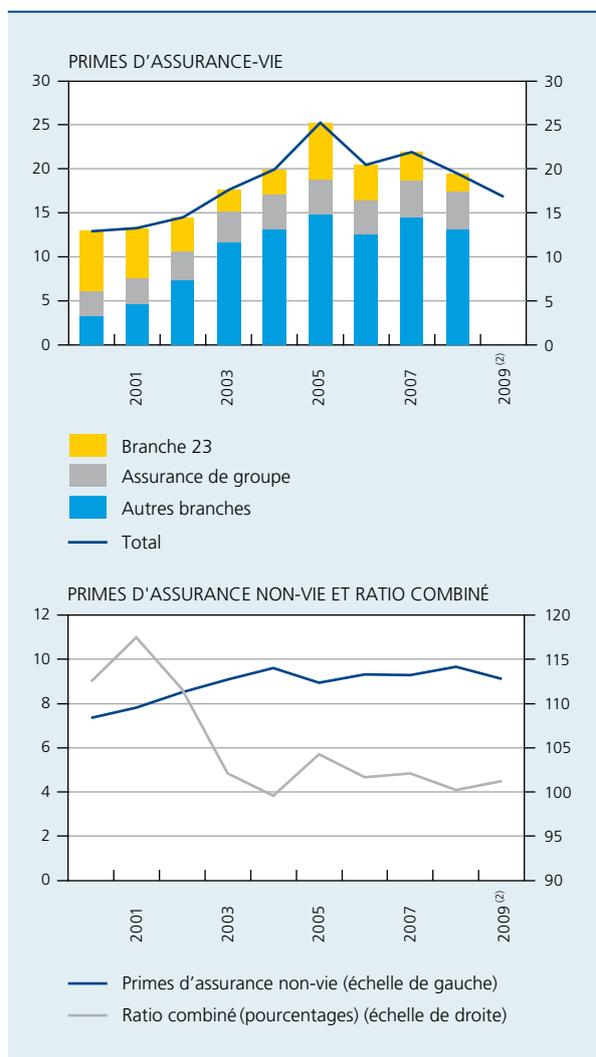
Sources : CBFA, BNB.

(1) Les chiffres rapportés sur une base trimestrielle ne sont pas entièrement comparables avec les chiffres définitifs rapportés sur une base annuelle. Ils ne prennent notamment pas en compte les éventuelles redistributions de bénéfices aux actionnaires et aux assurés.

(2) Cette marge se compose d'une marge explicite – incluant les fonds propres, les dettes subordonnées et certains autres postes du bilan – et d'une marge implicite reprenant, moyennant l'accord de la CBFA, certains autres éléments spécifiques dont le plus important est constitué d'une partie des plus-values non réalisées sur les portefeuilles de placement.

**GRAPHIQUE 113 ÉVOLUTION DES REVENUS DE PRIMES ET DU RATIO COMBINÉ<sup>(1)</sup>**

(données sur une base sociale, milliards d'euros, sauf mention contraire)



Sources : CBFA, BNB.

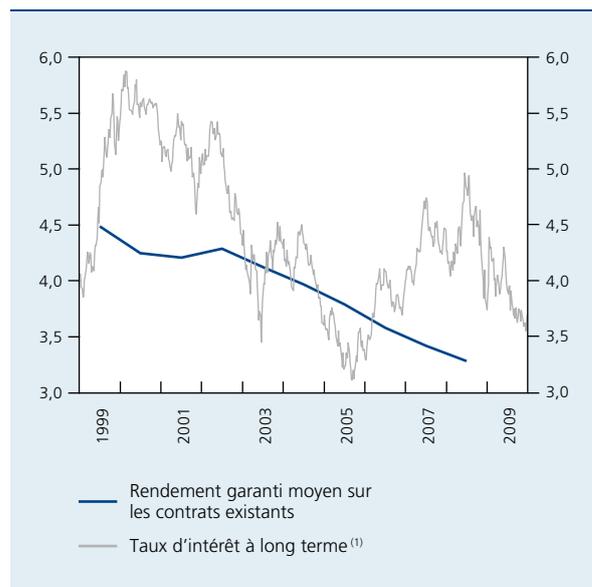
(1) Le ratio combiné rapporte la somme des coûts d'assurance et des frais opérationnels aux primes nettes perçues.

(2) Projection sur la base des données pour les neuf premiers mois.

Le recul des rendements n'a pas seulement affecté les états financiers et la solvabilité au sens large du secteur des assurances, mais aussi le niveau des primes perçues en assurance-vie. Durant les neuf premiers mois de 2009, le total de ces primes a diminué de 13 p.c. par rapport à la même période en 2008. Ce phénomène peut s'expliquer par une baisse de l'appétit pour le risque chez les investisseurs, compte tenu de l'incertitude qui a régné sur les marchés en 2009. Il est probable que cet environnement ait aussi incité la clientèle à souscrire plutôt des polices assorties d'une garantie de rendement minimum (branche 21). Le niveau de ces rendements garantis constitue un paramètre particulièrement important pour

les compagnies d'assurances lorsque les taux d'intérêt sur les produits exempts de risques chutent à des niveaux très faibles, comme lors de l'année sous revue. De telles évolutions sont en effet susceptibles d'éroder la rentabilité de certains contrats à rendement garanti, comme ce fut le cas il y a quelques années, lorsque les rendements promis par les placements sans risque avaient chuté largement en dessous du plafond légal du rendement minimum garanti, à savoir 4,75 p.c. jusqu'à la fin du mois de juin 1999 et 3,75 p.c. par la suite. Depuis lors, 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 et des clauses de révision basées sur l'évolution des conditions de marché. Ces mesures ont contribué à réduire le rendement moyen garanti sur les contrats en cours de la branche 21 : il est passé de 4,5 p.c. en 1999 à 3,4 p.c. en 2007 et à 3,3 p.c. en 2008.

Si les primes d'assurance non-vie connaissent habituellement une plus grande stabilité, elles ont aussi été affectées par la crise financière et son incidence sur l'ensemble de l'activité économique. Ainsi, les primes perçues ont baissé de 6 p.c. durant les neuf premiers mois de l'année 2009 par rapport à la même période de 2008. Si le ralentissement économique est généralement associé à une légère augmentation du taux de sinistralité, le ratio combiné, qui rapporte l'ensemble des coûts afférents à

**GRAPHIQUE 114 TAUX D'INTÉRÊT À LONG TERME ET RENDEMENT GARANTI DES CONTRATS DE LA BRANCHE 21**

Sources : Thomson Reuters Datastream, CBFA, BNB.

(1) Taux de rendement sur le marché secondaire des emprunts de l'État belge à dix ans (OLO) (données hebdomadaires).

l'assurance et des frais opérationnels aux primes nettes perçues, est resté en 2009 proche du niveau de 100 p.c., comme pratiquement sur l'ensemble de la période 2003-2009. Cette mesure inversée de la rentabilité des activités d'assurance proprement dites, hors revenus de placement, avait franchi la barre des 110 p.c. pendant la période 2000-2002, pour diminuer ensuite de manière significative grâce à une augmentation des primes, un meilleur contrôle des coûts et une gestion plus rigoureuse des risques couverts par les branches d'assurances déficitaires.



# Annexes statistiques

**TABLEAU I PIB ET PRINCIPALES CATÉGORIES DE DÉPENSES, EN VOLUME**

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

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009 e
Dépenses de consommation finale des particuliers .....	0,5	0,7	1,5	1,2	1,8	1,6	1,0	-1,5
Logements .....	-5,5	3,4	8,1	10,9	3,4	-0,8	-1,6	-2,8
Formation brute de capital fixe des entreprises .....	-4,8	-1,2	8,2	5,5	4,5	8,7	6,1	-6,5
Dépenses des administrations publiques .....	3,0	1,4	1,7	2,2	0,0	2,7	3,3	2,1
Dépenses de consommation finale .....	3,2	1,4	1,8	1,2	1,0	2,6	3,3	1,7
Formation brute de capital fixe .....	0,7	0,9	0,6	15,8	-12,4	3,6	3,4	7,4
<i>p.m. Formation brute de capital fixe totale</i> <sup>(1)</sup> .....	-4,5	0,1	7,5	7,7	2,7	5,7	3,8	-4,6
Variation des stocks <sup>(2)</sup> .....	-0,1	0,1	0,0	0,5	0,6	0,1	-0,2	-1,6
Total des dépenses intérieures .....	-0,1	0,8	2,8	3,1	2,4	2,8	1,9	-3,0
Exportations de biens et de services .....	2,7	0,8	6,4	4,8	5,0	4,4	1,4	-11,0
Total des dépenses finales .....	1,2	0,8	4,4	3,9	3,6	3,5	1,7	-6,7
Importations de biens et de services .....	0,9	0,8	6,2	6,5	4,7	4,4	2,7	-11,1
<i>p.m. Exportations nettes de biens et de services</i> <sup>(2)</sup> .....	1,4	0,0	0,4	-0,9	0,4	0,2	-1,0	0,0
PIB .....	1,4	0,8	3,1	2,0	2,8	2,8	0,8	-3,0

Sources: ICN, BNB.

(1) Logements, formation brute de capital fixe des entreprises et formation brute de capital fixe des administrations publiques.

(2) Contribution à la variation du PIB.

TABLEAU II RNB ET PRINCIPALES CATÉGORIES DE DÉPENSES, EN VOLUME

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

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009 e
Dépenses de consommation finale des particuliers .....	0,5	0,7	1,6	1,0	1,8	1,7	1,1	-1,6
Logements .....	-5,5	3,4	8,1	10,9	3,4	-0,8	-1,6	-2,9
Formation brute de capital fixe des entreprises .....	-4,7	-1,2	8,9	4,6	4,4	9,0	6,8	-7,2
Dépenses des administrations publiques .....	3,0	1,4	1,7	2,2	0,0	2,7	3,3	2,1
Dépenses de consommation finale .....	3,2	1,4	1,8	1,2	1,0	2,6	3,3	1,7
Formation brute de capital fixe .....	0,5	1,1	0,7	15,8	-12,4	3,6	3,4	7,0
<i>p.m. Formation brute de capital fixe totale</i> <sup>(1)</sup> .....	-4,5	0,1	8,0	7,1	2,7	5,9	4,3	-5,3
Variation des stocks <sup>(2)</sup> .....	-0,1	0,1	0,2	0,3	0,6	0,3	0,0	-1,6
Total des dépenses intérieures .....	-0,1	0,8	3,1	2,6	2,4	3,1	2,3	-3,2
Exportations de biens et de services .....	2,7	0,8	6,6	4,6	5,0	4,5	1,5	-11,1
Total des dépenses finales .....	1,2	0,8	4,6	3,5	3,6	3,7	1,9	-6,9
Importations de biens et de services .....	0,9	0,8	6,6	5,9	4,7	4,7	3,1	-11,3
<i>p.m. Exportations nettes de biens et de services</i> <sup>(2)</sup> .....	1,5	0,0	0,3	-0,7	0,5	0,0	-1,2	0,0
PIB .....	1,4	0,8	3,2	1,8	2,8	2,9	1,0	-3,2
Excédent ou déficit (-) commercial résultant de la variation des termes de l'échange <sup>(3)</sup> ..	0,8	-0,3	-0,7	-0,2	-0,6	0,2	-1,8	1,9
Solde des revenus primaires reçus du reste du monde <sup>(3)</sup> .....	-0,2	0,2	-0,4	-0,4	0,2	0,1	-0,3	0,0
RNB .....	1,9	0,6	2,1	1,1	2,4	3,3	-1,1	-1,3

Sources: ICN, BNB.

(1) Logements, formation brute de capital fixe des entreprises et formation brute de capital fixe des administrations publiques.

(2) Contribution à la variation du PIB.

(3) Contribution à la variation du RNB.

**TABLEAU III DÉFLATEURS DU RNB ET DES PRINCIPALES CATÉGORIES DE DÉPENSES**

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

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009 e
Dépenses de consommation finale des particuliers .....	1,2	1,5	2,4	2,7	3,0	2,8	3,8	0,0
Logements .....	2,2	2,6	5,2	4,8	5,8	4,6	5,2	-2,6
Formation brute de capital fixe des entreprises .....	-2,1	1,2	2,0	0,6	2,9	1,8	1,8	-3,6
Dépenses des administrations publiques .....	3,4	3,2	2,5	3,2	2,8	1,9	3,4	2,2
Dépenses de consommation finale .....	3,7	3,3	2,5	3,4	2,6	1,8	3,5	2,6
Formation brute de capital fixe .....	0,5	1,2	2,2	0,8	5,6	2,9	2,7	-3,5
<i>p.m.</i> Formation brute de capital fixe totale <sup>(1)</sup> .....	-0,9	1,5	2,8	1,7	3,9	2,6	2,7	-3,1
Total des dépenses intérieures <sup>(2)</sup> .....	1,4	1,9	2,5	2,7	3,1	2,5	3,5	0,0
Exportations de biens et de services .....	-0,6	-1,4	2,0	4,1	2,7	2,2	4,2	-4,8
Total des dépenses finales <sup>(2)</sup> .....	0,5	0,5	2,3	3,3	2,9	2,4	3,8	-2,1
Importations de biens et de services .....	-1,8	-1,2	2,9	4,5	3,4	1,9	6,6	-7,2
<i>p.m.</i> Termes de l'échange .....	1,2	-0,2	-0,9	-0,4	-0,7	0,3	-2,2	2,7
PIB .....	2,0	2,0	2,2	2,3	2,2	2,3	1,8	1,2
RNB .....	1,2	2,3	2,9	2,6	2,8	2,0	3,7	-0,7

Sources: ICN, BNB.

(1) Logements, formation brute de capital fixe des entreprises et formation brute de capital fixe des administrations publiques.

(2) À l'exclusion de la variation des stocks.

**TABLEAU IV** RNB ET PRINCIPALES CATÉGORIES DE DÉPENSES, À PRIX COURANTS  
(millions d'euros, données non corrigées des effets de calendrier)

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009 e
Dépenses de consommation finale des particuliers .....	141.346	144.383	150.110	155.751	163.330	170.784	179.130	176.339
Logements .....	12.110	12.849	14.605	16.979	18.566	19.275	19.941	18.860
Formation brute de capital fixe des entreprises .....	34.564	34.528	38.350	40.341	43.331	48.094	52.327	46.827
Dépenses des administrations publiques .....	64.752	67.727	70.619	74.485	76.546	80.043	85.516	89.160
Dépenses de consommation finale .....	60.306	63.179	65.941	69.024	71.496	74.659	79.798	83.256
Formation brute de capital fixe .....	4.446	4.549	4.679	5.461	5.051	5.384	5.717	5.904
<i>p.m.</i> Formation brute de capital fixe totale <sup>(1)</sup> .....	51.120	51.926	57.634	62.780	66.948	72.753	77.985	71.590
Variation des stocks .....	61	1.304	2.828	3.355	4.507	3.848	4.799	-2.747
Total des dépenses intérieures .....	252.833	260.791	276.512	290.910	306.280	322.043	341.713	328.438
Exportations de biens et de services .....	206.443	205.192	223.086	242.846	261.754	279.437	295.645	250.225
Total des dépenses finales .....	459.276	465.983	499.598	533.757	568.034	601.480	637.357	578.663
Importations de biens et de services .....	191.020	190.267	208.773	230.911	249.840	266.532	292.681	240.917
<i>p.m.</i> Exportations nettes de biens et de services .....	15.423	14.925	14.313	11.935	11.913	12.905	2.963	9.309
PIB .....	268.256	275.716	290.825	302.845	318.193	334.948	344.676	337.746
Solde des revenus primaires reçus du reste du monde .....	3.608	4.253	3.155	1.970	2.778	3.205	2.295	2.419
RNB .....	271.864	279.969	293.980	304.816	320.971	338.153	346.971	340.165

Sources: ICN, BNB.

(1) Logements, formation brute de capital fixe des entreprises et formation brute de capital fixe des administrations publiques.

**TABLEAU V VALEUR AJOUTÉE DES DIFFÉRENTES BRANCHES D'ACTIVITÉ, EN VOLUME**

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

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	p.m. Pourcentages du PIB de 2008
Agriculture, chasse, sylviculture et pêche .....	4,3	-7,3	5,2	-12,1	10,0	-1,1	0,1	0,8
Industrie .....	-0,8	-1,0	3,1	0,3	1,4	3,3	-0,5	16,5
Industrie extractive .....	-5,1	0,2	3,2	6,8	9,7	4,0	-1,5	0,1
Électricité, gaz, eau .....	-1,9	0,0	-1,9	-3,4	9,1	0,1	-2,1	1,9
Industrie manufacturière .....	-0,6	-1,1	3,7	0,7	0,5	3,7	-0,3	14,4
dont:								
Minéraux non métalliques .....	-1,3	-3,3	0,2	-2,0	-0,3	0,7	-0,6	0,8
Fer, acier et métaux non ferreux .....	0,5	-2,4	4,5	-7,6	2,1	9,5	0,4	2,3
Fabrications métalliques .....	-4,4	-2,6	1,2	4,4	-2,9	-3,2	-0,3	3,2
Papier, impression, édition .....	-1,7	2,1	5,0	0,5	4,2	4,0	-1,4	1,1
Chimie et caoutchouc .....	2,2	-0,4	6,4	-0,3	-0,9	1,9	0,3	3,4
Textiles, vêtements et chaussures .....	-1,5	-8,5	0,2	-5,4	5,6	6,5	-1,8	0,6
Denrées alimentaires, boissons, tabac .....	1,8	2,2	2,8	0,2	3,2	6,9	-0,1	1,8
Construction .....	-1,5	0,7	4,0	3,4	8,5	2,3	-0,1	4,7
Services marchands .....	2,0	1,7	2,8	2,5	2,5	3,7	2,0	54,6
Commerce et réparations .....	4,1	4,7	4,0	-3,1	1,2	7,1	-0,5	11,2
Services financiers .....	10,2	-5,7	8,3	3,1	8,1	-1,2	-1,5	5,2
Immobilier, location et services aux entreprises .....	1,0	2,3	2,4	5,8	3,8	4,5	4,1	20,7
Transports et communications .....	0,6	2,4	-0,7	3,5	0,3	1,0	2,6	7,5
Santé et action sociale .....	0,6	0,4	1,7	0,7	-0,6	3,4	2,5	6,2
Horeca et services divers aux ménages .....	-4,7	1,7	1,9	2,6	2,0	1,2	0,6	3,9
Services non marchands .....	1,7	1,3	1,2	1,4	1,2	0,6	1,3	12,4
Valeur ajoutée des branches, aux prix de base .....	1,2	1,0	2,7	1,8	2,6	2,9	1,3	89,0
Impôts nets des subsides sur les produits <sup>(1)</sup> .....	0,3	-0,1	0,8	0,2	0,4	0,4	-0,1	10,9
PIB .....	1,4	0,8	3,2	1,8	2,8	2,9	1,0	100,0

Source : ICN.

(1) Contribution à la variation du PIB.

TABLEAU VI MARCHÉ DU TRAVAIL

(moyennes annuelles, milliers de personnes)

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009 e
Population en âge de travailler <sup>(1)</sup> .....	6.774	6.805	6.835	6.879	6.942	7.012	7.070	7.114
Population active .....	4.717	4.768	4.843	4.916	4.963	4.982	5.039	5.065
Emploi national .....	4.226	4.230	4.270	4.331	4.384	4.456	4.538	4.514
Travailleurs frontaliers (solde) .....	67	69	72	73	75	77	77	77
Emploi intérieur .....	4.159	4.160	4.199	4.258	4.308	4.379	4.461	4.437
Travailleurs indépendants .....	689	689	692	695	699	706	717	720
Travailleurs salariés .....	3.470	3.472	3.507	3.563	3.609	3.672	3.744	3.717
Branches sensibles à la conjoncture <sup>(2)</sup> .....	2.223	2.199	2.209	2.237	2.270	2.319	2.367	2.315
Administration publique et éducation .....	721	730	742	757	764	771	780	787
Autres services non marchands <sup>(3)</sup> .....	525	543	556	569	576	582	597	614
Chômage <sup>(4)</sup> .....	492	538	573	584	579	526	500	551

Sources: BFP, DGSIE, ICN, ONEM, BNB.

(1) Personnes âgées de quinze à soixante-quatre ans.

(2) Soit les branches « agriculture, chasse, sylviculture et pêche », « industrie », « construction », « commerce, transports et communications » et « activités financières, immobilières, de location et de services aux entreprises ».

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

(4) Demandeurs d'emploi inoccupés, comprenant les chômeurs complets indemnisés (à l'exclusion des chômeurs âgés non demandeurs d'emploi), ainsi que les autres demandeurs d'emploi inscrits obligatoirement ou librement. Les demandeurs d'emploi qui travaillent dans le cadre des ALE ont été exclus, car ils sont déjà repris dans l'emploi.

**TABLEAU VII** Taux d'emploi

(pourcentages de la population âgée de quinze à soixante-quatre ans correspondante<sup>(1)</sup>, moyennes annuelles)

	Moyennes des trois premiers trimestres									
	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2008	2008	2009
Total .....	59,9	59,6	60,3	61,1	61,0	62,0	62,4	62,4	62,4	61,5
Selon le genre										
Femmes .....	51,4	51,8	52,6	53,8	54,0	55,3	56,2	56,2	56,2	55,9
Hommes .....	68,3	67,3	67,9	68,3	67,9	68,7	68,6	68,6	68,5	67,1
Selon l'âge										
De 15 à 24 ans .....	29,4	27,4	27,8	27,3	27,6	27,5	27,4	27,4	27,2	25,2
De 25 à 54 ans .....	76,5	76,5	77,3	78,3	78,4	79,7	80,5	80,5	80,5	79,8
De 55 à 64 ans .....	26,6	28,1	30,0	31,9	32,0	34,4	34,5	34,5	34,3	34,9
Selon la région										
Bruxelles .....	54,5	53,2	54,1	54,8	53,4	54,8	55,6	55,6	55,9	55,2
Flandre .....	63,5	62,9	64,3	64,9	65,0	66,1	66,5	66,5	66,6	65,5
Wallonie .....	54,9	55,4	55,1	56,1	56,1	57,0	57,2	57,2	57,0	56,5
Selon le niveau d'éducation										
Secondaire inférieur au plus .....	41,7	41,2	40,5	40,4	40,1	40,5	39,7	39,7	39,6	38,5
Secondaire supérieur au plus .....	64,9	63,9	64,7	65,5	65,1	65,9	67,0	67,0	67,4	65,3
Supérieur .....	82,5	82,2	82,5	82,8	82,4	83,7	83,0	83,0	82,8	82,1

Source : DGSI.

(1) Ces taux d'emploi sont calculés sur la base des données harmonisées tirées de l'enquête sur les forces de travail.

**TABLEAU VIII Taux de chômage**(pourcentages de la population active âgée de quinze à soixante-quatre ans correspondante<sup>(1)</sup>, moyennes annuelles)

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	Moyennes des trois premiers trimestres	
								2008	2009
Total .....	7,6	8,2	8,5	8,5	8,3	7,5	7,0	7,1	7,9
Selon le genre									
Femmes .....	8,7	8,9	9,6	9,6	9,4	8,5	7,6	7,6	8,2
Hommes .....	6,7	7,7	7,6	7,7	7,5	6,7	6,5	6,7	7,7
Selon l'âge									
De 15 à 24 ans .....	17,7	21,8	21,2	21,5	20,5	18,8	18,0	18,0	21,6
De 25 à 54 ans .....	6,6	7,1	7,4	7,4	7,2	6,6	6,1	6,2	6,7
De 55 à 64 ans .....	4,1	3,0	3,9	4,4	4,8	4,2	4,4	4,5	5,3
Selon la région									
Bruxelles .....	14,7	15,8	15,9	16,5	17,7	17,2	16,0	16,2	15,6
Flandre .....	4,9	5,7	5,4	5,5	5,0	4,4	3,9	4,0	5,0
Wallonie .....	10,6	10,9	12,1	11,9	11,8	10,5	10,1	10,1	11,0
Selon le niveau d'éducation									
Secondaire inférieur au plus .....	11,7	12,5	13,3	14,1	14,0	13,0	12,5	12,9	13,7
Secondaire supérieur au plus .....	7,4	8,4	8,5	8,5	8,2	7,6	7,0	6,7	8,0
Supérieur .....	4,1	4,4	4,7	4,5	4,5	3,8	3,6	3,8	4,5

Source : DGSIE.

(1) Ces taux de chômage sont calculés sur la base des données harmonisées tirées de l'enquête sur les forces de travail.

**TABLEAU IX INDICE DES PRIX À LA CONSOMMATION HARMONISÉ**

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

	Total				Tendance sous-jacente de l'inflation <sup>(2)</sup>		p.m. Indice des prix à la consommation national		p.m. Indice-santé <sup>(3)</sup>
	Produits énergétiques	Produits alimentaires non transformés <sup>(1)</sup>	Produits alimentaires transformés	Total	Biens industriels non énergétiques	Services			
2002	-3,6	3,2	1,5	2,2	1,7	2,6	1,6	1,8	
2003	0,2	1,7	2,8	1,5	1,0	1,9	1,6	1,5	
2004	6,6	0,9	2,2	1,3	0,3	2,1	2,1	1,6	
2005	12,7	1,7	2,0	1,3	0,3	2,1	2,8	2,2	
2006	7,3	3,3	2,1	1,5	0,9	2,1	1,8	1,8	
2007	0,2	3,0	4,7	1,4	0,9	1,9	1,8	1,8	
2008	19,8	2,8	7,8	1,8	1,3	2,3	4,5	4,2	
2009	-14,0	0,4	1,7	2,1	1,4	2,6	-0,1	0,6	
2009 Janvier	-0,2	4,1	3,7	1,9	0,6	3,0	2,3	3,3	
Février	-4,0	4,3	3,1	2,4	1,4	3,3	1,9	2,8	
Mars	-12,6	3,5	2,7	2,2	1,5	2,7	0,6	1,6	
Avril	-13,0	1,8	2,3	2,7	1,7	3,6	0,6	1,5	
Mai	-17,6	0,6	1,8	2,4	1,6	3,1	-0,4	0,7	
Juin	-21,7	-0,4	1,5	2,3	1,7	2,7	-1,1	-0,1	
Juillet	-23,2	-2,5	1,2	2,0	1,2	2,6	-1,7	-0,7	
Août	-16,8	-1,6	1,0	2,0	1,7	2,2	-0,8	-0,2	
Septembre	-19,8	-1,9	0,9	2,0	1,6	2,7	-1,2	-0,6	
Octobre	-17,2	-1,6	0,6	1,8	1,4	2,1	-1,0	-0,6	
Novembre	-10,4	-0,7	0,6	1,7	1,4	1,8	-0,1	-0,3	
Décembre	-6,8	-1,1	0,7	1,6	1,4	1,7	0,3	-0,3	

Sources: CE, DGSE.

(1) Fruits, légumes, viande et poisson.

(2) Mesurée par l'IPC, 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 X REVENUS DES DIFFÉRENTS SECTEURS, À PRIX COURANTS <sup>(1)</sup>**  
(millions d'euros)

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009 e
<b>Particuliers</b>								
Revenu primaire brut .....	209.243	210.498	215.703	222.797	233.774	246.441	259.534	259.840
Salaires et traitements <sup>(2)</sup> .....	144.192	147.239	151.289	156.421	163.943	172.618	181.198	183.410
Revenus de la propriété <sup>(3)</sup> .....	27.795	25.240	25.540	25.771	26.732	28.876	31.840	30.985
Revenu mixte brut .....	23.877	24.327	24.980	25.667	27.090	27.730	28.669	27.590
Excédent brut d'exploitation .....	13.380	13.692	13.894	14.938	16.008	17.217	17.828	17.855
Transferts courants <sup>(3)</sup> .....	-39.785	-38.886	-40.221	-41.570	-41.804	-45.110	-47.829	-42.164
Transferts reçus .....	58.467	60.890	63.190	65.575	67.152	69.805	73.155	76.642
Transferts versés .....	-98.252	-99.776	-103.411	-107.145	-108.955	-114.914	-120.984	-118.806
Revenu disponible brut .....	169.458	171.612	175.482	181.227	191.970	201.331	211.705	217.676
<i>p.m. En termes réels <sup>(4)</sup></i> .....	191.576	191.178	190.965	191.988	197.426	201.331	203.994	209.667
<i>(pourcentages de variation par rapport à l'année précédente)</i> .....	(0,0)	(-0,2)	(-0,1)	(0,5)	(2,8)	(2,0)	(1,3)	(2,8)
<b>Sociétés</b>								
Revenu primaire brut .....	40.563	46.179	51.827	53.643	56.456	60.639	56.038	50.024
Excédent brut d'exploitation .....	54.295	57.755	65.191	69.611	73.016	78.917	78.617	72.219
Revenus de la propriété <sup>(3)</sup> .....	-13.732	-11.576	-13.364	-15.968	-16.561	-18.277	-22.579	-22.195
Transferts courants <sup>(3)</sup> .....	-6.562	-6.318	-7.409	-8.189	-9.453	-8.028	-7.975	-4.554
Revenu disponible brut .....	34.001	39.861	44.417	45.454	47.003	52.612	48.063	45.470
<b>Administrations publiques</b>								
Revenu primaire brut .....	22.058	23.293	26.451	28.376	30.742	31.073	31.399	30.301
Transferts courants <sup>(3)</sup> .....	43.270	41.465	43.174	45.430	47.072	49.822	51.264	41.247
Revenu disponible brut .....	65.328	64.757	69.625	73.807	77.814	80.895	82.662	71.548
<b>Reste du monde</b>								
Revenu disponible brut .....	3.077	3.740	4.456	4.329	4.184	3.315	4.540	5.471
<b>RNB</b> .....	271.864	279.969	293.980	304.816	320.971	338.153	346.971	340.165

Sources : ICN, BNB.

(1) Les données de ce tableau sont établies en termes bruts, soit avant déduction de la consommation de capital fixe.

(2) Rémunérations (à l'exclusion de celles des propriétaires entrepreneurs), y compris les cotisations de sécurité sociale, et pensions de la fonction publique.

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

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

**TABLEAU XI SYNTHÈSE DES OPÉRATIONS DES GRANDS SECTEURS DE L'ÉCONOMIE, À PRIX COURANTS<sup>(1)</sup>**  
(millions d'euros)

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009 e
<b>1. Particuliers</b>								
1.1 Revenu disponible brut	169.458	171.612	175.482	181.227	191.970	201.331	211.705	217.676
<i>p.m. Revenu disponible ajusté brut</i>	205.852	210.197	216.279	224.044	236.141	247.615	261.542	270.310
1.2 Variation des droits des particuliers sur les institutions de retraite professionnelle	1.541	1.716	1.857	2.009	1.959	2.498	3.206	2.997
1.3 Dépenses de consommation finale	141.346	144.383	150.110	155.751	163.330	170.784	179.130	176.339
<i>p.m. Consommation finale effective</i>	177.739	182.968	190.907	198.569	207.501	217.067	228.967	228.973
1.4 Épargne brute (1.1 + 1.2 - 1.3)	29.654	28.945	27.230	27.484	30.599	33.045	35.781	44.335
<i>p.m. Pourcentages du revenu disponible brut<sup>(2)</sup></i>	17,3	16,7	15,4	15,0	15,8	16,2	16,6	20,1
<i>p.m. Pourcentages du revenu disponible ajusté brut<sup>(2)</sup></i>	14,3	13,7	12,5	12,2	12,9	13,2	13,5	16,2
1.5 Transferts en capital <sup>(3)</sup>	-296	-763	-850	-1.258	-1.250	-1.081	-1.396	-1.165
1.6 Formation brute de capital	13.971	14.563	16.004	18.750	20.163	21.235	22.214	20.718
1.7 Solde de financement (1.4 + 1.5 - 1.6)	15.387	13.619	10.376	7.477	9.186	10.729	12.171	22.452
<b>2. Sociétés</b>								
2.1 Revenu disponible brut	34.001	39.861	44.417	45.454	47.003	52.612	48.063	45.470
2.2 Variation des droits des particuliers sur les institutions de retraite professionnelle	-1.540	-1.721	-1.853	-2.008	-1.956	-2.499	-3.207	-2.997
2.3 Épargne brute (2.1 + 2.2)	32.462	38.140	42.564	43.446	45.047	50.112	44.856	42.473
2.4 Transferts en capital <sup>(3)</sup>	817	-1.888	865	8.895	1.910	1.596	1.256	2.345
2.5 Formation brute de capital fixe	32.601	32.715	36.851	38.471	41.634	46.029	49.949	44.699
2.6 Variation des stocks	160	1.399	2.933	3.450	4.604	3.947	4.900	-2.481
2.7 Solde de financement (2.3 + 2.4 - 2.5 - 2.6)	518	2.138	3.645	10.420	720	1.732	-8.737	2.601
<b>3. Administrations publiques</b>								
3.1 Revenu disponible brut	65.328	64.757	69.625	73.807	77.814	80.895	82.662	71.548
<i>p.m. Revenu disponible ajusté brut</i>	28.934	26.172	28.828	30.989	33.643	34.611	32.826	18.913
3.2 Variation des droits des particuliers sur les institutions de retraite professionnelle	-1	5	-4	-1	-3	1	1	0
3.3 Dépenses de consommation finale	60.306	63.179	65.941	69.024	71.496	74.659	79.798	83.256
<i>p.m. Consommation finale effective</i>	23.912	24.594	25.143	26.207	27.325	28.375	29.962	30.622
3.4 Épargne brute (3.1 + 3.2 - 3.3)	5.021	1.583	3.681	4.781	6.315	6.237	2.865	-11.709
3.5 Transferts en capital <sup>(3)</sup>	-980	2.469	-172	-7.954	-670	-1.660	-1.372	-2.807
3.6 Formation brute de capital fixe	4.446	4.549	4.679	5.461	5.051	5.384	5.717	5.904
3.7 Variation des stocks	4	5	-4	3	3	5	4	4
3.8 Solde de financement selon le SEC 95 (3.4 + 3.5 - 3.6 - 3.7)	-409	-501	-1.166	-8.636	592	-811	-4.229	-20.424
<i>p.m. Solde de financement selon l'EDP<sup>(4)</sup></i>	-232	-291	-843	-8.233	814	-661	-4.061	-20.254
<b>4. Ensemble des secteurs intérieurs</b>								
4.1 Solde de financement (1.7 + 2.7 + 3.8)	15.496	15.256	12.856	9.261	10.497	11.649	-795	4.629

Sources : ICN, BNB.

(1) Les données de ce tableau sont établies en termes bruts, soit avant déduction de la consommation de capital fixe.

(2) Revenu disponible, y compris la variation des droits des particuliers sur les institutions de retraite professionnelle.

(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.

(4) La méthodologie du SEC 95 a été adaptée en 2001 pour exclure du calcul du solde de financement les gains nets d'intérêts provenant de certaines transactions financières telles que les contrats d'échange (swaps) et les contrats de garantie de taux (FRA). Dans le cadre de la procédure sur les déficits excessifs (EDP), cette correction n'est toutefois pas prise en compte, tout comme elle ne l'est pas non plus pour l'évaluation par la CE des programmes de stabilité.

**TABLEAU XII RECETTES, DÉPENSES ET SOLDE DE FINANCEMENT DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES**  
(millions d'euros)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009 e
<b>Recettes<sup>(1)</sup></b>										
Recettes fiscales et parafiscales	123.746	128.518	133.295	140.452	142.568	149.464	155.108	161.289	168.198	161.024
Prélèvements pesant essentiellement sur les revenus du travail	111.675	114.988	119.384	121.325	128.577	133.824	139.360	145.027	150.766	143.349
Impôts des personnes physiques <sup>(2)</sup>	66.748	70.026	72.568	73.670	76.267	78.380	80.107	84.069	84.069	86.803
Cotisations sociales <sup>(3)</sup>	31.131	32.712	33.440	33.677	35.014	36.189	36.270	37.581	39.938	37.339
Impôts sur les bénéfices des sociétés <sup>(4)</sup>	35.618	37.315	39.128	39.993	41.254	42.191	43.837	46.489	49.062	49.464
Prélèvements sur les autres revenus et sur le patrimoine <sup>(5)</sup>	8.089	8.091	8.142	7.912	8.991	9.816	11.368	11.489	11.494	8.118
Impôts sur les biens et services	8.526	8.700	9.038	9.504	10.631	11.544	11.968	12.693	13.075	11.897
Recettes non fiscales et non parafiscales <sup>(6)</sup>	28.312	28.171	29.637	30.239	32.688	34.084	35.918	36.639	37.196	36.531
Dépenses hors charges d'intérêts	12.071	13.529	13.911	19.127	13.990	15.640	15.749	16.262	17.432	17.675
Prestations sociales	107.235	110.754	118.250	126.240	129.818	145.017	141.764	149.121	159.256	168.824
Revenus de remplacement	53.896	56.652	59.791	63.276	66.741	69.279	71.218	74.797	80.249	85.386
Pensions du secteur privé	30.748	32.120	34.291	35.813	37.308	38.678	39.915	42.010	44.698	47.892
Pensions des administrations publiques	20.968	21.866	22.942	23.812	24.777	25.754	26.711	28.557	30.536	32.093
Garantie de revenu aux personnes âgées	14.549	15.110	15.722	16.253	16.664	17.321	17.818	18.438	19.804	20.937
Prévisions	6.418	6.757	7.220	7.559	8.113	8.433	8.893	10.119	10.732	11.156
Allocations de chômage	249	258	258	264	283	276	269	340	430	437
Indemnités de carrière et crédit-temps	1.163	1.153	1.144	1.184	1.239	1.257	1.301	1.359	1.443	1.515
Indemnités de maladie-invalidité	4.381	4.637	5.356	5.747	6.024	6.121	6.097	5.772	5.792	6.871
Accidents du travail et maladies professionnelles	2.840	2.74	352	432	488	556	590	647	700	743
Revenu d'intégration	486	489	495	494	495	503	504	508	532	529
Autres prestations sociales <sup>(7)</sup>	426	420	536	514	517	575	604	683	717	753
dont:	23.148	24.531	25.501	27.464	29.432	30.600	31.303	32.787	35.551	37.494
Soins de santé	14.025	15.052	15.372	16.745	18.053	18.896	19.256	20.286	22.249	23.849
Allocations familiales	4.324	4.637	4.564	4.637	4.731	4.850	5.023	5.155	5.413	5.663
Autres dépenses primaires	53.339	54.103	58.459	62.964	63.077	75.738	70.546	74.374	79.007	83.438
Rémunérations des salariés	29.039	30.326	32.532	33.833	34.661	36.422	37.859	39.336	41.552	43.512
Achats courants de biens et services	8.319	8.822	10.235	10.430	10.755	11.058	11.603	12.036	12.710	12.898
Subsides aux entreprises	3.073	3.200	3.209	3.680	3.397	4.809	5.434	6.399	7.131	7.317
Transferts courants au reste du monde	2.006	2.167	2.427	2.787	3.099	3.249	3.307	3.303	3.629	4.106
Autres transferts courants	2.871	3.044	3.177	3.484	3.773	4.029	4.205	3.826	4.361	4.532
Formation brute de capital fixe	4.934	4.399	4.446	4.549	4.679	5.461	5.051	5.384	5.717	5.904
Autres dépenses en capital	3.097	2.144	2.435	4.202	2.715	10.711	3.088	4.041	3.907	5.170
Solde hors charges d'intérêts	16.512	17.763	15.045	14.212	12.750	4.447	13.345	12.168	8.942	-7.800
Charges d'intérêts	16.709	16.847	15.454	14.713	13.916	13.083	12.753	12.979	13.171	12.624
Solde de financement selon le SEC 95	-197	917	-409	-501	-1.166	-8.636	592	-811	-4.229	-20.424
<i>p.m. Solde de financement selon l'EDP<sup>(8)</sup></i>	-92	1.056	-232	-291	-843	-8.233	814	-661	-4.061	-20.254

Sources : CE, ICN, BNB.

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

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

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

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

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

(6) Revenus de la propriété, cotisations sociales imputées, transferts courants et en capital en provenance d'autres secteurs et ventes de biens et services produits.

(7) Outre les deux principales sous-catégories mentionnées dans le tableau, cette rubrique comprend principalement les allocations aux handicapés et les transferts au bénéficiaire des institutions qui les accueillent, les prestations des fonds de sécurité d'existence et les pensions aux victimes de guerre.

(8) La méthodologie du SEC 95 a été adaptée en 2001 pour exclure du calcul du solde de financement les gains nets d'intérêts provenant de certaines transactions financières telles que les contrats d'échange (swaps) et les contrats de garantie de taux (FRA).

Dans le cadre de la procédure sur les déficits publics excessifs (EDP), cette correction n'est toutefois pas prise en compte, tout comme elle ne l'est pas non plus pour l'évaluation par la CE des programmes de stabilité.

**TABLEAU XIII SOLDE DE FINANCEMENT PAR SOUS-SECTEUR DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES**  
(millions d'euros)

	Entité I			Entité II			Administrations publiques	
	Pouvoir fédéral	Sécurité sociale	Total	Communautés et régions	Pouvoirs locaux	Total	Selon le SEC 95	p.m. Selon l'EDP <sup>(1)</sup>
2000	-1.165	1.213	48	610	-855	-245	-197	-92
2001	-2.385	1.678	-707	1.953	-329	1.624	917	1.056
2002	-691	1.258	567	-382	-594	-976	-409	-232
2003	767	-870	-103	26	-424	-398	-501	-291
2004	-664	35	-629	-41	-496	-537	-1.166	-843
2005	-7.998	-138	-8.136	354	-854	-500	-8.636	-8.233
2006	-165	1.008	843	504	-755	-251	592	814
2007	-3.706	1.805	-1.901	1.235	-146	1.090	-811	-661
2008	-5.592	1.848	-3.744	-205	-279	-484	-4.229	-4.061
2009 e	-14.845	-2.626	-17.471	-2.273	-680	-2.952	-20.424	-20.254

Sources: CE, ICN, BNB.

(1) La méthodologie du SEC 95 a été adaptée en 2001 pour exclure du calcul du solde de financement les gains nets d'intérêts provenant de certaines transactions financières telles que les contrats d'échange (swaps) et les contrats de garantie de taux (FRA). Dans le cadre de la procédure sur les déficits publics excessifs (EDP), cette correction n'est toutefois pas prise en compte, tout comme elle ne l'est pas non plus pour l'évaluation par la CE des programmes de stabilité.

**TABLEAU XIV DETTE BRUTE CONSOLIDÉE DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES<sup>(1)</sup>**  
(encours en fin de période, millions d'euros)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
1. Dette officielle du Trésor .....	251.061	257.163	262.752	263.018	265.518	269.160	270.601	285.226	310.215	321.389
En euro .....	242.455	250.085	257.288	259.295	263.074	267.420	269.145	284.288	305.700	320.826
À un an au plus .....	33.310	34.851	31.115	30.222	30.355	31.036	32.243	37.891	54.162	47.232
À plus d'un an .....	209.144	215.234	226.173	229.073	232.719	236.384	236.902	246.397	251.539	273.593
En monnaies étrangères .....	8.606	7.079	5.464	3.724	2.444	1.740	1.456	937	4.515	563
2. Éléments de la dette officielle du Trésor non repris dans la dette brute consolidée <sup>(2)</sup> .....	5.429	4.572	3.996	3.459	0	0	0	0	0	0
3. Différences de valorisation <sup>(3)</sup> .....	942	894	712	489	561	525	786	1.072	1.012	283
4. Autres engagements du pouvoir fédéral <sup>(4)</sup> .....	11.533	14.034	14.286	8.886	8.039	12.781	12.086	9.496	9.151	4.737 e
5. Consolidation entre les unités du pouvoir fédéral <sup>(5)</sup> .....	4.198	7.796	13.084	17.416	21.291	22.687	21.454	30.814	29.792	27.210 e
dont : actifs du Fonds de vieillissement <sup>(6)</sup> .....	-	374	1.087	4.266	12.492	13.504	14.661	15.494	16.183	16.901
6. Dette brute consolidée du pouvoir fédéral (1 - 2 + 3 + 4 - 5) ..	253.909	259.724	260.669	251.519	252.827	259.779	262.018	264.979	290.586	299.199 e
7. Dette brute consolidée des collectivités locales et régions .....	17.165	16.800	16.776	15.305	15.082	13.307	12.855	12.389	13.964	n.
8. Dette brute consolidée des pouvoirs locaux .....	13.213	14.179	14.446	14.860	15.677	15.747	16.410	16.861	16.445	n.
9. Dette brute consolidée de la sécurité sociale .....	1.237	0	103	90	52	428	0	0	0	n.
10. Consolidation entre les sous-secteurs des administrations publiques <sup>(7)</sup> .....	13.338	14.056	14.280	10.138	9.754	10.199	10.858	12.080	11.363	n.
11. Dette brute consolidée des administrations publiques <sup>(1)</sup> (6 + 7 + 8 + 9 - 10) .....	272.186	276.647	277.716	271.637	273.884	279.062	280.425	282.149	309.631	330.265 e

Sources : SPF Finances, BNB.

(1) Concept de dette tel que défini dans le règlement européen (CE) n° 3605/93 du Conseil du 22 novembre 1993 relatif à l'application du protocole sur 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 FADELS (jusqu'en 2006), de CREDBE (jusqu'en 2002) et du FIF (de 2005 à 2008), ainsi que les pièces en circulation.

(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 XV OPÉRATIONS COURANTES ET EN CAPITAL SELON LA BALANCE DES PAIEMENTS**  
(millions d'euros)

	2007			2008			Neuf premiers mois 2009		
	Crédits	Débits	Soldes	Crédits	Débits	Soldes	Crédits	Débits	Soldes
1. Compte courant	353.026	347.699	5.327	370.119	379.342	-9.223	227.073	225.182	1.891
Biens et services	272.765	268.040	4.725	284.409	292.319	-7.910	174.153	171.795	2.358
Biens	218.382	217.755	627	224.602	235.838	-11.236	132.698	133.120	-422
Marchandises générales	203.747	206.910	-3.163	210.333	225.263	-14.930	124.369	127.743	-3.374
Travail à façon	12.590	9.527	3.063	11.841	8.845	2.996	6.508	4.391	2.117
Réparations de biens	458	239	219	411	263	148	341	100	241
Achats de biens dans les ports	1.191	933	258	1.560	1.148	412	1.082	593	489
Or non monétaire	396	146	250	457	319	138	398	293	105
Services	54.383	50.285	4.098	59.807	56.481	3.326	41.455	38.675	2.780
Transports	17.027	14.011	3.016	18.855	15.833	3.022	10.578	9.601	977
Voyages	8.018	12.908	-4.890	7.993	13.075	-5.082	4.998	9.612	-4.614
Communication	2.659	2.115	544	2.647	2.058	589	2.022	1.671	351
Construction	791	579	212	881	664	217	760	509	251
Assurances	801	588	213	851	752	99	503	466	37
Services financiers	2.688	1.930	758	2.783	2.414	369	1.618	1.098	520
Services d'informatique et d'information	2.173	1.602	571	2.468	1.811	657	2.131	1.394	737
Redevances et droits de licence	1.224	1.460	-236	808	1.461	-653	796	1.074	-278
Autres services aux entreprises	15.012	12.137	2.875	19.049	15.656	3.393	15.657	11.666	3.991
dont : Négoce international (net)	4.579	-	4.579	4.250	-	4.250	2.757	-	2.757
Services personnels, culturels et relatifs aux loisirs	353	413	-60	403	509	-106	312	307	5
Services fournis ou reçus par les administrations publiques, non compris ailleurs	1.633	145	1.488	1.654	202	1.452	1.172	122	1.050
Services non alloués	2.004	2.397	-393	1.415	2.046	-631	908	1.155	-247
Revenus	73.040	67.778	5.262	78.396	73.834	4.562	48.152	43.830	4.322
Revenus du travail	6.545	1.988	4.557	7.007	2.495	4.512	5.167	1.719	3.448
Revenus de placements et d'investissements	66.495	65.790	705	71.389	71.339	50	42.985	42.111	874
Transferts courants	7.221	11.881	-4.660	7.314	13.189	-5.875	4.768	9.557	-4.789
Administrations publiques	1.568	6.153	-4.585	1.674	6.725	-5.051	1.471	5.321	-3.850
Autres secteurs	5.653	5.728	-75	5.640	6.464	-824	3.297	4.236	-939
2. Compte de capital	212	1.563	-1.351	404	2.257	-1.851	387	645	-258
Transferts de capital	34	603	-569	26	649	-623	190	196	-6
Acquisitions et cessions d'actifs non financiers non produits	178	960	-782	378	1.608	-1.230	197	449	-252
3. Prêt net au reste du monde (1 + 2)	353.238	349.262	3.976	370.523	381.599	-11.076	227.460	225.827	1.633

Source : BNB.

**TABLEAU XVI FORMATION D'ACTIFS ET NOUVEAUX ENGAGEMENTS FINANCIERS DES PARTICULIERS**  
(millions d'euros)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	Neuf premiers mois		p.m. Encours à la fin de septembre 2009
										2008	2009	
Formation d'actifs financiers .....	18.669	21.897	17.964	18.956	16.247	24.598	23.431	21.849	22.862	10.013	24.698	872.003
À un an au plus .....	-225	7.460	10.323	15.605	21.683	14.904	13.573	10.435	7.397	893	7.757	270.645
Billets, pièces et dépôts à vue .....	2.117	-3.606	4.383	3.537	6.752	6.050	1.208	-258	-116	-212	6.073	58.836
Dépôts d'épargne .....	-5.129	5.554	11.543	17.934	14.180	8.335	1.740	-8.774	1.792	-5.338	24.626	168.068
Dépôts à terme .....	3.247	4.247	-5.299	-4.909	93	304	11.185	18.108	2.890	5.039	-18.653	41.738
Titres à revenu fixe .....	252	575	-1.258	-357	-244	-113	238	739	1.364	856	-1.320	1.338
Parts d'OPC monétaires .....	-712	691	954	-599	902	328	-798	620	1.468	548	-2.970	665
À plus d'un an .....	19.051	16.153	7.515	3.694	5.682	9.275	9.497	10.077	16.091	9.611	17.847	592.248
Dépôts à terme .....	-467	223	-503	-627	-371	-637	35	1.329	3.431	3.186	3.559	11.375
Titres à revenu fixe .....	977	-4.121	-8.360	-15.712	-17.070	-13.832	-10.090	-7.768	11.502	5.440	9.964	83.157
Actions et autres participations .....	-1.336	16	2.929	-4.124	-215	-8.297	-708	3.696	10.041	10.637	-588	189.278
Parts d'OPC non monétaires .....	8.313	9.392	3.085	8.645	5.732	9.562	6.891	-1.767	-17.139	-17.258	-1.619	96.574
Droit net sur les provisions techniques d'assurance <sup>(1)</sup> .....	11.564	10.643	10.363	15.513	17.607	22.479	13.370	14.586	8.257	7.606	6.531	211.863
Autres actifs <sup>(2)</sup> .....	-157	-1.716	127	-344	-11.118	419	361	1.337	-626	-491	-906	9.110
Nouveaux engagements financiers .....	1.896	-488	4.153	5.403	6.074	11.876	12.130	14.243	13.755	9.674	7.136	180.609
Crédits à un an au plus .....	-659	-1.203	280	-998	-167	811	-54	154	424	608	-344	6.159
Crédits à plus d'un an .....	3.191	2.557	4.331	6.505	5.864	11.419	11.867	13.260	13.574	9.627	7.261	171.186
Prêts hypothécaires .....	2.360	2.394	4.947	6.165	6.333	10.037	10.748	11.949	11.780	7.874	6.525	140.979
Prêts à taux de chargement forfaitaire .....	588	354	325	-208	-481	648	278	1.388	1.259	1.306	542	16.182
Autres .....	243	-191	-941	548	12	735	841	-77	535	446	193	14.024
Autres engagements <sup>(3)</sup> .....	-635	-1.842	-458	-103	377	-354	317	830	-243	-561	219	3.263
Solde financier <sup>(4)</sup> .....	16.773	22.385	13.812	13.553	10.172	12.722	11.301	7.606	9.108	339	17.562	691.394

Source : BNB.

(1) Essentiellement, assurance-vie et 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 XVII** FORMATION D'ACTIFS ET NOUVEAUX ENGAGEMENTS FINANCIERS DES SOCIÉTÉS NON FINANCIÈRES  
(millions d'euros)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	Neuf premiers mois		p.m. Encours à la fin de septembre 2009	
									2008	2009		
Formation d'actifs financiers	79.272	57.142	29.535	60.257	30.058	12.388	77.958	154.081	140.085	107.475	44.655	1.428.092
À un an au plus	49.787	46.117	-3.627	36.148	-10.524	12.559	37.799	26.419	67.957	59.968	17.056	427.353
Billets, pièces et dépôts à vue	156	502	805	1.916	1.346	2.128	5.012	2.985	-2.974	-1.127	8.300	44.749
Autres dépôts	-2.369	3.462	327	-3.784	1.532	-4.282	16.465	13.411	-2.342	5.485	-1.534	55.225
Autres <sup>(1)</sup>	52.000	42.154	-4.760	38.016	-13.402	14.714	16.321	10.023	73.272	55.610	10.290	327.379
À plus d'un an	34.062	12.300	17.627	25.409	30.899	12.826	35.019	89.997	58.381	32.172	18.779	905.427
Actions et autres participations <sup>(2)</sup>	19.406	5.053	-2.951	2.429	18.765	9.534	-1.018	60.675	39.721	8.922	18.172	671.381
Titres à revenu fixe	-945	-137	2.042	-1.543	-1.228	1.469	-2.069	6.608	-1.608	-1.964	5.765	16.220
Autres <sup>(1)</sup>	15.600	7.384	18.535	24.523	13.361	1.823	38.105	22.715	20.268	25.215	-5.158	217.826
Autres actifs et ajustements statistiques <sup>(3)</sup>	-4.577	-1.275	15.535	-1.300	9.684	-12.997	5.141	37.665	13.747	15.335	8.820	95.312
Nouveaux engagements financiers	82.143	68.027	27.115	57.140	26.963	7.777	78.568	152.709	140.675	99.287	34.467	1.684.667
À un an au plus	39.417	25.663	-4.665	22.522	-11.806	2.966	20.883	31.962	-4.531	2.546	2.113	253.944
Crédits octroyés par les établissements de crédit	590	-1.276	-449	-2.100	2.513	-6.436	2.660	15.800	-578	1.720	304	63.154
Autres crédits <sup>(1)</sup>	35.682	25.433	-5.021	23.509	-13.442	11.377	19.097	12.189	-4.633	-542	1.424	182.295
Titres à revenu fixe	3.146	1.506	805	1.112	-877	-1.975	-875	3.974	680	1.368	385	8.496
À plus d'un an	42.168	41.471	33.136	33.683	38.308	5.070	56.210	120.988	140.823	93.985	33.256	1.419.285
Crédits octroyés par les établissements de crédit	4.572	1.531	1.863	-4.562	1.818	2.990	2.876	7.024	19.444	5.565	1.505	89.942
Autres crédits <sup>(1)</sup>	12.442	6.536	20.354	24.850	7.611	-1.048	19.476	16.454	-7.600	9.418	-4.440	159.090
Actions et autres participations <sup>(2)</sup>	25.747	27.773	8.657	5.323	22.485	9.095	31.375	92.891	126.622	73.771	25.522	1.133.624
Titres à revenu fixe	-594	5.631	2.261	8.072	6.393	-5.966	2.483	4.620	2.357	5.231	10.669	36.628
Autres engagements <sup>(4)</sup>	558	893	-1.355	935	462	-259	1.475	-241	4.383	2.756	-901	11.438
Solde financier <sup>(5)</sup>	-2.871	-10.884	2.420	3.118	3.095	4.610	-610	1.372	-590	8.188	10.188	-256.575

Source: BNB.

(1) Y compris les crédits intrasectoriels des sociétés non financières.

(2) Y compris les bénéfices réinvestis d'investissements directs étrangers.

(3) Cette rubrique comprend divers actifs sur les institutions financières, dont notamment les intérêts courus et non échus. Elle recouvre, en outre, les erreurs et omissions du compte financier de la Belgique à l'égard du reste du monde, lesquelles sont considérées, pour des besoins de cohérence entre les comptes, comme des mouvements de capitaux non recensés.

(4) Cette rubrique comprend les provisions techniques des 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) Voir note 4 du tableau XVI.

**TABLEAU XVIII FORMATION D'ACTIFS ET NOUVEAUX ENGAGEMENTS FINANCIERS DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES**  
(millions d'euros)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	Neuf premiers mois		p.m. Encours à la fin de septembre 2009
										2008	2009	
Formation d'actifs financiers .....	966	4.766	4.071	-4.695	3.382	392	804	12.589	21.812	-679	-10.360	102.348
Dépôts, crédits et titres autres qu'actions .....	1.537	3.318	5.280	-4.024	4.068	1.349	-948	11.573	8.177	-5.992	-7.149	52.326
Après des administrations publiques .....	1.194	4.428	5.608	1.623	3.615	1.820	-532	10.587	-1.736	-8.200	-8.620	32.827
Après des autres secteurs .....	342	-1.111	-328	-5.648	453	-471	-416	987	9.913	2.208	1.470	19.499
Autres actifs <sup>(1)</sup> .....	-570	1.448	-1.209	-671	-685	-957	1.752	1.016	13.635	5.313	-3.211	50.022
Nouveaux engagements financiers .....	2.285	5.272	6.173	-4.289	4.474	8.706	540	13.358	25.863	4.695	10.370	375.888
En euro .....	4.123	6.594	7.463	-3.008	5.774	9.457	668	13.850	22.127	4.324	13.309	374.290
À un an au plus .....	-4.213	-338	10	-691	-1.794	982	1.085	7.500	18.119	8.357	-1.938	72.813
dont:												
Certificats de trésorerie .....	-3.260	1.318	-296	-1.063	-133	869	334	3.738	11.132	3.842	4.049	46.633
Autres titres .....	-689	-1.799	175	472	-457	-184	107	1.013	3.550	3.597	-2.338	4.417
À plus d'un an .....	8.335	6.931	7.454	-2.317	7.568	8.475	-417	6.350	4.007	-4.033	15.247	301.477
dont:												
OLO .....	15.073	12.570	11.628	7.790	4.968	4.125	-14	6.679	4.512	-2.645	10.620	236.035
Autres titres .....	-6.624	-6.756	-5.440	-8.948	-5.527	664	-1.531	-1.128	-560	-856	7.174	21.406
En monnaies étrangères .....	-1.838	-1.322	-1.291	-1.281	-1.300	-751	-128	-492	3.736	371	-2.939	1.598
À un an au plus .....	-386	427	-240	-761	11	-381	-55	-492	4.228	863	-2.939	1.025
À plus d'un an .....	-1.452	-1.748	-1.050	-520	-1.310	-370	-73	0	-492	-492	0	572
Solde financier <sup>(2)</sup> .....	-1.319	-506	-2.102	-406	-1.092	-8.314	264	-769	-4.050	-5.374	-20.731	-273.540

Source : BNB.

(1) Actions et autres participations, parts d'OPC, produits financiers dérivés et autres comptes à recevoir au sens du SEC 95.

(2) Voir note 4 du tableau XVI.

**TABLEAU XIX FORMATION D'ACTIFS ET NOUVEAUX ENGAGEMENTS FINANCIERS DES INSTITUTIONS FINANCIÈRES MONÉTAIRES (1)**

(données sur base territoriale, millions d'euros)

	Neuf premiers mois										p.m. Encours à la fin de septembre 2009	
	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2008		2009
<b>Formation d'actifs financiers</b>												
Créances interbancaires	-47.874	317	15.680	59.190	48.115	58.245	47.903	129.719	-52.464	125.572	-74.553	397.708
IFM belges	-26.509	-5.436	-6.903	8.112	7.093	15.998	2.901	32.006	27.675	75.253	-30.886	94.344
IFM étrangères	-21.366	5.753	22.583	51.078	41.022	42.248	45.003	97.713	-80.139	50.319	-43.667	303.364
Crédits (2)	12.484	14.280	21.091	14.943	19.465	51.718	31.170	40.886	-11.298	22.887	-13.009	388.219
dont:												
Particuliers	2.051	2.076	3.284	5.625	6.734	13.367	12.129	7.634	-23.835	-5.730	-7.146	101.927
Sociétés non financières	2.293	-749	-1.695	-7.373	-1.471	1.190	499	18.117	2.190	3.261	650	96.409
Titres à revenu fixe	-12.429	28.110	-11.453	2.178	9.195	10.586	-8.135	7.225	40.726	17.522	-15.706	261.441
dont:												
Administrations publiques	-18.660	-9.497	-7.908	-7.937	-5.465	-137	-4.711	-13.468	681	1.250	4.503	54.382
Reste du monde	5.917	38.209	-2.423	9.753	14.409	11.487	-3.677	19.002	4.190	303	-29.734	154.705
Autres actifs	9.240	4.380	-1.524	8.391	29.472	7.850	21.742	44.855	35.508	12.406	-51.731	184.199
Total	-38.580	47.088	23.795	84.701	106.247	128.400	92.681	222.686	12.472	178.387	-154.999	1.231.568
Particuliers	1.803	223	3.082	5.665	6.718	13.345	12.274	8.016	-23.884	-5.765	-7.603	103.389
Sociétés non financières	3.445	-908	-4.549	-6.109	-2.204	1.110	2.147	21.178	5.879	8.063	-880	108.372
Administrations publiques	-19.357	-10.949	-8.969	-7.856	-5.999	-558	-4.307	-13.838	1.932	1.066	3.628	81.772
Institutions financières	-22.898	-4.508	-5.454	22.961	27.975	13.831	34.098	63.402	116.708	111.311	-54.336	313.044
Reste du monde	-1.572	63.230	39.684	70.040	79.757	100.672	48.470	143.929	-88.163	63.713	-95.809	624.991
<b>Nouveaux engagements financiers</b>												
Dettes interbancaires	-57.890	17.583	786	57.646	48.231	89.244	74.571	110.732	-98.291	103.036	-115.531	377.049
IFM belges	-26.509	-5.436	-6.903	8.112	7.093	15.998	2.901	32.006	27.675	75.253	-30.886	94.344
IFM étrangères	-31.381	23.019	7.689	49.534	41.138	73.246	71.670	78.726	-125.966	27.783	-84.645	282.705
Numéraire et dépôts (2)	4.808	28.182	22.676	21.775	40.030	47.655	7.115	49.265	34.184	40.561	-5.324	526.737
dont:												
Particuliers	303	5.820	7.219	10.622	15.513	13.739	9.828	7.681	6.605	2.095	16.839	240.381
Sociétés non financières	-398	1.973	4.024	1.423	-613	1.851	9.295	9.225	-1.828	1.995	5.023	77.238
Titres à revenu fixe	4.792	-5.777	-4.119	-8.900	-5.499	-9.558	-400	13.981	6.745	11.434	24.644	96.416
Bons de caisse	-3.051	-4.790	-4.033	-6.976	-7.357	-7.280	-2.863	1.358	2.405	383	6.923	38.865
Autres titres à revenu fixe	7.843	-987	-86	-1.924	1.858	-2.278	2.463	12.623	4.340	11.051	17.721	57.551
Autres passifs et ajustements statistiques (3)	9.710	7.099	4.451	14.180	23.485	1.059	11.396	48.707	69.834	23.356	-58.788	231.365
Total	-38.580	47.088	23.794	84.701	106.247	128.400	92.681	222.686	12.472	178.387	-154.999	1.231.568
Particuliers	-2.491	396	3.971	2.185	8.972	5.526	7.078	11.832	9.856	6.511	24.393	294.020
Sociétés non financières	-2.012	3.294	7.678	2.532	-5.855	1.576	12.841	6.348	-23.570	-8.273	18.243	92.713
Administrations publiques	212	-36	-1.187	-214	-6	-67	-480	1.021	15.897	6.867	-10.418	21.284
Institutions financières	-18.921	-1.348	-6.710	22.089	37.002	19.884	11.766	65.770	87.162	87.920	-76.322	256.704
Reste du monde	-15.368	44.781	20.043	58.108	66.135	101.480	61.477	137.715	-76.873	85.361	-110.895	567.447

Source : BNB.

(1) Établissements de crédit, OPC monétaires et autorités monétaires.

(2) Autres que ceux résultant des opérations interbancaires.

(3) Les ajustements statistiques résultent de l'égalisation du total des actifs financiers et des engagements financiers, les IFM belges étant traitées comme de purs intermédiaires financiers.

**TABLEAU XX FORMATION D'ACTIFS ET NOUVEAUX ENGAGEMENTS FINANCIERS DES INSTITUTIONS FINANCIÈRES AUTRES QUE MONÉTAIRES**  
(millions d'euros)

	Neuf premiers mois									p.m. Encours à la fin de septembre 2009	
	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008		2009
<b>OPC non monétaires</b>											
Formation d'actifs financiers	18.524	12.110	3.886	4.029	6.240	6.492	7.935	-1.851	-12.879	4.638	94.581
Dépôts	1.264	2.041	2.957	2.390	1.994	1.861	-655	-6.996	-2.961	-2.803	15.779
Titres à revenu fixe	4.281	1.529	203	-489	4.728	-1.123	3.130	7.450	-861	821	30.442
Actions et autres participations <sup>(1)</sup>	9.630	5.444	1.753	338	-2.465	414	-1.222	-4.250	-439	5.211	27.133
Parts d'OPC	3.334	1.962	-2.653	205	-5	5.855	5.058	-141	-5.243	1.272	14.411
Autres actifs	15	1.134	1.627	1.583	1.988	-515	1.624	2.086	-3.376	135	6.816
Nouveaux engagements financiers	18.524	12.110	3.886	4.029	6.240	6.492	7.935	-1.851	-12.879	4.638	94.581
Parts d'OPC détenues par les particuliers belges	11.175	8.993	4.998	5.335	4.222	1.471	5.093	-3.613	-5.725	-245	68.620
Parts d'OPC détenues par d'autres investisseurs	7.349	3.117	-1.111	-1.307	2.019	5.021	2.842	343	1.328	3.640	23.047
Autres engagements	0	0	0	0	0	0	0	1.419	-2.114	85	2.913
Solde financier <sup>(2)</sup>	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Sociétés d'assurances et institutions de retraite professionnelle</b>											
Formation d'actifs financiers	8.996	9.983	10.520	16.405	20.422	22.478	15.522	17.610	8.655	10.255	241.713
Dépôts	367	430	1.784	3.320	2.587	75	-896	-879	3.213	-933	11.981
Titres à revenu fixe	363	3.115	1.733	11.729	14.867	16.002	14.896	12.109	1.441	6.217	148.570
Crédits	85	546	343	-104	-107	-672	241	126	1.433	1.587	13.313
Actions et autres participations	514	4.431	3.470	-1.250	76	2.127	-1.314	4.348	6.162	3.178	24.085
Parts d'OPC	7.168	4.431	2.978	2.206	2.538	4.250	2.330	1.875	-5.496	-1.475	32.369
Autres actifs	499	943	212	503	461	697	264	30	1.902	1.681	11.395
Nouveaux engagements financiers	11.069	10.689	10.758	16.390	20.380	23.925	16.709	15.433	12.025	10.456	241.067
Droits nets des ménages sur les assurances-vie et institutions de retraite professionnelle	9.389	9.328	8.569	13.035	15.104	20.170	11.403	13.646	8.185	7.205	177.327
Autres provisions techniques d'assurance	557	637	1.069	1.580	2.197	1.838	1.757	341	730	745	28.286
Autres engagements	1.123	725	1.119	1.775	3.078	1.917	3.549	1.447	3.110	2.506	35.454
Solde financier	-2.073	-706	-238	15	42	-1.447	-1.187	2.177	-3.370	-201	646
<b>Autres<sup>(3)</sup></b>											
Formation d'actifs financiers	6.211	5.026	7.612	5.778	-4.036	7.780	30.230	47.390	56.273	26.963	205.712
Dépôts	150	711	-299	3.587	95	1.768	299	-109	7.091	-1.189	6.507
Crédits	2.156	1.250	3.200	1.595	267	805	14.575	10.499	39.646	23.910	103.767
Actions et autres participations	3.131	2.099	3.671	-1.619	-2.461	4.913	4.145	29.375	5.808	115	57.805
Autres actifs	775	965	1.040	2.215	-1.936	293	11.212	7.624	3.728	4.126	9.388
Nouveaux engagements financiers	6.494	4.578	6.008	6.801	-4.675	6.090	29.501	46.126	58.164	29.133	212.302
Crédits	2.253	3.450	799	8.313	-3.880	1.497	9.157	9.748	11.794	10.310	56.435
Actions et autres participations	4.624	1.177	2.901	-68	-63	4.165	18.977	31.715	2.036	2.064	79.260
Autres engagements	-383	-49	2.308	-1.444	-732	429	1.367	4.664	44.335	16.760	76.607
Solde financier	-283	447	1.604	-1.023	638	1.689	729	1.264	-1.892	-2.170	-6.590

Sources: Association belge des institutions de pension, BEAMA, CBFA, 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 XXI ÉMISSIONS NETTES DE VALEURS MOBILIÈRES<sup>(1)</sup> DES SOCIÉTÉS FINANCIÈRES<sup>(2)</sup> ET NON FINANCIÈRES ET DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES**  
(millions d'euros)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	Neuf premiers mois		p.m. Encours à la fin de septembre 2009
										2008	2009	
Titres à revenu fixe .....	9.542	6.053	5.765	-3.806	-1.836	-12.003	1.878	35.842	73.706	39.304	70.121	526.694
Sociétés financières et non financières .....	6.856	1.335	988	-773	608	-16.726	3.111	26.032	51.335	34.995	53.553	216.605
Titres à un an au plus .....	7.759	-1.212	1.048	-266	667	-3.181	-1.510	4.262	2.084	8.018	14.531	34.794
Titres à plus d'un an .....	-903	2.547	-60	-507	-59	-13.545	4.621	21.770	49.252	26.977	39.023	181.811
Administrations publiques .....	2.686	4.717	4.777	-3.033	-2.444	4.723	-1.233	9.810	22.370	4.310	16.567	310.089
Titres à un an au plus .....	-4.311	651	-361	-1.355	-574	304	385	4.258	18.910	8.303	-1.226	52.076
Titres à plus d'un an .....	6.997	4.066	5.138	-1.678	-1.870	4.419	-1.618	5.551	3.460	-3.993	17.793	258.013
Actions .....	30.824	29.232	12.132	4.022	22.699	13.262	53.507	144.571	141.525	81.783	31.718	1.272.957
Actions cotées .....	7.939	5.711	1.048	818	4.182	5.407	5.646	11.371	13.925	1.413	472	164.800
Actions non cotées et autres participations <sup>(3)</sup> .....	22.885	23.522	11.084	3.205	18.518	7.855	47.861	133.200	127.600	80.369	31.246	1.108.157
<i>p.m. Recours des sociétés financières et non financières au marché des valeurs mobilières .....</i>	<i>37.680</i>	<i>30.568</i>	<i>13.120</i>	<i>3.250</i>	<i>23.307</i>	<i>-3.464</i>	<i>56.618</i>	<i>170.603</i>	<i>192.861</i>	<i>116.778</i>	<i>85.271</i>	<i>1.489.562</i>

Sources : CBFA, Euronext Brussels, BNB.

(1) Hors produits dérivés et parts d'OPC.

(2) Hors Eurosysteme.

(3) Y compris les bénéfices réinvestis d'investissements directs effectués en Belgique par les sociétés étrangères.

**TABLEAU XXII** TAUX D'INTÉRÊT  
(fin de trimestre, pourcentages annuels)

	Taux du marché interbancaire		Taux de rendement sur le marché secondaire belge des titres émis par les administrations publiques belges					
	Au jour le jour <sup>(1)</sup>	À trois mois <sup>(2)</sup>	Certificats de trésorerie à trois mois			Obligations linéaires		Taux de l'OLO de référence à dix ans
			À un an	À deux ans	À cinq ans			
2005 I	2,12	2,15	2,03	2,24	2,48	3,09	3,73	
II	2,17	2,11	2,00	1,98	2,08	2,53	3,22	
III	2,15	2,18	2,03	2,20	2,35	2,72	3,19	
IV	2,42	2,49	2,27	2,68	2,80	3,04	3,32	
2006 I	2,62	2,82	2,62	3,04	3,25	3,59	3,82	
II	2,89	3,06	2,82	3,33	3,55	3,87	4,09	
III	3,10	3,42	3,17	3,55	3,56	3,59	3,69	
IV	3,69	3,73	3,49	3,82	3,87	3,92	3,99	
2007 I	3,90	3,92	3,78	4,01	4,02	4,02	4,11	
II	4,14	4,18	4,01	4,35	4,50	4,54	4,63	
III	4,16	4,79	3,93	4,04	4,18	4,26	4,49	
IV	3,92	4,68	3,79	4,13	4,11	4,22	4,47	
2008 I	4,16	4,73	3,81	3,82	3,78	3,92	4,31	
II	4,27	4,95	4,22	4,64	4,79	4,87	4,87	
III	4,17	5,28	3,78	3,71	3,82	4,22	4,61	
IV	2,35	2,89	1,76	1,99	2,51	3,32	3,77	
2009 I	1,64	1,51	0,77	1,01	1,70	3,21	3,94	
II	0,40	1,10	0,56	0,84	1,52	2,96	3,95	
III	0,53	0,75	0,38	0,70	1,40	2,68	3,65	
IV	0,41	0,70	0,33	0,84	1,43	2,74	3,72	

Sources: BCE, BNB.

(1) Taux d'intérêt moyen pondéré sur le marché interbancaire de la zone euro pour les opérations en blanc (c'est-à-dire non gagées par des titres) au jour le jour libellées en euro (Eonia).

(2) Taux d'intérêt moyen affiché sur le marché interbancaire de la zone euro pour les opérations en blanc à trois mois libellées en euro (Euribor).

**TABLEAU XXIII PRINCIPAUX TAUX D'INTÉRÊT DE L'EUROSYSTÈME**  
(pourcentages annuels)

	Dates d'annonce des changements	Taux des opérations principales de refinancement <sup>(1)</sup>	Taux de la facilité de prêt marginal	Taux de la facilité de dépôt
1998	22 décembre .....	3,00	4,50 <sup>(2)</sup>	2,00 <sup>(2)</sup>
1999	8 avril .....	2,50	3,50	1,50
	4 novembre .....	3,00	4,00	2,00
2000	3 février .....	3,25	4,25	2,25
	16 mars .....	3,50	4,50	2,50
	27 avril .....	3,75	4,75	2,75
	8 juin .....	4,25	5,25	3,25
	31 août .....	4,50	5,50	3,50
	5 octobre .....	4,75	5,75	3,75
2001	10 mai .....	4,50	5,50	3,50
	30 août .....	4,25	5,25	3,25
	17 septembre .....	3,75	4,75	2,75
	8 novembre .....	3,25	4,25	2,25
2002	5 décembre .....	2,75	3,75	1,75
2003	6 mars .....	2,50	3,50	1,50
	5 juin .....	2,00	3,00	1,00
2004	— .....			
2005	1 <sup>er</sup> décembre .....	2,25	3,25	1,25
2006	2 mars .....	2,50	3,50	1,50
	8 juin .....	2,75	3,75	1,75
	3 août .....	3,00	4,00	2,00
	5 octobre .....	3,25	4,25	2,25
	7 décembre .....	3,50	4,50	2,50
2007	8 mars .....	3,75	4,75	2,75
	6 juin .....	4,00	5,00	3,00
2008	3 juillet .....	4,25	5,25	3,25
	8 octobre .....	3,75	4,25	3,25
	6 novembre .....	3,25	3,75	2,75
	4 décembre .....	2,50	3,00	2,00
2009	15 janvier .....	2,00	3,00	1,00
	5 mars .....	1,50	2,50	0,50
	2 avril .....	1,25	2,25	0,25
	7 mai .....	1,00	1,75	0,25

Source : BCE.

(1) Jusqu'à l'opération réglée le 21 juin 2000, taux fixe des adjudications hebdomadaires de crédit à deux semaines. Pour les opérations réglées entre le 28 juin 2000 et le 14 octobre 2008, taux de soumission minimal lors des appels d'offres pour les adjudications de crédit. Pour les opérations réglées à partir du 15 octobre 2008, taux fixe des adjudications hebdomadaires de crédit à une semaine.

(2) Sauf pour la période du 4 au 21 janvier 1999, pendant laquelle le taux de la facilité de prêt marginal a été de 3,25 p.c. et celui de la facilité de dépôt, de 2,75 p.c. Ce « corridor » plus étroit (50 points de base) était destiné à faciliter la transition des opérateurs de marché vers le nouveau régime.

TABLEAU XXIV COURS DE CHANGE

(unités monétaires nationales par euro, moyennes annuelles)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Dollar des États-Unis .....	0,924	0,896	0,946	1,131	1,244	1,244	1,256	1,370	1,471	1,395
Yen japonais .....	99,5	108,7	118,1	131,0	134,4	136,9	146,0	161,3	152,5	130,3
Franc suisse .....	1,558	1,511	1,467	1,521	1,544	1,548	1,573	1,643	1,587	1,510
Won coréen <sup>(1)</sup> .....	1.043,5	1.154,8	1.175,5	1.346,9	1.422,6	1.273,6	1.198,6	1.273,0	1.606,1	1.772,9
Dollar de Hong Kong <sup>(1)</sup> .....	7,198	6,986	7,375	8,808	9,688	9,677	9,755	10,691	11,454	10,811
Dollar de Singapour <sup>(1)</sup> .....	1,592	1,604	1,691	1,970	2,102	2,070	1,994	2,064	2,076	2,024
Dollar canadien .....	1,371	1,386	1,484	1,582	1,617	1,509	1,424	1,468	1,559	1,585
Couronne norvégienne .....	8,113	8,048	7,509	8,003	8,370	8,009	8,047	8,017	8,224	8,728
Dollar australien .....	1,589	1,732	1,738	1,738	1,691	1,632	1,667	1,635	1,742	1,773
Livre sterling .....	0,610	0,622	0,629	0,692	0,679	0,684	0,682	0,684	0,796	0,891
Couronne suédoise .....	8,445	9,255	9,161	9,124	9,124	9,282	9,254	9,250	9,615	10,619
Couronne danoise .....	7,454	7,452	7,431	7,431	7,440	7,452	7,459	7,451	7,456	7,446
Couronne tchèque .....	35,60	34,07	30,80	31,85	31,89	29,78	28,34	27,77	24,95	26,44
Couronne estonienne .....	15,65	15,65	15,65	15,65	15,65	15,65	15,65	15,65	15,65	15,65
Forint hongrois .....	260,0	256,6	243,0	253,6	251,7	248,1	264,3	251,4	251,5	280,3
Lev bulgare .....	1,9482	1,9482	1,9492	1,9490	1,9533	1,9558	1,9558	1,9558	1,9558	1,9558
Leu roumain <sup>(2)</sup> .....	19,922	26,004	31,270	37,551	40,510	3,6209	3,5258	3,3353	3,6826	4,2399
Litas lituanien <sup>(1)</sup> .....	3,695	3,582	3,459	3,453	3,453	3,453	3,453	3,453	3,453	3,453
Lats letton <sup>(1)</sup> .....	0,559	0,560	0,581	0,641	0,665	0,696	0,696	0,700	0,703	0,706
Zloty polonais .....	4,008	3,672	3,857	4,400	4,527	4,023	3,896	3,784	3,512	4,328
<i>p.m. Cours de change effectif de l'euro<sup>(3)</sup></i> <i>(indice 1<sup>er</sup> trimestre 1999 = 100)</i> .....	86,8	87,3	89,7	100,3	104,2	102,7	102,6	106,3	110,5	111,7

Source : BCE.

(1) La BCE ne fournissant des cours de référence officiels qu'à partir de 2001, les cours figurant dans le tableau pour l'année 2000 sont donnés à titre indicatif.

(2) À partir de 2005, nouveau leu roumain.

(3) Données établies sur la base des moyennes pondérées des cours de change bilatéraux de l'euro. Les pondérations sont calculées à partir des échanges de produits manufacturés effectués entre 1995-1997 et 1999-2001 avec les partenaires commerciaux (y compris la Chine) dont les monnaies figurent dans le tableau et tiennent compte des effets de marchés tiers.

## Notice méthodologique

Sauf indications contraires, lorsque des données sont comparées d'une année à l'autre, elles ont trait à la même période de chacune des années considérées. Dans les tableaux, les totaux peuvent différer de la somme des rubriques, parce que les chiffres sont arrondis.

Pour pouvoir décrire l'évolution de diverses données économiques importantes relatives à la Belgique pendant l'ensemble de l'année 2009, il a fallu procéder à des estimations, car le matériel statistique afférent à l'année sous revue est nécessairement parfois encore très fragmentaire. Dans les tableaux et graphiques, ces estimations, qui ont été arrêtées à la fin de janvier 2010, sont marquées du signe « e ». Elles ne constituent que des ordres de grandeur destinés à illustrer les tendances qui semblaient d'ores et déjà se dégager. Pour les périodes pour lesquelles des données sont publiées, les sources utilisées sont pour l'essentiel l'ICN, la DGSIE et la Banque. Le commentaire de l'environnement international et les comparaisons internationales se fondent le plus souvent sur les données ou estimations émanant d'institutions internationales, publiées en octobre 2009 et janvier 2010 par le FMI et en novembre 2009 par la CE et par l'OCDE.

L'unité monétaire utilisée dans le Rapport pour les données concernant les pays membres de la zone euro est l'euro. Le 1<sup>er</sup> janvier 1999, celui-ci est, en effet, devenu la monnaie de la Belgique et du plus grand nombre de ces économies, l'adhésion de pays comme la Grèce, la Slovaquie, Chypre, Malte et, enfin, la Slovaquie, intervenant ultérieurement, au début de 2009 pour le dernier cité. Les montants se rapportant aux périodes qui précèdent son introduction sont convertis aux cours de conversion irrévocables de l'euro. Sauf dans les chapitres consacrés à la politique monétaire et aux prix, où sa définition coïncide avec son évolution historique, la zone euro est définie dans la mesure du possible dans le présent Rapport comme l'ensemble des pays de l'UE qui ont adopté la monnaie unique. Outre la Belgique, elle comprend donc l'Allemagne, l'Autriche, Chypre, l'Espagne, la Finlande, la France, la Grèce, l'Irlande, l'Italie, le 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'analyse, la préférence a été donnée comme source à l'OCDE, qui ne reprend dans la zone euro que les pays membres de cette institution internationale, à l'exclusion donc de Chypre, de Malte et de la Slovaquie. Vu la petite taille de ces trois économies, l'évolution des données de l'OCDE est tout à fait représentative de l'ensemble de la zone euro.

Conformément à l'obligation imposée par Eurostat, l'ICN applique depuis 1999 la méthodologie SEC 95 pour l'établissement des comptes nationaux<sup>(1)</sup>. Le Rapport intègre autant que possible

(1) Pour de plus amples informations à propos du SEC 95, voir la publication de l'ICN intitulée *Comptes nationaux 1998 – Partie 1 : Estimation des agrégats annuels*. Les modifications occasionnées par le passage au SEC 95 pour le compte des administrations publiques sont détaillées de manière plus spécifique dans une autre publication de la même source, intitulée *Comptes nationaux 1998 – Partie 3 : Comptes des administrations publiques*.

les définitions et méthodes découlant du SEC 95. Néanmoins, alors que dans ce système, les principaux agrégats issus des comptes nationaux sont présentés sous la forme de résultats nets de consommation de capital fixe, il exprime les données en termes bruts. La présentation en données brutes offre l'avantage de limiter le problème lié à l'évaluation des amortissements qui repose sur la connaissance, supposée parfaite, du stock de capital fixe. En outre, elle rend plus aisée l'interprétation de certains mouvements tels que ceux de l'excédent brut d'exploitation. Dans un souci de simplification, la ventilation sectorielle regroupe, sous le titre de « particuliers », les ménages et les institutions sans but lucratif au service des ménages qui constituent des secteurs distincts selon le SEC 95; les termes « particuliers » et « ménages » sont néanmoins utilisés indifféremment. Ceux de « sociétés » et d'« entreprises » sont aussi employés le plus souvent indistinctement alors que, dans le commentaire de l'optique des dépenses du PIB, les « entreprises » recouvrent aussi les indépendants, qui dans les comptes réels et financiers de secteur sont repris dans le compte des ménages.

À l'instar de ceux des autres pays européens, les comptes nationaux belges ont subi les dernières années une série de révisions méthodologiques importantes, touchant notamment la décomposition des effets de prix et de volume. Des explications plus détaillées des modifications apportées de la sorte ont été fournies par l'ICN dans les publications intitulées *Comptes nationaux – Partie 2 Comptes détaillés et tableaux 1995-2004* et *Comptes nationaux – Partie 2 Comptes détaillés et tableaux 1995-2005*, qui sont parues respectivement en décembre 2005 et en novembre 2006. 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 2007, comme dans les comptes nationaux officiels publiés au mois d'octobre 2009, on obtient une mesure de l'évolution en volume en « euros chaînés (année de référence 2007) ». Le choix de l'année de référence est sans effet sur le profil de croissance de la série. L'introduction des indices chaînés améliore la précision de la mesure de la croissance économique et augmente la comparabilité internationale des données. Dans l'utilisation de séries en niveaux chaînés, il faut toutefois tenir compte du fait que ce chaînage se traduit par une perte d'additivité des niveaux en volume (à l'exception des résultats se rapportant à l'année de référence et à celle qui la suit directement). La non-additivité implique, par exemple, que dans le cas de séries en niveaux chaînés, le PIB n'est pas égal à la somme de ses composantes (consommation finale, investissements, variation des stocks et exportations nettes).

À l'occasion de la publication des *Comptes nationaux – Partie 2 Comptes détaillés et tableaux 1999-2008*, des changements notables ont été apportés aux méthodes d'estimations de plusieurs agrégats. Ainsi, il a été procédé à une réévaluation complète de certaines rubriques des dépenses de consommation finale des ménages, en particulier des achats de véhicules et des frais liés à leur utilisation ainsi que des dépenses de tours opérateurs et voyages en avions, qui a conduit à revoir sensiblement à la baisse la consommation privée et, partant, à relever de manière marquée le taux d'épargne des ménages. Les exportations et les importations ont été revues substantiellement à la baisse en raison d'une reclassification entre unités résidentes et non résidentes de certaines entreprises exportatrices et/ou importatrices de manière à mieux éliminer les flux d'échanges qui ne sont pas associés à une activité économique sur le territoire belge. Il en a toutefois découlé un surplus plus favorable du solde des exportations et importations de biens durant la période récente. Par ailleurs, le calcul du déflateur des exportations et de celui des importations a fait l'objet d'adaptations importantes, les indices de valeurs unitaires calculés par l'ICN étant abandonnés au profit de ceux calculés pour la Belgique par Eurostat et une correction étant introduite pour mieux appréhender l'évolution de la qualité des produits échangés. Une conséquence de ces derniers

changements est une révision à la baisse des pertes de parts de marchés en volume constatées pour la Belgique en ce qui concerne l'exportation de biens.

À la clôture du présent Rapport, les comptes nationaux officiels révisés n'étaient disponibles que pour la période 1995-2008 de sorte que, pour des mises en perspective sur un passé plus long, il a fallu procéder à des estimations par rétropolation, par exemple pour le calcul du ratio de la dette publique consolidée par rapport au PIB.

Dans le chapitre consacré à l'environnement international, la présentation est également conforme au SEC 95 ou à son équivalent, le Système de comptabilité nationale publié conjointement par les Nations Unies, la Banque mondiale, la CE, le FMI et l'OCDE (SCN 1993). Les statistiques des sources auxquelles on se réfère dans le Rapport, le plus souvent la CE et l'OCDE, ne sont néanmoins pas 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 de crédit belges. Les informations permettant de ventiler les autres opérations financières du secteur privé, notamment les transactions avec l'étranger ou les achats de valeurs mobilières, sont beaucoup plus fragmentaires. La statistique principale pouvant être utilisée à cette fin, à savoir la globalisation des comptes annuels des entreprises établie par la Centrale des bilans de la Banque, est en effet partielle, n'a qu'une fréquence annuelle et n'est disponible qu'après un délai de plusieurs mois. Il a donc été nécessaire d'introduire certaines hypothèses et de procéder à diverses estimations.

## Signes conventionnels

–	la donnée n'existe pas ou n'a pas de sens
n.	non disponible
p.c.	pour cent
p.m.	pour mémoire
e	estimation de la Banque

# Liste des abréviations

## Région ou pays

BE	Belgique
DE	Allemagne
IE	Irlande
EL	Grèce
ES	Espagne
FR	France
IT	Italie
CY	Chypre
LU	Luxembourg
MT	Malte
NL	Pays-Bas
AT	Autriche
PT	Portugal
SI	Slovénie
SK	Slovaquie
FI	Finlande
EA	Zone euro
DK	Danemark
SE	Suède
UK	Royaume-Uni
UE15	Union européenne, à l'exclusion des pays ayant adhéré après 2003
BG	Bulgarie
CZ	République tchèque
EE	Estonie
LV	Lettonie
LT	Lituanie
HU	Hongrie
PL	Pologne
RO	Roumanie
JP	Japon
US	États-Unis

## Autres

ABEX	Association belge des experts
ABS	Asset-backed Security
Actiris	Acteur public régional de l'emploi, anciennement ORBEM
AES	Autorités européennes de surveillance
AIE	Agence internationale de l'énergie
AIP	Accord interprofessionnel
ALE	Agence locale pour l'emploi
ASEAN	Association of Southeast Asian Nations
BCE	Banque centrale européenne
BCN	Banques centrales nationales
BEA	Bureau of Economic Analysis
BEAMA	Belgian Asset Managers Association
BEI	Banque européenne d'investissement
BERD	Banque européenne de reconstruction et de développement
BFP	Bureau fédéral du plan
BIT	Bureau international du travail
BLS	Bank Lending Survey
BNB	Banque nationale de Belgique
BRI	Banque des règlements internationaux
CBFA	Commission bancaire, financière et des assurances
CBS	Centraal Bureau voor de Statistiek (Pays-Bas)
CCE	Conseil central de l'économie
CCT	Convention collective de travail
CDO	Collateralised Debt Obligation
CDS	Credit Default Swap
CE	Commission européenne
CeFiP	Centre de connaissances du financement des PME
CERS	Comité européen du risque systémique
CNUCED	Conférence des Nations Unies sur le commerce et le développement
CPB	Centraal Planbureau (Pays-Bas)
CREDIBE	Anciennement, Office central de crédit hypothécaire
CREFS	Comité des risques et établissements financiers systémiques
CREG	Commission de régulation de l'électricité et du gaz
CSO	Central Statistics Office Ireland
CTCI	Classification-type pour le commerce international
DEI	Demandeurs d'emploi inoccupés
DESTATIS	Statistisches Bundesamt Deutschland
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 de l'UE
EDP	Excessive Deficit Procedure
EESA	Emergency Economic Stabilization Act
EMBI	Emerging Markets Bond Index
EMTN	Euro Medium Term Notes
Eonia	Euro Overnight Index Average
ESRI	Economic and Social Research Institute (Japon)
ETP	Équivalent temps plein

Eurepo	Euro Repurchase Agreement
Euribor	Euro Interbank Offered Rate
FADELS	Fonds d'amortissement des emprunts du logement social
FASB	Financial Accounting Standards Board
Fedis	Fédération belge de la distribution
Federgon	Fédération des partenaires de l'emploi
FIF	Fonds de l'infrastructure ferroviaire
FLU	Fourniture de liquidités d'urgence
FMI	Fonds monétaire international
FOREM	Office communautaire et régional de la formation professionnelle et de l'emploi
FRA	Forward Rate Agreement
FSA	Financial Security Assurance
G7	Groupe des sept
G10	Groupe des dix
G20	Groupe des vingt
GAAP	Generally Accepted Accounting Principles
Gj	Gigajoule
GSE	Government-Sponsored Enterprise
HWWI	Hamburgisches Welt-Wirtschafts-Institut
IAS	International Accounting Standards
IASB	International Accounting Standards Board
ICAP	Garban-Intercapital plc
ICN	Institut des comptes nationaux
IFM	Institutions financières monétaires
IFRS	International Financial Reporting Standards
INAMI	Institut national d'assurance maladie-invalidité
INE	Instituto Nacional de Estadística de España
INSEE	Institut national de la statistique et des études économiques (France)
IPC	Indice des prix à la consommation
IPCH	Indice des prix à la consommation harmonisé
IPCN	Indice des prix à la consommation national
IPN	Inflation Persistence Network
ISBL	Institutions sans but lucratif
ISTAT	Istituto Nazionale di Statistica (Italie)
KLEMS	Capital (K), travail (L), énergie (E), matières (M) et services achetés (S)
kWh	Kilowattheure
Libor	London Interbank Offered Rate
MBIA	Municipal Bond Insurance Association
MBS	Mortgage-backed Security
MFI	Monetary Financial Institution
MIR	Monetary Financial Institutions Interest Rates
MSCI	Morgan Stanley Capital International
NAIRU	Non-accelerating inflation rate of unemployment
NV	Naamloze vennootschap (SA)

OCDE	Organisation de coopération et de développement économiques
OICV	Organisation internationale des commissions de valeurs immobilières
OIS	Overnight Index Swap
OLO	Obligations linéaires
ONEM	Office national de l'emploi
ONP	Office national des pensions
ONSS	Office national de sécurité sociale
OPC	Organisme de placement collectif
OPEP	Organisation des pays exportateurs de pétrole
OTC	Over the counter
PAC	Politique agricole commune
PIB	Produit intérieur brut
PME	Petites et moyennes entreprises
PPA	Parités de pouvoir d'achat
PPIP	Public-Private Investment Program
Pricaf	Private Equity Sicaf
PTF	Productivité totale des facteurs
R&D	Recherche et développement
RBS	Royal Bank of Scotland
RFS	Fortis RBS Santander
RIR	Retail Interest Rates
RMBS	Residential Mortgage-backed Security
RNB	Revenu national brut
RPI	Royal Park Investments
SA	Société anonyme
SCN	Système de comptabilité nationale
SEBC	Système européen de banques centrales
SEC	Système européen des comptes
SESF	Système européen de surveillance financière
SFPI	Société fédérale de participations et d'investissement
SICAFI	Société d'investissement à capital fixe immobilier
SIFIM	Services d'intermédiation financière indirectement mesurés
SNCB	Société nationale des chemins de fer belges
SPF	Service public fédéral
TALF	Term Asset-backed Securities Loan Facility
TIC	Technologies de l'information et de la communication
TVA	Taxe sur la valeur ajoutée
UE	Union européenne
UEBL	Union économique belgo-luxembourgeoise
UEM	Union économique et monétaire
UPC	Union professionnelle du crédit
VDAB	Vlaamse Dienst voor Arbeidsbemiddeling en Beroepsopleiding
WDN	Wage Dynamics Network

# Liste des encadrés, tableaux et graphiques

## Encadrés

### Chapitre 1: Environnement international

Encadré 1: Rééquilibrage de la demande mondiale	7
Encadré 2: La soutenabilité des finances publiques	29

### Chapitre 2: Politique monétaire de l'Eurosystème

Encadré 3: « Inflation négative » ou « déflation » : plus qu'une question de sémantique	42
Encadré 4: La réduction du levier d'endettement par les institutions financières monétaires de la zone euro	46
Encadré 5: Politique monétaire non conventionnelle de l'Eurosystème et de la Réserve fédérale des États-Unis	59

### Chapitre 3: Production, dépenses et opérations courantes en Belgique

Encadré 6: Comparaison des récessions récentes en Belgique	71
Encadré 7: Transmission de la baisse de la demande mondiale aux branches d'activité en Belgique	79
Encadré 8: Le comportement d'épargne des particuliers	87

### Chapitre 4: Marché du travail et coûts salariaux

Encadré 9: Les mesures d'aménagement du temps de travail soutenues par l'ONE	108
Encadré 10: Un nouvel indicateur de la formation en entreprise	115

## Chapitre 5: Prix

Encadré 11: Prix et coûts dans le secteur laitier	139
---	-----

## Chapitre 6: Finances publiques

Encadré 12: Évolution des dépenses primaires des administrations publiques en Belgique	158
Encadré 13: Le retour de l'effet boule de neige des finances publiques	167

## Chapitre 7: Comptes financiers des particuliers, entreprises et administrations publiques

Encadré 14: Les raisons du succès des dépôts d'épargne en 2009	175
Encadré 15: Offre et demande de crédits aux entreprises: enseignements des enquêtes auprès des banques et des entreprises	182

## Chapitre 8: Stabilité financière

Encadré 16: Reclassifications d'actifs entre catégories IAS/IFRS à la suite des amendements apportés à la norme comptable IAS 39	208
--	-----

## Tableaux

### Chapitre 1: Environnement international

1 Croissance du PIB dans les principales économies	3
2 Évolution économique aux États-Unis	17
3 Évolution économique au Japon	19
4 Évolution économique dans la zone euro	21
5 Croissance du PIB dans les pays de la zone euro	24
6 Solde de financement et dette des administrations publiques dans les pays de la zone euro	28
7 Indicateurs macroéconomiques pour l'Asie émergente	33
8 Situation économique en 2009 des nouveaux États membres de l'UE d'Europe centrale et de l'Est	36

### Chapitre 3: Production, dépenses et opérations courantes en Belgique

9 Valeur ajoutée dans les branches d'activité	78
10 PIB et principales catégories de dépenses	83
11 Principales composantes et déterminants de l'excédent brut d'exploitation des sociétés, à prix courants	85
12 Déterminants du revenu disponible brut des particuliers, à prix courants	87
13 Prêt net au reste du monde	93

## Chapitre 4: Marché du travail et coûts salariaux

14 Offre et demande de travail	110
15 Retraits anticipés du marché du travail	117
16 Taux d'emploi harmonisés en 2009	118
17 Incidence de la crise sur le chiffre d'affaires	119
18 Gel du salaire de base en période de crise	121
19 Coûts salariaux horaires dans le secteur privé	122
20 Coûts salariaux et productivité du travail dans le secteur privé	125

## Chapitre 5: Prix

21 Indice des prix à la consommation harmonisé pour la Belgique	129
---	-----

## Chapitre 6: Finances publiques

22 Normes relatives au besoin (-) ou à la capacité de financement des administrations publiques belges	149
23 Recettes des administrations publiques	151
24 Principales mesures fiscales et parafiscales	153
25 Recettes publiques par sous-secteur des administrations publiques	154
26 Dépenses primaires des administrations publiques	155
27 Dépenses primaires corrigées par sous-secteur des administrations publiques	156
28 Solde de financement de l'ensemble des administrations publiques et par sous-secteur	163
29 Évolution de la politique budgétaire structurelle	164
30 Dette brute consolidée de l'ensemble des administrations publiques	166

## Chapitre 7: Comptes financiers des particuliers, entreprises et administrations publiques

31 Actifs et engagements financiers des administrations publiques	189
32 Besoins et moyens de financement de l'État fédéral	190

## Chapitre 8: Stabilité financière

33 Évolutions des cours des actifs financiers et des primes de risque	200
34 Compte de résultats des établissements de crédit belges	210
35 Indicateurs de qualité des crédits octroyés par les établissements de crédit belges	212
36 Principales composantes du compte de résultats des compagnies d'assurances	216
37 Comparaison de la valeur de marché et de la valeur comptable du portefeuille de placement des compagnies d'assurances belges	217

# Graphiques

## Chapitre 1 : Environnement international

1	Total du bilan des banques centrales des principales économies avancées	4
2	Ampleur des mesures de relance budgétaires et des stabilisateurs automatiques dans le G20 durant la période 2009-2010	5
3	Échanges internationaux de biens	6
4	Évolution des conditions de marché	11
5	Prix des produits de base	12
6	Cours de change bilatéral des principales monnaies vis-à-vis du dollar des États-Unis	13
7	Profil trimestriel du PIB et des principales catégories de dépenses aux États-Unis	14
8	Activité et prix dans le secteur de l'immobilier résidentiel aux États-Unis	16
9	Profil trimestriel du PIB et des principales catégories de dépenses au Japon	18
10	PIB, consommation privée et investissements des entreprises dans la zone euro	20
11	Profil trimestriel du PIB et des principales catégories de dépenses dans la zone euro	20
12	Confiance des consommateurs, ventes du commerce de détail et immatriculation de voitures particulières neuves dans la zone euro	22
13	Investissements des entreprises et confiance des chefs d'entreprise dans la zone euro	22
14	Exportations de biens de la zone euro	23
15	Marché du travail dans la zone euro	25
16	Inflation, tendance sous-jacente de l'inflation et prix de l'énergie dans la zone euro	27
17	Profil trimestriel du PIB, des exportations et des importations en Chine	33

## Chapitre 2 : Politique monétaire de l'Eurosystème

18	PIB en volume et indicateur de confiance dans la zone euro	40
19	Projections de croissance du PIB en volume et de l'inflation dans la zone euro	41
20	Octroi de crédits au secteur privé dans la zone euro	45
21	M3 et ses composantes	46
22	Incertitude relative à l'année calendrier suivante dans les prévisions individuelles collectées par <i>Consensus Economics</i> pour la zone euro	50
23	Déterminants du resserrement des conditions d'octroi de crédits aux sociétés non financières de la zone euro de 2003 à 2009	53
24	Besoin consolidé de liquidités et opérations d' <i>open market</i> de l'Eurosystème	54
25	Recours à la facilité de dépôt et taux d'intérêt du marché monétaire dans la zone euro	56
26	Anticipations des taux d'intérêt à court terme dans la zone euro	57
27	Écarts de taux entre l'Euribor et l'OIS	57
28	Taux d'intérêt à long terme et anticipations d'inflation	58
29	Structure des taux d'intérêt sur le marché monétaire dans la zone euro	64
30	Conditions monétaires dans la zone euro	64
31	Conditions de financement des institutions financières monétaires dans la zone euro	65
32	Conditions de financement auprès des institutions financières monétaires dans la zone euro: taux d'intérêt débiteurs	66
33	Taux de rendement sur le marché obligataire de la zone euro	66

## Chapitre 3 : Production, dépenses et opérations courantes en Belgique

34 Croissance du PIB en Belgique dans une perspective historique	69
35 PIB en Belgique et dans la zone euro	70
36 Indicateurs des effets de la crise sur les équilibres macroéconomiques	71
37 Évolution du PIB et de la valeur ajoutée dans les principales branches d'activité	75
38 Indicateurs de conjoncture dans les principales branches d'activité	77
39 PIB et principales catégories de dépenses en Belgique	82
40 Investissements des entreprises	84
41 Consommation, revenu disponible et taux d'épargne des particuliers	86
42 Exportations en volume	91
43 Prix des exportations et des importations de biens	92
44 Évolution de la balance des opérations sur marchandises	94
45 Besoin (-) ou capacité de financement de l'ensemble des secteurs intérieurs et compte courant de la balance des paiements	94
46 PIB potentiel en Belgique	97
47 Dépenses de R&D, innovation et productivité totale des facteurs	99
48 Entrepreneuriat	99
49 Qualification et formation de la main-d'œuvre et productivité totale des facteurs	100
50 Réglementation des marchés de produits	101

## Chapitre 4 : Marché du travail et coûts salariaux

51 Activité et emploi	105
52 Réaction de l'emploi intérieur lors des épisodes de récession de l'activité	106
53 Ajustement de l'emploi et du volume d'heures ouvrées à l'activité économique	106
54 Chômage temporaire et intérim	107
55 Évolution du chômage depuis son creux de mai 2008	111
56 Taux de chômage harmonisé en Belgique et dans les régions	112
57 Taux de chômage et entraves à l'activité résultant d'une pénurie de main-d'œuvre qualifiée	113
58 Taux de chômage harmonisé en Belgique et dans les autres États membres de l'UE	114
59 Taux d'emploi harmonisé en Belgique et dans l'UE	114
60 Stratégies de réduction des coûts en réponse à un recul du chiffre d'affaires	120
61 Indice des salaires conventionnels	123
62 Coûts salariaux par unité produite et écarts par rapport au taux de chômage d'équilibre	126
63 Handicap salarial des entreprises belges	127

## Chapitre 5 : Prix

64 Inflation négative, sans baisse généralisée des prix	130
65 Écart d'inflation entre la Belgique et la zone euro	132
66 Prix à la consommation des produits pétroliers	134
67 Prix à la consommation du gaz et de l'électricité	136
68 Comparaison internationale du niveau des prix du gaz et de l'électricité sur le marché résidentiel	137
69 Prix à la consommation des biens alimentaires	138
70 Asymétries dans la formation des prix à la consommation	143
71 Tendances sous-jacentes de l'inflation et coûts salariaux en Belgique et dans la zone euro	145

72 Inflation des biens industriels non énergétiques et des services et coûts salariaux par unité produite	146
73 Pratiques d'indexation des prix dans la branche des services	147

#### Chapitre 6: Finances publiques

74 Enrôlements à l'impôt des personnes physiques	152
75 Prélèvement implicite sur le travail	152
76 Recettes de l'impôt des sociétés	154
77 Dépenses publiques de soins de santé	157
78 Bénéficiaires de pensions du secteur privé	157
79 Subsidés aux entreprises: titres-services et réductions du précompte professionnel	158
80 Influence du cycle électoral sur la formation brute de capital fixe des administrations locales	158
81 Décomposition de la variation des charges d'intérêts	162
82 Recettes des communautés et régions	163
83 Dette publique en Belgique et dans la zone euro	165

#### Chapitre 7: Comptes financiers des particuliers, entreprises et administrations publiques

84 Décomposition de la variation de l'encours des actifs financiers détenus par les particuliers	171
85 Richesse des ménages	172
86 Coûts de financement externe des sociétés non financières en Belgique	173
87 Formation d'actifs financiers par les particuliers	174
88 Titres à revenu fixe détenus par les particuliers et taux de rendement à long terme	174
89 Résultats de l'enquête de l'Eurosystème sur la distribution du crédit bancaire: offre et demande de crédits au logement en Belgique	177
90 Écart de taux et répartition des nouveaux contrats hypothécaires selon le type de taux	178
91 Crédits défaillants non régularisés	178
92 Nouveaux engagements financiers des sociétés non financières: ventilation par instrument	179
93 Crédits accordés par les banques belges aux sociétés non financières résidentes: ventilation selon la durée du crédit	180
94 Volume et degré d'utilisation des crédits selon la Centrale des crédits aux entreprises: ventilation des entreprises en fonction de leur taille	181
95 Degré d'utilisation des crédits selon la Centrale des crédits aux entreprises: ventilation des entreprises en fonction de leur secteur d'activité	182
96 Cours boursiers et ratio cours-bénéfices en Belgique et dans la zone euro	188
97 Rendement des emprunts d'État à dix ans	191
98 Part détenue à l'étranger des OLO et des certificats de trésorerie émis par l'État belge	191

#### Chapitre 8: Stabilité financière

99 Dépréciations d'actifs et recapitalisations des grandes institutions financières mondiales	196
100 Primes sur les contrats dérivés de défaut à cinq ans	196
101 Rapport entre la valeur de marché et la valeur comptable des banques cotées en bourse	197

102 Primes sur les contrats dérivés de défaut souverains à cinq ans	199
103 Primes sur les contrats dérivés de défaut à cinq ans pour les institutions financières belges et européennes	205
104 Structure du bilan des établissements de crédit belges	206
105 Principales catégories de revenus et de coûts du secteur bancaire belge	211
106 Déterminants du résultat d'intérêts des établissements de crédit belges	211
107 Provisions pour pertes sur créances des établissements de crédit belges	213
108 Répartition géographique des actifs détenus par les établissements de crédit belges sous la forme de prêts et de titres de dette	213
109 Capital réglementaire et ratio de solvabilité	214
110 Résultats nets du secteur des assurances	215
111 Composition des actifs de couverture par activité d'assurance	216
112 Marge de solvabilité des compagnies d'assurances belges	218
113 Évolution des revenus de primes et du ratio combiné	219
114 Taux d'intérêt à long terme et rendement garanti des contrats de la branche 21	219

## Annexes statistiques

### Tableaux relatifs à l'activité économique et aux prix

I	PIB et principales catégories de dépenses, en volume	224
II	RNB et principales catégories de dépenses, en volume	225
III	Déflateurs du RNB et des principales catégories de dépenses	226
IV	RNB et principales catégories de dépenses, à prix courants	227
V	Valeur ajoutée des différentes branches d'activité, en volume	228
VI	Marché du travail	229
VII	Taux d'emploi	230
VIII	Taux de chômage	231
IX	Indice des prix à la consommation harmonisé	232
X	Revenus des différents secteurs, à prix courants	233
XI	Synthèse des opérations des grands secteurs de l'économie, à prix courants	234

### Tableaux relatifs aux opérations des administrations publique

XII	Recettes, dépenses et solde de financement des administrations publiques	235
XIII	Solde de financement par sous-secteur des administrations publiques	236
XIV	Dette brute consolidée des administrations publiques	237

### Tableau relatif aux opérations avec l'étranger

XV	Opérations courantes et en capital selon la balance des paiements	238
----	---	-----

### Tableaux relatifs aux opérations monétaires et financières

XVI	Formation d'actifs et nouveaux engagements financiers des particuliers	239
XVII	Formation d'actifs et nouveaux engagements financiers des sociétés non financières	240
XVIII	Formation d'actifs et nouveaux engagements financiers des administrations publiques	241
XIX	Formation d'actifs et nouveaux engagements financiers des institutions financières monétaires	242
XX	Formation d'actifs et nouveaux engagements financiers des institutions financières autres que monétaires	243
XXI	Émissions nettes de valeurs mobilières des sociétés financières et non financières et des administrations publiques	244
XXII	Taux d'intérêt	245
XXIII	Principaux taux d'intérêt de l'Eurosystème	246
XXIV	Cours de change	247

Banque nationale de Belgique  
Société anonyme  
RPM Bruxelles – Numéro d'entreprise: 0203.201.340  
Siège social: boulevard de Berlaimont 14 – BE-1000 Bruxelles  
[www.nbb.be](http://www.nbb.be)



Éditeur responsable  
Guy Quaden  
Gouverneur

Personne de contact pour la publication  
Philippe Quintin  
Chef du département Communication et secrétariat  
Tél. +32 2 221 22 41 – Fax +32 2 221 30 91  
[philippe.quintin@nbb.be](mailto:philippe.quintin@nbb.be)

© Illustrations: Banque nationale de Belgique  
Couverture et mise en page: BNB TS – Prepress & Image  
Publié en février 2010

