

# Revue économique

2 - 2003



© Banque nationale de Belgique.

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

ISSN 1371-1229

L'ÉCONOMIE BELGE EN 2003	9
LE MARCHÉ BELGE DU LOGEMENT DANS UNE PERSPECTIVE EUROPÉENNE	37
SUMMARIES OF ARTICLES	53
ABSTRACTS OF THE WORKING PAPERS SERIES	55

# Liste des abréviations

ABEX	Association belge des experts
BCE	Banque centrale européenne
BEA	Bureau of Economic Analysis
BNB	Banque nationale de Belgique
BRI	Banque des règlements internationaux
CE	Commission européenne
ECB	voir BCE
FMI	Fonds monétaire international
FOMC	Federal Open Market Committee
FOREM	Office communautaire et régional de la formation professionnelle et de l'emploi
ICN	Institut des comptes nationaux
IFM	Institutions financières monétaires
INS	Institut national de statistique
IPC	Institutions publiques de crédit
IPCH	Indice des prix à la consommation harmonisé
IPP	Impôt des personnes physiques
ISM	Institute for Supply Management
OCCH	Office central de crédit hypothécaire
OCDE	Organisation de coopération et de développement économiques
ONEM	Office national de l'emploi
ORBEM	Office régional bruxellois de l'emploi
PIB	Produit intérieur brut
PME	Petites et moyennes entreprises
S&P	Standard & Poor's
SPF	Service public fédéral
SRAS	Syndrome respiratoire aigu sévère
TVA	Taxe sur la valeur ajoutée
UE	Union européenne
UEBL	Union Économique Belgo-Luxembourgeoise
UMTS	Universal Mobile Telecommunications Systems
UPC	Union professionnelle du crédit

# Signes conventionnels

–	la donnée n'existe pas ou n'a pas de sens
e	estimation
n.	non disponible
p.c.	pourcent
p.m.	pour mémoire

# L'économie belge en 2003

Cet article de la Revue économique présente l'analyse de la Banque sur les développements économiques récents et ses projections pour la Belgique pour l'ensemble de l'année 2003. Le contexte économique général demeure incertain, après deux années de croissance faible. À la fin du printemps, certaines incertitudes qui pesaient sur l'économie mondiale se sont atténuées, entraînant un recul des prix pétroliers et une stabilisation des cours boursiers après une longue correction. Néanmoins, l'évolution de l'activité et de la demande, notamment en Europe, continue d'être caractérisée par un manque de dynamisme, tandis que les mouvements des cours de change ont été importants.

La première partie de l'article est consacrée à l'environnement international. Elle comporte une description des développements réels et financiers au cours des derniers mois et une présentation des prévisions de printemps des principales institutions internationales. Les résultats des projections de l'Eurosystème pour la zone euro, publiés dans le bulletin mensuel de la BCE de juin, font l'objet d'un encadré. Les hypothèses qui sous-tendent ces projections et une appréciation des risques afférents figurent aussi dans cette partie; elles s'appliquent également à la Belgique, puisque les projections nationales s'intègrent dans l'exercice de l'Eurosystème.

Le reste de l'article présente de manière détaillée la situation récente et les projections pour l'économie nationale. L'activité économique et les perspectives de l'évolution, en 2003, du PIB, de l'emploi et des principales catégories de dépenses sont décrites au chapitre 2. Le chapitre suivant retrace les évolutions effectives et attendues en matière d'inflation et de coûts salariaux. Le chapitre 4, pour sa part, examine l'évolution des finances publiques. Le dernier chapitre présente les résultats en termes de capacité ou de besoin de finan-

cement des grands secteurs de l'économie, ainsi que le compte courant de la balance des paiements.

Les projections pour la Belgique ont été arrêtées sur la base des informations disponibles au 22 mai 2003. Depuis, l'Institut des comptes nationaux (ICN) a publié sa première estimation de l'évolution de l'activité économique au premier trimestre de 2003; les résultats en sont globalement en ligne avec les projections pour l'ensemble de l'année. Par ailleurs, le Conseil des gouverneurs a décidé le 5 juin une baisse de 50 points de base des taux directeurs de la BCE. Étant les délais de transmission des impulsions de politique monétaire, les effets de cette décision devraient se marquer de manière graduelle au cours des prochains mois dans l'évolution des prix et de l'activité dans la zone euro et en Belgique. En termes annuels moyens, les projections pour 2003 ne devraient en être que marginalement affectées.

## 1. Environnement international

### 1.1 Évolution récente de l'activité et perspectives pour 2003

Au cours des premiers mois de 2003, la reprise de l'économie mondiale est restée fragile même si, à l'issue de la guerre en Irak, certains indicateurs laissaient espérer une amélioration. Les incertitudes géopolitiques entourant ce conflit, qui se sont traduites par une forte hausse du prix du pétrole, un nouveau recul de la confiance et la persistance d'une grande volatilité sur les marchés d'actions, ont pesé sur l'activité économique internationale à la fin de 2002 et au premier trimestre de 2003. Ainsi, l'augmentation du prix du pétrole a réduit le pouvoir d'achat des ménages et a accru les coûts des entreprises. Le cours du pétrole du type Brent est passé de quelque 20 dollars le baril en

janvier 2002 à un peu plus de 32 dollars, en moyenne, en février 2003. Outre l'élévation de la prime de risque liée à la guerre, les perturbations de la production au Venezuela et au Nigeria, le surcroît de demande dû aux rigueurs de l'hiver en Amérique du Nord et le niveau inhabituellement bas des stocks ont aussi contribué à ces hausses de prix. Depuis la mi-mars 2003, toutefois, lorsqu'il est apparu clairement que la guerre ne durerait pas et que la production irakienne reviendrait rapidement sur le marché, le prix du pétrole a fortement baissé; en mai, il n'atteignait plus en moyenne qu'environ 25 dollars le baril.

La faiblesse de l'économie mondiale ne semble toutefois pas devoir être attribuée uniquement aux conditions géopolitiques, des causes plus profondes ayant vraisemblablement également agi. L'activité économique a probablement continué à subir le contrecoup de l'éclatement de la bulle financière dans le secteur technologique. Dans les entreprises, les investissements sont restés faibles, entre autres en raison de capacités de production excédentaires, d'un taux d'endettement encore relativement élevé et de marges bénéficiaires étroites. L'ampleur et la durée du rétablissement encore à accomplir restent d'ailleurs incertaines. Ainsi, les préoccupations demeurent au sujet des conséquences pour l'activité économique des baisses prolongées des cours des actions, notamment par leur incidence sur la situation bilantaire des intermédiaires financiers et des investisseurs institutionnels, tels que les fonds de pension.

S'agissant des perspectives pour 2003, les organismes internationaux prévoient que le bas niveau des taux d'intérêt, la réduction progressive des surcapacités de production et l'amélioration de la rentabilité des entreprises, ainsi que l'atténuation des conséquences de la baisse des cours boursiers, qui a duré jusqu'en mars 2003, auront peu à peu des effets positifs sur la demande globale. La politique budgétaire expansionniste des États-Unis devrait également stimuler la reprise. Selon ces organismes, l'activité économique restera encore faible au premier semestre de 2003 et l'économie mondiale ne connaîtra une reprise qu'au second semestre. Par conséquent, la progression ne serait, en moyenne annuelle, que légèrement plus rapide qu'en 2002: la Commission européenne (CE) et le Fonds monétaire international (FMI) tablent sur une croissance de l'économie mondiale limitée à 3,2 p.c. en 2003, contre environ 3 p.c. en 2002, tandis que l'Organisation de coopération et de développements économiques (OCDE) attend une croissance de 1,9 p.c. pour l'ensemble des pays qui la composent, contre 1,8 p.c. en 2002. Les évolutions récentes qui étaient le scénario d'une reprise économique au second semestre de 2003 sont le prix nettement moins élevé du pétrole, le raffermissement de la confiance aux États-Unis en avril et en mai 2003, et la progression des marchés d'actions au cours de la même période.

**TABLEAU 1** PRÉVISIONS DE PRINTEMPS DES ORGANISMES INTERNATIONAUX POUR 2003  
(pourcentages de variation par rapport à l'année précédente, sauf mention contraire)

	2002	2003		
	Réalisations	CE	FMI	OCDE
<b>PIB à prix constants</b>				
États-Unis .....	2,4	2,4	2,2	2,5
Japon .....	0,3	1,5	0,8	1,0
Zone euro .....	0,8	1,0	1,1	1,0
<b>Inflation <sup>(1)</sup></b>				
États-Unis .....	1,6	2,0	2,3	2,4
Japon .....	-0,9	-0,6	-0,7	-0,9
Zone euro .....	2,3	2,1	2,0	2,0
<b>Taux de chômage <sup>(2)</sup></b>				
États-Unis .....	5,8	6,0	6,2	6,0
Japon .....	5,4	5,4	5,5	5,7
Zone euro .....	8,3	8,8	8,8	8,8

Sources: BEA, CE, FMI, OCDE.

(1) Indice des prix à la consommation, IPCH pour la zone euro.

(2) Pourcentages de la population active.

Dans le prolongement de la modeste reprise de l'activité, le commerce mondial ne progresserait également, en moyenne, que modérément en 2003, après l'effondrement de 2001 et la faible progression de 2002. Ainsi, les organismes internationaux prévoient pour 2003 une croissance des échanges de marchandises dans le monde de 4 à 6 p.c.

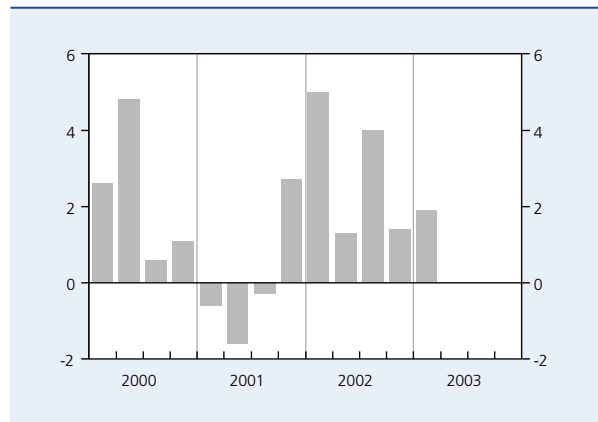
Ces prévisions recouvrent des différences non négligeables entre les principales économies en 2003, avec un accroissement du PIB plus important aux États-Unis que dans la zone euro et au Japon. La croissance de l'activité aux États-Unis jouerait ainsi un rôle important dans la reprise de l'économie mondiale. Ceci contribuerait toutefois à une nouvelle augmentation du déficit de la balance des opérations courantes de ce pays, de sorte que les équilibres extérieurs seraient encore plus perturbés. Cette situation représente un danger potentiel pour la croissance mondiale et les craintes relatives aux conséquences d'éventuels ajustements soudains, notamment par le biais d'une forte dépréciation du dollar, se sont récemment amplifiées.

Le possible arrêt, voire le retournement, des hausses de prix de l'immobilier, qui ont été considérables ces dernières années, notamment aux États-Unis, au Royaume-Uni et dans quelques petits pays européens, fait peser un autre risque sur la reprise de l'activité économique mondiale. En outre, les problèmes persistants du secteur financier japonais ne sont toujours pas résolus. Enfin, l'épidémie de SRAS peut également représenter une hypothèque pour l'activité économique en Asie, dont il a été admis jusqu'à présent qu'elle resterait très dynamique et soutiendrait aussi la reprise au Japon, par le biais des relations commerciales intrarégionales.

Aux États-Unis, le PIB a crû de 2,4 p.c. en 2002, contre à peine 0,3 p.c. l'année précédente. Malgré la fermeté inattendue de la croissance au premier trimestre, la reprise s'est étiolée dans le courant de 2002. Ainsi, le PIB n'a progressé que de 0,3 p.c. au quatrième trimestre par rapport au trimestre précédent, soit 1,4 p.c. sur une base annuelle. Selon les estimations préliminaires, la croissance est encore restée modeste au premier trimestre de 2003, n'atteignant que 0,5 p.c. par rapport au trimestre précédent ou 1,9 p.c. sur une base annuelle. Ainsi, la croissance de la consommation privée s'est affaiblie à la fin de 2002 et au début de 2003. Le soutien apporté par les variations de stocks au premier semestre de 2002 s'est ensuite progressivement résorbé; au premier trimestre de 2003, leur contribution à la croissance était redevenue légèrement négative. En outre, les exportations ont reculé depuis le dernier trimestre de 2002, en raison de la faiblesse de la demande mondiale et d'un niveau du dollar toujours élevé, en moyenne en 2002. En revanche, le recul initia-

#### GRAPHIQUE 1 PROFIL CONJONCTUREL DU PIB AUX ÉTATS-UNIS

(pourcentages de variation à prix constants par rapport au trimestre précédent<sup>(1)</sup>)



Source : BEA.

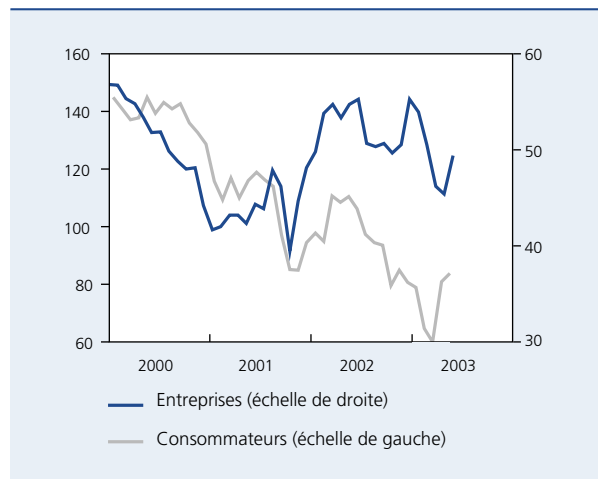
(1) Sur une base annuelle. Données corrigées des variations saisonnières.

lement important de la formation brute de capital fixe, hors construction de logements, s'est atténué au cours de 2002 et une augmentation a même été enregistrée au dernier trimestre, pour la première fois depuis deux ans. Toutefois, cette catégorie de dépenses a de nouveau régressé au premier trimestre de 2003.

La faiblesse de l'économie s'est traduite dans l'évolution des indicateurs conjoncturels. Ainsi, la confiance des chefs d'entreprise a fléchi au cours des quatre premiers mois de 2003 et celle des consommateurs n'a cessé de se détériorer de la mi-2002 à mars 2003. La confiance des

#### GRAPHIQUE 2 CONFIANCE DES CHEFS D'ENTREPRISE ET DES CONSOMMATEURS AUX ÉTATS-UNIS

(données corrigées des variations saisonnières)



Sources : ISM, Conference Board.



consommateurs a toutefois progressé fortement en avril et mai, de même que, au cours du dernier mois, celle des chefs d'entreprise.

En ce qui concerne les perspectives pour 2003, le dosage des politiques macroéconomiques serait de nouveau expansionniste aux États-Unis. En 2002, le déficit budgétaire avait déjà fortement augmenté, passant de 0,5 p.c. du PIB en 2001 à environ 3,5 p.c. du PIB, notamment à la suite des réductions fiscales approuvées en 2001 et du programme de relance de mars 2002. Pour 2003, il faut tenir compte d'une augmentation des dépenses militaires. Un plan visant à une nouvelle et importante réduction des impôts, répartie sur dix ans, a également été approuvé. Ce plan n'était toutefois pas encore – ou pas entièrement – inclus dans les prévisions des organismes internationaux. En outre, la banque centrale américaine a ramené le taux des fonds fédéraux au niveau très bas de 1,25 p.c. en 2002. Enfin, l'évolution du cours de change aura normalement des effets stimulants: en termes effectifs nominaux, le niveau du dollar était en décembre 2002 déjà inférieur de 8,8 p.c. au sommet de février de la même année, et au cours des cinq premiers mois de 2003 la monnaie des États-Unis a encore perdu 7,5 p.c. de sa valeur.

Il n'empêche que des processus sous-jacents, susceptibles de freiner considérablement la croissance en 2003 sont potentiellement à l'œuvre aux États-Unis. Ainsi, la consommation privée a fortement augmenté en 2002 en dépit d'un contexte défavorable, et progressera peut-être moins rapidement en 2003, d'autant que le risque d'effets de richesse négatifs différés, à la suite de l'effondrement pendant trois ans des cours boursiers, existe toujours. Il apparaît également que la situation sur le marché de l'emploi influencera défavorablement l'expansion de la consommation privée: le taux de chômage a atteint 5,8 p.c. en 2002 et pourrait passer à 6 p.c. ou un peu plus en 2003. En outre, on s'attend à ce que la formation brute de capital continue à pâtir de l'ampleur des marges de capacités de production inutilisées dans l'industrie, ainsi que du niveau d'endettement encore relativement élevé des entreprises.

Par conséquent, les organismes internationaux prévoient que la croissance aux États-Unis sera en 2003 au mieux à peine plus élevée qu'en 2002, les prévisions s'échelonnant de 2,2 à 2,5 p.c. Les estimations préliminaires publiées pour le premier trimestre, qui indiquent une croissance modérée, sont compatibles avec ces prévisions.

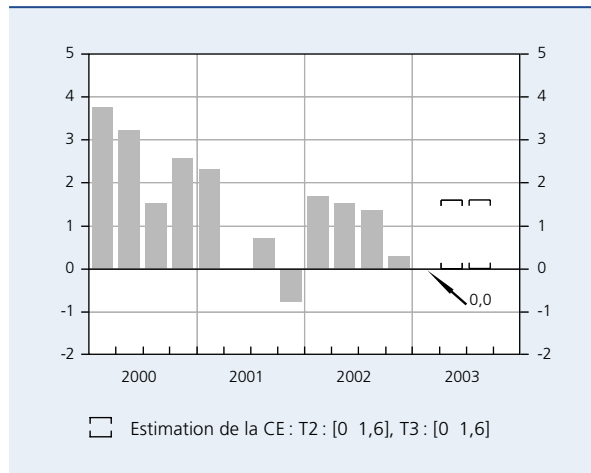
Au Japon, le PIB n'a que peu augmenté en 2002, à savoir de 0,3 p.c., contre 0,4 p.c. en 2001. La reprise a certes été forte au deuxième trimestre de 2002, mais elle a perdu de

son intensité ensuite et, au quatrième trimestre, le PIB n'a progressé que de 0,5 p.c. par rapport au trimestre précédent, soit 2,2 p.c. sur une base annuelle. Les exportations semblent avoir donné une forte impulsion à la reprise, qui a donc été étroitement subordonnée à la croissance dans le reste du monde. La demande intérieure est restée faible, principalement en raison du recul des investissements, tandis que la consommation privée a quelque peu augmenté.

Pour 2003, les organismes internationaux anticipent une croissance modérée, de 0,8 à 1,5 p.c., au Japon. Les exportations fourniraient encore une contribution importante à la reprise, entre autres grâce au dynamisme du continent asiatique. S'agissant de la demande intérieure, par contre, la déflation, déjà intégrée dans les anticipations, continuerait de peser sur les dépenses. En effet, les prix mesurés par l'indice des prix à la consommation ont de nouveau fléchi en 2002, de 0,9 p.c., et une nouvelle baisse de 0,6 à 0,9 p.c. est envisagée pour 2003. Malgré de nouvelles initiatives des pouvoirs publics pour s'attaquer aux problèmes du secteur financier, celui-ci reste fragile, ce qui recèle encore des risques et peut influencer défavorablement la demande intérieure. De plus, la consommation privée serait freinée par le chômage élevé, selon les normes japonaises: il a touché plus de 5 p.c. de la population active en 2002 et s'établirait entre 5,4 et 5,7 p.c. en 2003. Les capacités de production excédentaires et le taux d'endettement élevé des entreprises entraveraient encore la reprise des investissements. Le dosage des politiques économiques ne devrait guère exercer d'effets stimulants. La Banque du Japon pratique en effet depuis quelque temps déjà une politique de taux zéro et fournit d'importantes liquidités à l'économie. Les finances publiques japonaises se trouvent d'ailleurs dans une situation précaire: selon les données de la CE, le déficit public est passé à 6,7 p.c. du PIB en 2002 et la dette publique a atteint 140,4 p.c. du PIB. Néanmoins, la politique budgétaire resterait encore légèrement expansionniste en 2003, ce qui ferait passer le déficit à 7 p.c. du PIB et la dette à 147,1 p.c. du PIB.

Dans les autres pays asiatiques, la croissance économique est restée robuste en 2002: elle a atteint quelque 6 p.c., surtout grâce à l'augmentation des exportations, tant à l'intérieur de l'Asie que vers les pays industrialisés occidentaux. L'expansion de ces économies resterait encore ferme en 2003. L'évolution mondiale de l'activité dans le secteur technologique et, comme mentionné plus haut, l'épidémie de SRAS, qui, jusqu'à présent, a touché le secteur aérien, le tourisme et le commerce de détail dans plusieurs pays, sont toutefois des facteurs de risque.

**GRAPHIQUE 3 PROFIL CONJONCTUREL DU PIB DANS LA ZONE EURO**

 (pourcentages de variation à prix constants par rapport au trimestre précédent<sup>(1)</sup>)


Source : CE.

(1) Sur une base annuelle. Données corrigées des variations saisonnières.

L'économie de l'Amérique latine dans son ensemble a stagné en 2002, principalement à la suite des crises en Argentine, en Uruguay et au Venezuela. En 2003, l'activité économique reprendrait légèrement, notamment à la suite de la dépréciation de diverses monnaies du continent, mais les perspectives économiques de la région restent incertaines.

En 2002, la croissance de la zone euro a été atone, le PIB n'augmentant que de 0,8 p.c. La consommation privée n'a crû que dans une faible mesure, à la suite du ralentissement de la progression du revenu disponible réel et de la hausse du taux d'épargne des ménages, notamment en raison des incertitudes quant aux perspectives de l'emploi. Le ralentissement de l'activité a en effet provoqué une détérioration graduelle du marché du travail : le taux de chômage a atteint 8,5 p.c. au quatrième trimestre de 2002, puis 8,8 p.c. en avril 2003. Il semble dès lors que l'augmentation du chômage pèsera encore sur la croissance en 2003. Les investissements, pour leur part, ont diminué en raison des capacités excédentaires dans un contexte de demande faible, mais aussi sous l'influence des marges bénéficiaires étroites et de l'augmentation du taux d'endettement des entreprises. Ainsi, selon des données de la CE, le rapport de la dette aux fonds propres des entreprises non financières serait passé de 120 p.c. en 2001 à 189,3 p.c. au troisième trimestre de 2002. La CE pense d'ailleurs que les possibilités de financement des entreprises de la zone euro se sont resserrées, peut-être en raison de la détérioration de leur qualité de crédit. En effet, la croissance de l'octroi de crédit par les banques

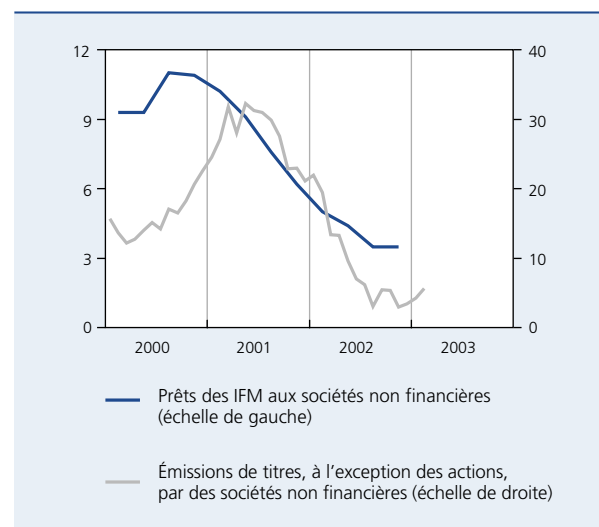
aux entreprises non financières et celle des émissions de titres de créances par ces mêmes entreprises ont fortement ralenti depuis 2001. La diminution de la demande de financement a sans doute aussi joué un rôle à cet égard. Dans l'ensemble, on peut s'attendre à ce que ces facteurs freinent encore les investissements dans la zone euro en 2003. Enfin, la croissance des exportations a été faible en 2002, mais elle a été compensée par une baisse des importations. Malgré cette faiblesse enregistrée en moyenne annuelle, une reprise des volumes d'exportations et d'importations a été observée aux deuxième et troisième trimestres.

La faible croissance, en moyenne, de 2002 masque une modeste reprise en cours d'année; celle-ci a toutefois peu à peu perdu de sa vigueur, de sorte que le PIB a à peine progressé au quatrième trimestre, soit de 0,1 p.c. par rapport au trimestre précédent ou de 0,3 p.c. sur une base annuelle. Selon l'estimation préliminaire de la CE, l'activité dans la zone euro n'a plus progressé au premier trimestre 2003. En Allemagne, le PIB a reculé de 0,2 p.c. par rapport au trimestre précédent.

Le ralentissement progressif dans la zone euro en 2002 est en outre allé de pair avec un glissement dans les facteurs de croissance. Ainsi, il apparaît que la demande intérieure finale, sur une base trimestrielle, s'est quelque peu raffermie au second semestre de l'année: d'une part, la consommation privée a légèrement augmenté et, d'autre part, les investissements sont restés plus ou moins stables après six

**GRAPHIQUE 4 FINANCEMENT DES ENTREPRISES DE LA ZONE EURO**

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



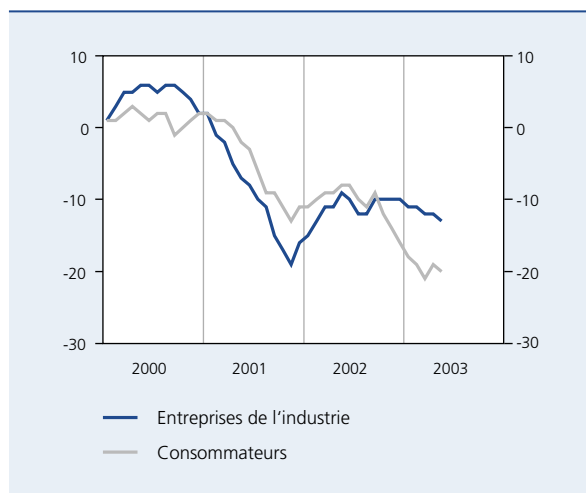
Source : BCE.

trimestres de baisse, bien que des facteurs particuliers, tels que la reconstruction après les inondations dans certains pays, puissent avoir joué un rôle. La faiblesse enregistrée au quatrième trimestre est principalement imputable à l'arrêt soudain de la reprise des exportations, sous l'effet, entre autres, de la progression modérée du commerce mondial et de l'appréciation de l'euro en cours depuis mars 2002. En 2003, la compétitivité pourrait encore se dégrader à la suite de l'appréciation effective de l'euro et freiner ainsi les exportations, tandis que la baisse du prix du pétrole et le bas niveau des taux d'intérêt soutiendraient la demande intérieure finale et atténueraient, par conséquent, les effets négatifs précités dus à la hausse du chômage, aux capacités de production excédentaires, ainsi qu'à la situation bilantaire et aux conditions de financement des entreprises. Par contre, il ne semble pas que la politique budgétaire pourra apporter un soutien important à l'économie en 2003, compte tenu de l'augmentation des déficits publics de la zone euro dans son ensemble et de la nécessité, pour certains pays, de les réduire. En 2002, les déficits publics ont en effet augmenté considérablement, passant de 1,6 p.c. du PIB en 2001 à 2,2 p.c. du PIB, en partie à la suite du fonctionnement des stabilisateurs automatiques, mais également en raison d'une politique budgétaire légèrement plus expansionniste. En Allemagne, le déficit a atteint 3,6 p.c. du PIB et a donc nettement dépassé la limite de 3 p.c. du PIB fixée dans le Traité sur l'Union européenne (UE). Tel a été le cas également en France, où le déficit s'est élevé à 3,1 p.c. du PIB.

Les indicateurs relatifs à l'évolution conjoncturelle à court terme contiennent peu d'indices de reprise au premier semestre de 2003. Ainsi, l'activité industrielle ne s'est pas accélérée au début de 2003. Elle est surtout restée faible dans le secteur des biens de consommation durables. Après avoir quasiment stagné au second semestre de 2002, l'indicateur de la confiance des entreprises industrielles a régressé légèrement mais de manière continue de janvier à mai 2003. Pour sa part, la confiance des consommateurs a fortement reculé au cours du dernier trimestre de 2002 et des trois premiers mois de 2003, en raison d'une détérioration de l'appréciation de leur situation financière et du climat général, sans doute en rapport avec la guerre en Irak. L'augmentation du chômage a probablement aussi eu un effet néfaste sur la confiance des consommateurs. En avril 2003, celle-ci s'est toutefois améliorée quelque peu à l'issue du conflit militaire en Irak, avant de reculer légèrement en mai.

Selon les prévisions de la CE relatives à l'activité économique trimestrielle, fondées sur un nombre limité d'indicateurs à court terme, le PIB augmenterait de 0 à 0,4 p.c. par rapport au trimestre précédent aux deuxième et

**GRAPHIQUE 5** CONFIANCE DES CHEFS D'ENTREPRISE ET DES CONSOMMATEURS DANS LA ZONE EURO  
(données corrigées des variations saisonnières)



Source : CE.

troisième trimestres de 2003, soit 0 à 1,6 p.c. sur une base annuelle, après être resté stable au premier trimestre.

Les organismes internationaux s'attendent dès lors, de manière unanime, à une croissance encore faible dans la zone euro au premier semestre de 2003, avant un renforcement au cours de la seconde moitié de l'année. La progression moyenne en 2003 resterait dès lors limitée à quelque 1 p.c.

La croissance a également ralenti en 2002 au Royaume-Uni, revenant de 2,1 p.c. un an plus tôt à 1,8 p.c. Le ralentissement de l'activité a résulté de la baisse des investissements et des exportations, tandis que la consommation privée a enregistré une forte expansion, attribuable notamment aux hausses de prix constantes et particulièrement vives de l'immobilier. Malgré un tassement de la progression de la consommation privée, l'activité économique au Royaume-Uni s'accélérait légèrement en 2003 grâce à une reprise des investissements et des exportations.

Dans les pays qui entreront dans l'UE en 2004, la croissance économique en 2002 a encore atteint 2,4 p.c., soit un taux similaire à celui de l'année précédente, malgré le ralentissement dans l'UE, le plus important partenaire commercial de ces pays. Ce résultat est dû à la vigueur de la demande intérieure. La croissance des exportations a ralenti, mais moins que ce que l'on pouvait prévoir sur la base de l'évolution dans l'UE. L'activité est notamment soutenue dans ces pays par les importants

investissements directs étrangers à l'approche de leur adhésion à l'UE. En 2003 également, l'environnement macroéconomique devrait encore rester porteur et la croissance devrait passer à un peu plus de 3 p.c.

## 1.2 Évolutions financières

Aux États-Unis, le taux cible des fonds fédéraux est demeuré inchangé à 1,25 p.c. au cours des cinq premiers mois de 2003. Au début de l'année, le Federal Open Market Committee (FOMC) avait constaté que la reprise hésitante de l'économie pouvait dans une large mesure être imputée au relèvement des cours du pétrole et aux incertitudes géopolitiques dans la mesure où ceux-ci freinaient les dépenses et les recrutements des entreprises. Une fois ces incertitudes disparues, l'orientation accommodante de la politique monétaire, associée à la hausse récurrente de la productivité, devrait suffire à entraîner une amélioration du climat économique. Les taux d'intérêt à trois mois étaient toujours orientés à la baisse ces derniers mois aux États-Unis, affichant en moyenne 1,22 p.c. en mai.

Au Japon, la banque centrale a continué de se fixer comme cible opérationnelle les réserves monétaires plutôt que les taux d'intérêt, de manière à élargir la liquidité. La banque centrale a relevé en avril et mai la cible de l'encours des comptes courants, qui est passée de 15.000-20.000 milliards de yens à 27.000-30.000 milliards. Dans le même temps, la banque centrale a rappelé que, indépendamment de cette cible, un élargissement de la liquidité était toujours possible si celui-ci s'avérait nécessaire pour garantir la stabilité des marchés financiers. En conséquence de cette politique de liquidité abondante, les taux d'intérêt à court terme sont à peine supérieurs à zéro.

Le 6 mars, le Conseil des gouverneurs de la BCE a décidé d'abaisser de 25 points de base le taux de soumission minimal pour les opérations principales de refinancement, le ramenant ainsi à 2,50 p.c. Il a décidé d'une baisse supplémentaire de 50 points de base le 5 juin, ramenant ce taux à 2 p.c. Faisant suite à celle de décembre 2002, ces décisions de baisse des taux ont été motivées par un recul des risques inflationnistes, résultant surtout de la détérioration de la conjoncture et de l'appréciation de l'euro.

Les indicateurs conjoncturels donnaient en effet à penser que la croissance réelle du PIB demeurerait atone au premier semestre de 2003. En dépit des conditions économiques médiocres, l'inflation restait relativement élevée dans la zone euro au premier trimestre, principalement en raison du renchérissement du pétrole. Les effets différés de l'appréciation du cours de change de l'euro,

associés à la faible dynamique de la demande, devaient toutefois contenir les tensions sur les prix.

La progression de M3 présentait depuis le début de 2003 à nouveau une tendance à la hausse, la croissance annuelle moyenne dépassant 7 p.c. Cette vigueur de la dynamique monétaire reflétait la nette préférence persistante pour les liquidités à faible risque, dans un environnement caractérisé par l'incertitude sur les plans économique et géopolitique et par une forte volatilité sur les marchés financiers, mais le bas niveau des taux d'intérêt y contribuait également. Dans la mesure où l'important excédent de liquidité dans la zone euro pouvait s'expliquer par des réallocations – temporaires – de portefeuille et où la croissance du crédit restait lente, cette situation a été considérée comme faisant peser peu de risques sur la stabilité des prix à moyen terme, tant que la croissance économique demeurait faible.

Le 8 mai, le Conseil des gouverneurs de la BCE a clôturé une évaluation approfondie de la stratégie de politique monétaire qu'il avait adoptée en octobre 1998. Il a confirmé la définition de l'objectif de stabilité des prix comme une hausse de l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) inférieure à 2 p.c. l'an dans la zone euro, à atteindre à moyen terme, mais il a précisé qu'il visait une hausse proche de 2 p.c. l'an. Il a aussi confirmé qu'il continuerait à prendre les décisions de politique monétaire sur la base d'une analyse détaillée des risques pesant sur la stabilité des prix, organisée en deux piliers, mais il a précisé que l'analyse monétaire apportait surtout un élément de recoupement, dans une perspective à moyen et à long terme, des indications à court et à moyen terme ressortant de l'analyse économique.

En ce qui concerne les taux d'intérêt à long terme des emprunts de référence aux États-Unis et dans la zone euro, la tendance baissière observée depuis mai 2002 s'est poursuivie durant les premiers mois de 2003. La poursuite des réallocations de portefeuille, au détriment de composantes plus risquées comme les actions et les obligations d'entreprises, de même que les perspectives économiques moins favorables, y ont contribué. En mars, les marchés obligataires ont été caractérisés par une volatilité accrue à la suite des incertitudes géopolitiques liées aux opérations militaires en Irak et à l'effet de celles-ci sur les cours du pétrole. En avril, le rendement des obligations publiques à long terme a de nouveau augmenté, peut-être en raison de l'optimisme des opérateurs de marché quant au dénouement du conflit en Irak. Des données économiques décevantes et des anticipations durables d'inflation faible ont toutefois conduit à une nouvelle baisse des rendements en mai: ils se sont établis au niveau historiquement bas de 3,9 p.c. dans la zone euro et à 3,6 p.c.

aux États-Unis. Au Japon, le rendement des obligations publiques a évolué ces derniers mois de manière plus ou moins indépendante de ceux observés sur les autres marchés obligataires mondiaux. La stabilité des rendements a reflété l'opinion inchangée des opérateurs de marché quant aux perspectives de l'économie japonaise.

Après la brève reprise des cours en octobre et en novembre à la suite de résultats meilleurs qu'attendu pour les entreprises et d'un optimisme croissant des investisseurs, les cours des actions dans la zone euro et aux États-Unis ont recommencé à baisser en décembre de l'année dernière, pour revenir au début de mars 2003 au faible

niveau enregistré au début d'octobre 2002. En mars de cette année, les cotations des actions étaient inférieures au niveau enregistré en décembre 2002 de presque 6 p.c. aux États-Unis et de plus de 14 p.c. dans la zone euro. Dans la zone euro, les replis des cours des actions observés au début de 2003 ont affecté tous les secteurs, alors qu'en 2002 c'étaient surtout les télécommunications, la technologie et les fonds financiers qui avaient été touchés. En mars, les cours boursiers ont été très volatils partout dans le monde. La tendance observée les mois précédents pour les cours des actions s'est interrompue vers la mi-mars, lorsque les cours du pétrole ont sensiblement reculé en réaction aux opérations militaires menées en

**GRAPHIQUE 6 ÉVOLUTIONS FINANCIÈRES DANS LES PRINCIPALES ÉCONOMIES**  
(moyennes mensuelles)



Sources : BCE, BRI, BNB.

Irak. Dès le moment où il n'y a plus eu de doutes quant à l'issue du conflit, l'attention s'est à nouveau focalisée sur les bénéfices des entreprises et les données économiques fondamentales. Parallèlement au sensible repli des cours du pétrole et à des résultats supérieurs aux attentes pour les entreprises, les opérateurs de marché ont commencé à convertir en actions des fonds investis en placements moins risqués, ce qui a entraîné une hausse des cours des actions aux États-Unis et dans la zone euro.

En janvier de cette année, l'euro s'est apprécié de 2,3 p.c. par rapport au mois précédent vis-à-vis de la plupart des monnaies importantes, et en particulier vis-à-vis du dollar des États-Unis. La publication, aux États-Unis, de certaines données économiques défavorables, de même que le défi-

cit croissant de la balance courante et la dégradation de la situation budgétaire, ont exercé une incidence négative sur le cours du dollar. Après une période de relative stabilité en février 2003, les marchés des changes ont eux aussi été dominés en mars par les réactions des opérateurs aux informations relatives au conflit en Irak. L'euro a néanmoins poursuivi sa tendance à l'appréciation par rapport aux monnaies de tous les principaux partenaires commerciaux, particulièrement par rapport au dollar des États-Unis, de sorte qu'à la fin de mai il était de nouveau au-dessus de son cours d'introduction, à la fois vis-à-vis du dollar, du yen et de la livre sterling, et en termes moyens pondérés. Le cours de change moyen pondéré du yen a continué de fléchir légèrement dans le contexte d'une détérioration des perspectives de l'économie japonaise à court terme.

## PROJECTIONS DE L'EUROSYSTÈME POUR LA ZONE EURO

La BCE a publié dans son bulletin mensuel du mois de juin les projections économiques pour la zone euro pour 2003 et 2004. Ces projections, établies conjointement par les experts de la BCE et des banques centrales nationales de la zone euro, constituent un élément pris en compte par le Conseil des gouverneurs pour son évaluation des perspectives d'évolution des prix et des risques pour la stabilité des prix. Pour faciliter les délibérations du Conseil, les taux d'intérêt à court terme sont fixés sur l'horizon des projections au niveau observé au moment de leur établissement de manière à faire apparaître les conséquences éventuelles du maintien des taux d'intervention de la politique monétaire. De ce fait, ces projections ne sont pas nécessairement les meilleures prévisions inconditionnelles, notamment pour les horizons lointains, dans la mesure où la politique monétaire agira toujours en vue de maintenir la stabilité des prix.

En outre, les projections se fondent sur un ensemble d'hypothèses, relatives notamment aux taux d'intérêt à long terme, aux cours de change, et à l'environnement international. Les taux d'intérêt à long terme en euro retenus résultent des anticipations du marché; ils se situaient à 3,8 p.c. au moment de l'établissement des projections, et devraient légèrement progresser, pour atteindre 3,9 p.c. à la fin de 2003. Les cours de change bilatéraux de l'euro sont maintenus constants à leur valeur de la mi-mai, à savoir pour la monnaie américaine, 1,16 dollar pour un euro. Conformément à l'évolution des prix implicites reflétée dans les contrats à terme, les cours mondiaux du pétrole devraient se stabiliser à environ 24 dollars le baril pendant le reste de l'année, après le recul important observé en mars et avril. En moyenne sur l'année, le baril de Brent serait coté à 25,8 dollars, contre 25 dollars en 2002. Enfin, l'appréciation portée sur la croissance et le commerce mondial dans le cadre des projections de l'Eurosystème est sensiblement la même que celle des autres organismes internationaux. Ainsi, après un ralentissement temporaire dans la seconde moitié de 2002 et au premier trimestre 2003, la demande extérieure de la zone euro se redresserait graduellement; en moyenne annuelle, elle augmenterait de 4,6 p.c., après un accroissement de 2,8 p.c. l'année précédente.

Dans la prolongation du ralentissement observé à la fin de 2002, l'activité dans la zone euro devrait encore être faible au premier semestre de 2003. Outre la détérioration de la confiance des agents économiques, au plus fort de la crise irakienne, et la hausse concomitante des prix pétroliers, les efforts des entreprises pour améliorer leur position bilantaire et leur rentabilité, en réduisant l'investissement et l'emploi, ont sans doute pesé sur les dépenses intérieures. Les exportations seraient pour leur part freinées par la faiblesse de la demande extérieure et l'appréciation de l'euro. Une reprise modérée est attendue dans la seconde partie de l'année et en 2004, en raison du renforcement de la demande extérieure et d'une progression lente de l'investissement et de la consommation, lorsque les perspectives s'éclairciront peu à peu pour les entreprises et les particuliers. Au total, la croissance du PIB s'établirait entre 0,4 et 1 p.c. en 2003, contre 0,9 p.c. en 2002.

**TABLEAU 2 PROJECTIONS DE L'EUROSYSTÈME**

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

	Zone euro		p.m. : Belgique	
	2002	2003	2002	2003
Inflation (IPCH) .....	2,3	1,8 – 2,2	1,6	1,2
PIB en volume .....	0,9	0,4 – 1,0	0,7	1,0
dont :				
Consommation privée .....	0,6	1,2 – 1,6	0,6	1,2
Consommation publique .....	2,8	0,7 – 1,6	1,6	2,0
Formation brute de capital fixe .....	-2,7	-1,3 – 0,9	-2,4	-0,4
Exportations .....	1,2	0,5 – 3,4	-0,5	1,3
Importations .....	-0,5	1,6 – 5,0	-0,1	1,6

Sources : BCE, BNB.

L'inflation mesurée sur la base de l'IPCH devrait reculer progressivement dans le courant de 2003, sous l'effet principalement de la diminution des prix des produits énergétiques consécutive à la baisse en mars et avril des cotations du pétrole et à l'appréciation de l'euro. Les pressions d'origine intérieure demeureraient stables en 2003, avant de se réduire. Au total, l'inflation dans la zone euro devrait se situer entre 1,8 p.c. et 2,2 p.c. en 2003, contre 2,3 p.c. en 2002.

Les projections relatives à la zone euro, et celles pour la Belgique présentées dans les parties suivantes, doivent être considérées comme le résultat le plus probable étant donné les hypothèses sur lesquelles elles sont fondées. La fin de la guerre en Irak a réduit les incertitudes géopolitiques, et les effets qu'elles entraînent sur l'inflation et l'activité, à travers notamment les prix pétroliers et la confiance des agents économiques. Néanmoins, différents facteurs de risque continuent de peser sur les prévisions. Sur le plan externe, une correction soudaine et brutale du déficit courant américain, accompagnée d'une dépréciation importante du dollar, affecterait négativement la croissance dans la zone euro. Sur le plan interne, l'ampleur d'éventuels ajustements encore à réaliser par les entreprises pour rétablir leur rentabilité et leur position bilantaire pourrait conduire à des réductions d'emplois ou d'investissements plus importantes que prévu, qui entraveraient la demande intérieure. S'ils se concrétisent, ces facteurs, en particulier l'appréciation supplémentaire de l'euro, mais aussi la faiblesse de l'activité dans la zone, pèseraient sur l'inflation.

## 2. Activité, emploi et demande

### 2.1 Vue d'ensemble de l'activité

Sur l'ensemble de l'année 2002, l'activité économique en Belgique a crû de 0,7 p.c., un résultat aussi faible que celui de 2001, année pendant laquelle la croissance annuelle du PIB s'était établie à 0,8 p.c. En 2003, l'activité évoluera dans le contexte d'une croissance atone, les perspectives de reprise dans la zone euro ayant de nouveau été reportées, ce qui pèse sur le comportement et la confiance des agents économiques. Le PIB augmenterait de 1 p.c. en moyenne annuelle.

Ainsi, le *capital-output ratio*, qui exprime en pourcentage du PIB le stock de capital dans les entreprises, a augmenté depuis le début de 2001, en raison du ralentissement de la croissance. Depuis le dernier trimestre de cette même année, il se situe à un niveau supérieur à la trajectoire de référence basée sur le PIB tendanciel, en dépit d'une adaptation rapide par les entreprises, à savoir dès le deuxième trimestre de 2001, du rythme de croissance des investissements. Dans le même temps, le degré d'utilisation des capacités de production dans l'industrie manufacturière a sensiblement diminué, pour atteindre en avril 2003 son niveau le plus bas depuis 1994. Le stock de capital devrait donc être suffisant pour assurer la reprise de l'activité attendue dans la seconde



moitié de 2003. Les entreprises ne devraient dès lors accélérer leurs investissements que plus tard, lorsque la reprise se confirmera.

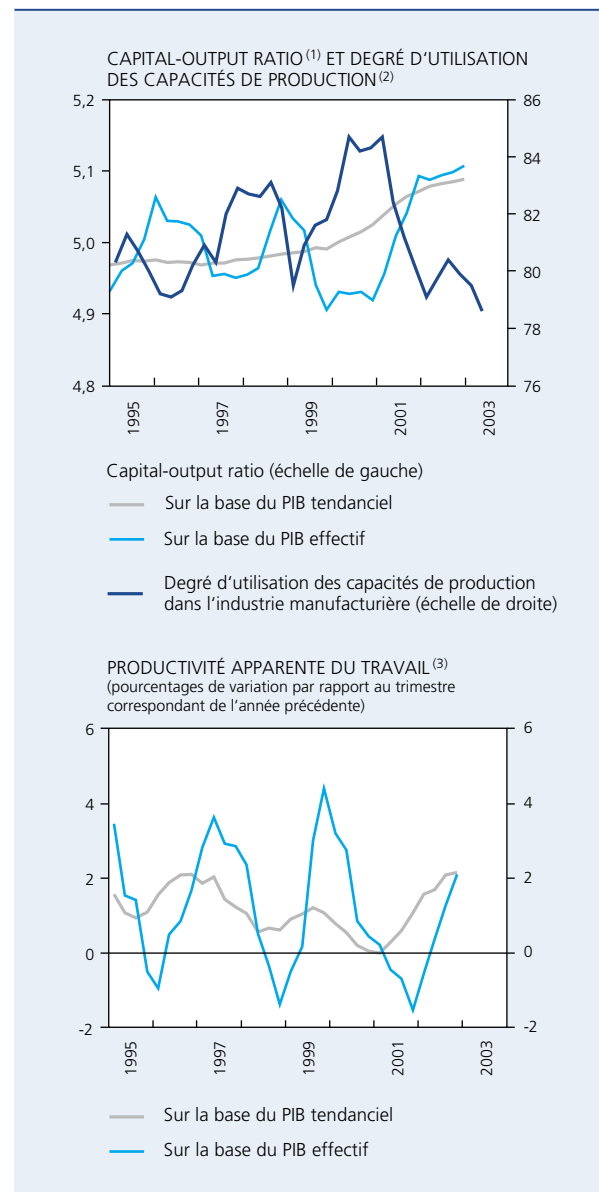
Sur le plan de l'emploi, les ajustements rendus nécessaires par l'atonie de l'activité ont dans un premier temps été reportés, donnant lieu à un phénomène de rétention de main d'œuvre en 2001. La productivité apparente du travail a ainsi diminué au cours de cette même année, avant d'enregistrer des gains croissants en 2002, à la suite des réductions d'emplois opérées dans le courant de cette année. Dans la mesure où l'emploi, qui s'adapte toujours avec un certain retard au volume de l'activité, devrait continuer à baisser pendant une partie de l'année 2003, des gains de productivité devraient encore être enregistrés cette année.

En 2001 et 2002, les entreprises ont donc déjà procédé à des ajustements de leurs facteurs de production afin de restaurer leur rentabilité, mise à mal par des pressions tant sur les prix que sur les volumes de vente. L'ampleur des éventuels ajustements encore à réaliser, avant que la relance de l'activité dans la zone euro prévue dans la seconde partie de l'année ne se concrétise, reste cependant incertaine.

Dans ce contexte, et sur la base des informations déjà disponibles, les perspectives pour le début de l'année 2003 demeurent maussades. En effet, le ralentissement de la croissance du PIB au dernier trimestre de 2002, à 0,3 p.c. contre 0,4 ou 0,5 p.c. lors des trois trimestres précédents, trouve un certain prolongement dans l'évolution des indicateurs issus des enquêtes de conjoncture de la Banque au cours des premiers mois de 2003. Ainsi, l'indicateur de conjoncture a continué à s'inscrire dans la tendance baissière observée depuis la mi-2002, l'indicateur brut rejoignant son bas niveau de la fin de 2001. Tant les secteurs de l'industrie manufacturière et du commerce que celui des services aux entreprises ont été touchés; dans ce dernier secteur l'indicateur de conjoncture, qui n'est pas repris dans la courbe synthétique, a même atteint en mars un plancher depuis le lancement de l'enquête en juin 1994. Autour de cette tendance à la baisse, qui se traduit dans les évolutions de l'indicateur synthétique lissé, les résultats de l'enquête ont été relativement volatils d'un mois à l'autre, témoignant de l'incertitude des chefs d'entreprise quant aux perspectives économiques. Enfin, la morosité de l'activité, illustrée par l'évolution des indicateurs de conjoncture, se reflète aussi dans la faiblesse des chiffres de la production industrielle, laquelle a, en février et mars 2003, baissé en rythme annuel pour la première fois depuis le premier trimestre de 2002.

Dans le prolongement de la tendance entamée en 2002, la confiance des consommateurs s'est également considérablement dégradée durant les trois premiers mois de l'année en cours, avant cependant de rebondir en avril et en mai. Le déroulement du conflit en Irak étant vraisemblablement à l'origine de ces soubresauts, il n'est pas exclu que l'apaisement des tensions géopolitiques ait annulé la baisse la plus récente de la confiance des ménages. La

GRAPHIQUE 7 FACTEURS DE PRODUCTION



Sources : ICN, BNB.

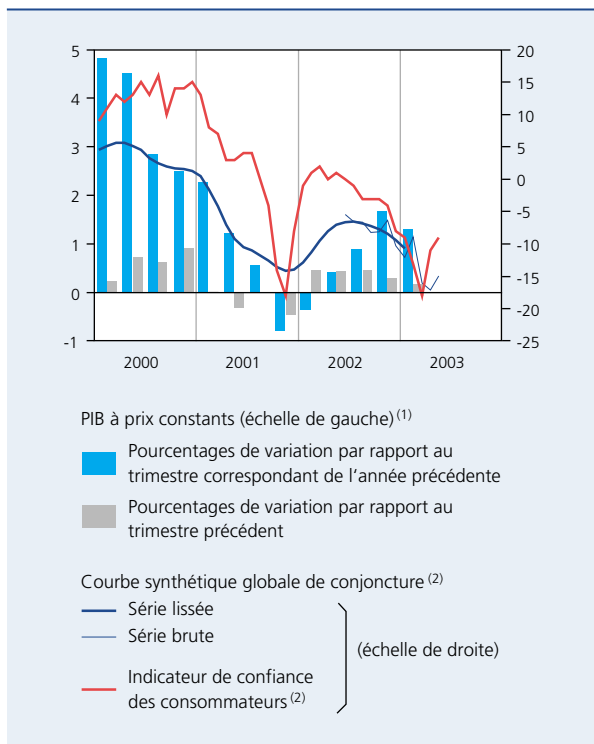
(1) Stock de capital dans les entreprises en proportion du PIB effectif ou du PIB tendanciel. Ce dernier est obtenu en appliquant la méthode de filtrage dite de Hodrick-Prescott au PIB effectif, corrigée pour éviter notamment le biais de fin de période qui lui est inhérent.

(2) Données corrigées des variations saisonnières.

(3) Calculée en rapportant le PIB effectif ou tendanciel (obtenu comme indiqué dans la note 1) à l'emploi intérieur total, mesuré au moyen du nombre de personnes occupées. Données corrigées des variations saisonnières et des effets de calendrier.



**GRAPHIQUE 8 PIB ET INDICATEURS DE CONJONCTURE**



Sources : ICN, BNB.

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

(2) Données corrigées des variations saisonnières.

détérioration de la confiance par rapport au niveau du début de 2002 demeure cependant importante; elle résulte entre autres d'une appréciation plus défavorable des perspectives de l'emploi. L'évolution de ces dernières au cours de 2003 sera dès lors déterminante.

Au total, après un début d'année modeste et encore incertain, une reprise de l'activité peut être attendue, principalement au second semestre, auquel cas la croissance annuelle du PIB s'établirait à 1 p.c. en 2003, soit légèrement plus que la hausse de 0,7 p.c. enregistrée en 2002, grâce à un acquis de croissance nettement plus favorable pour l'année en cours. Cette estimation repose sur plusieurs conditions relatives à l'environnement extérieur de la Belgique, au premier rang desquelles figurent l'amélioration de la conjoncture internationale et des échanges extérieurs, principalement au sein de la zone euro, la stabilisation des prix du pétrole à un niveau plus bas qu'au début de 2003, et l'atténuation des incertitudes sur les marchés financiers. Ces conditions constituent le prérequis d'un rétablissement généralisé de la confiance et, en réduisant la probabilité d'ajustements non anticipés des facteurs de production, elles permettraient une relance

suffisamment rapide des investissements des entreprises et des créations d'emplois, et de ce fait le maintien de la consommation privée. Avec une contribution de 0,6 p.c., cette dernière devrait d'ailleurs constituer le principal relais de la croissance du PIB en 2003.

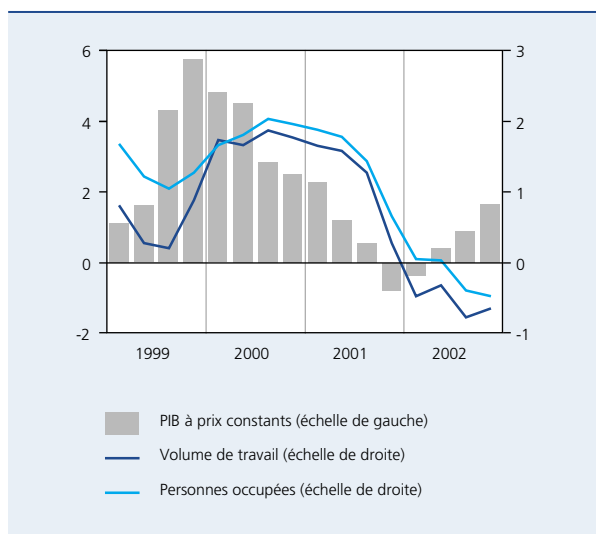
## 2.2 Emploi

En dépit de l'augmentation du contenu en emploi de la croissance, qui a été observée depuis le milieu des années nonante, la reprise de l'activité en 2002, après le recul enregistré dans le courant de 2001, ne semble pas avoir été suffisante pour inverser la dynamique de suppressions nettes de postes de travail. Le nombre de personnes occupées dans l'industrie a fortement reculé tout au long de l'année; dans la construction, l'emploi a diminué à partir du deuxième trimestre de 2002 et il a stagné, voire légèrement reculé, dans certaines branches des services, notamment les services financiers, particulièrement intensives en main-d'œuvre et jusqu'ici relativement préservées des aléas de la conjoncture.

Cette phase d'ajustement ne semble pas encore être arrivée à son terme, comme en témoigne la détérioration ininterrompue depuis le début de 2003 des perspectives de l'emploi telles qu'elles ressortent des enquêtes de conjoncture. Selon les statistiques de l'ONEM, le nombre de chômeurs complets indemnisés de courte durée (moins d'un an de chômage) continue d'ailleurs de progresser. En mars

**GRAPHIQUE 9 ACTIVITÉ ÉCONOMIQUE ET EMPLOI**

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



Sources : ICN ; INS ; ONEM ; SPF Emploi, Travail et Concertation sociale ; BNB.

2003, ils étaient 170.800, contre 154.300 un an auparavant; toutefois, un ralentissement du rythme de croissance est perçu depuis décembre 2002. Symptomatiquement, le chômage de longue durée a de nouveau augmenté en avril 2003, contrairement aux mois précédents; la croissance se chiffre à 2,3 p.c. par rapport à avril 2002. Par ailleurs, au cours des quatre premiers mois de l'année, 9.800 emplois ont été perdus à la suite de faillites, ce qui représente une augmentation de 2.450 unités par rapport à la même période de 2002, en raison notamment de la cessation d'activités de plusieurs entreprises de plus de 50 travailleurs, alors qu'au début de la phase de ralentissement, ce sont principalement les petites entreprises qui étaient affectées. Enfin, le volume des heures prestées par les travailleurs intérimaires, qui avait nettement reculé en 2001, est resté faible en 2002 et au début de 2003. Le nombre de postes vacants est, pour sa part, à nouveau en augmentation depuis décembre 2002, alors qu'il était en recul depuis mai de la même année.

Ces indicateurs ne permettent pas d'augurer la fin de la détérioration de l'emploi avant l'été. En moyenne, l'emploi intérieur diminuerait de ce fait encore en 2003, de l'ordre de 0,2 p.c., comme en 2002. Exprimées en nombre de personnes, ces évolutions correspondent à une destruction nette de 10.200 postes de travail en 2003, contre 8.500 en 2002.

Le volume de travail mis en œuvre dans l'économie, dont les variations sont plus fortes et plus rapides que celles de l'emploi, amorcerait toutefois une légère reprise dès le deuxième trimestre de 2003. En phase de ralentissement

conjoncturel les employeurs adaptent en effet prioritairement le volume des prestations individuelles avant de procéder à des licenciements ou au non-renouvellement de contrats temporaires. Inversement, lors d'une reprise, le délai inhérent au recrutement de personnel supplémentaire se traduit généralement par un gonflement des heures prestées par l'effectif existant. Le recours au chômage temporaire diminuerait ainsi progressivement au cours de 2003. A contrario, la généralisation de la durée conventionnelle de travail à 38 heures par semaine pour un temps plein est susceptible d'occasionner une légère baisse du volume de travail dans certaines branches d'activité. Par ailleurs, le travail à temps partiel devrait continuer de progresser, même si, dans un contexte de reprise de l'activité, il est vraisemblable que les employeurs l'encouragent moins. En moyenne, le volume total des heures ouvrées diminuerait cependant encore de 0,3 p.c., après avoir reculé de 0,6 p.c. en 2002.

La population active, formée par les personnes occupées et les personnes inoccupées qui sont à la recherche d'un emploi, devrait continuer de croître au cours de l'année 2003, d'environ 17.000 unités. Cette progression serait en partie liée à l'entrée en vigueur, à partir de juillet 2002, de l'obligation pour les chômeurs âgés de 50 à 55 ans de demeurer disponibles sur le marché du travail et de chercher activement un emploi afin de prétendre aux allocations, alors que précédemment ils pouvaient bénéficier d'une dispense d'inscription comme demandeur d'emploi. Ils sont donc désormais comptabilisés dans les statistiques

**TABLEAU 3 EMPLOI ET CHÔMAGE**

(pourcentages de variation annuelle moyenne, sauf mention contraire)

	1998	1999	2000	2001	2002	2003 e
<b>Emploi</b>						
Personnes occupées . . . . .	1,8	1,3	1,9	1,4	-0,2	-0,2
dont : Salariés du secteur privé . . . . .	2,6	1,7	2,9	2,5	-0,4	-0,3
Volume de travail . . . . .	1,5	0,5	1,8	1,2	-0,6	-0,3
dont : Salariés du secteur privé . . . . .	2,3	0,9	2,9	2,2	-0,9	-0,4
Taux d'emploi harmonisé <sup>(1)</sup> . . . . .	57,3	59,3	60,5	59,9	59,8	59,5
Taux d'emploi administratif <sup>(2)</sup> . . . . .	59,9	60,6	61,7	62,2	61,9	61,5
<b>Chômage</b>						
Demandeurs d'emploi inoccupés <sup>(3)</sup> . . . . .	-29	-33	-33	-5	22	27
Taux de chômage harmonisé <sup>(4)</sup> . . . . .	9,3	8,6	6,9	6,7	7,3	7,7

Sources : CE; ICN; INS; ONEM; SPF Emploi, Travail et Concertation sociale; BNB.

(1) Données des enquêtes sur les forces de travail: au deuxième trimestre pour 1998; moyennes annuelles pour 1999 à 2001 et des trois premiers trimestres pour 2002.

(2) Taux calculé sur la base de l'emploi selon les comptes nationaux.

(3) Chômeurs complets indemnisés et autres demandeurs d'emploi inscrits obligatoirement ou librement. Variations annuelles en milliers de personnes.

(4) Chômage en pourcentage de la population active. Données des enquêtes sur les forces de travail.

du chômage et intégrés à la population active. Poursuivant son ascension, entamée au quatrième trimestre de 2001, le nombre de demandeurs d'emploi inoccupés augmenterait de 27.000 unités en 2003. Le taux de chômage harmonisé, déterminé à partir des résultats des enquêtes sur les forces de travail, s'établirait à 7,7 p.c. de la population active en moyenne en 2003, en hausse de 0,4 point de pourcentage par rapport à l'année précédente.

### 2.3 Évolution attendue des principales catégories de dépenses

En raison de l'atonie de l'activité dans la zone euro et en Belgique, aucune des composantes de la demande, intérieure ou extérieure, ne devrait tirer la croissance en 2003.

La consommation privée devrait croître de 1,2 p.c. en 2003, un taux comparable à celui de l'année précédente si on exclut l'effet des adaptations purement statistiques réalisées en 2002 en raison du reclassement par l'ICN des entreprises publiques de radiotélévision du secteur des sociétés dans celui des pouvoirs publics. Elle augmenterait ainsi un peu moins rapidement que le revenu disponible, le taux d'épargne progressant de 16 p.c. en 2002 à 16,2 p.c. en 2003.

L'incertitude importante qui avait affecté la confiance des ménages au dernier trimestre de 2001 puis de nouveau, après une embellie passagère, de manière croissante depuis la mi-2002, devrait quelque peu s'estomper en

2003, principalement à la suite de l'apaisement des tensions géopolitiques. L'indicateur de confiance des ménages, après avoir enregistré une baisse ininterrompue depuis le mois de juin 2002, et même une forte chute au début de l'année sous revue, s'est d'ailleurs redressé en avril et en mai; il s'établissait toutefois toujours à un niveau inférieur à celui atteint dans la première moitié de 2002. La dissipation des incertitudes contribuerait à ramener la hausse du taux d'épargne à 0,2 point, après une progression de 1 point en 2002. Elle restera toutefois dans un premier temps freinée par la situation sur le marché du travail, qui ne devrait pas s'améliorer avant la deuxième partie de l'année.

Le recul de l'emploi pèsera également de manière directe, comme l'année précédente, sur les salaires et traitements. Le ralentissement de la croissance de ceux-ci, qui représentent près de 70 p.c. du revenu primaire des ménages, de 3,9 p.c. en 2002 à 1,9 p.c. en 2003, résulterait toutefois principalement de l'évolution des rémunérations par personne. En effet, à la suite de l'application de l'accord interprofessionnel portant sur les années 2003 et 2004, les augmentations conventionnelles réelles devraient être faibles au cours de la première année; l'indexation des salaires resterait pour sa part modérée. À l'inverse, les mesures d'allègement fiscal contribueront à soutenir le revenu disponible des particuliers. En termes nominaux, celui-ci augmenterait de 3 p.c. en 2003, contre une progression de 3,7 p.c. l'année précédente.

Après deux années consécutives de baisse, les dépenses en logements des ménages devraient progresser de 1,1 p.c. en termes réels en 2003. L'indicateur que cons-

**TABLEAU 4** REVENU DISPONIBLE BRUT DES PARTICULIERS À PRIX COURANTS  
(pourcentages de variation par rapport à l'année précédente)

	1998	1999	2000	2001	2002 e	2003 e
Revenu primaire brut	3,2	3,6	5,3	3,5	2,8	2,0
dont :						
Salaires et traitements	3,4	5,2	4,6	5,2	3,9	1,9
Rémunérations par personne	1,0	3,4	2,1	3,2	4,0	2,1
Emploi	2,4	1,8	2,5	1,9	-0,1	-0,2
Transferts courants <sup>(1)</sup>	5,8	4,9	6,5	5,7	-1,1	-2,7
dont :						
Impôts courants sur le revenu et le patrimoine	3,7	1,9	6,2	5,2	2,6	-0,2
Revenu disponible brut	2,7	3,4	5,1	3,0	3,7	3,0
<i>p.m. À prix constants<sup>(2)</sup></i>	1,6	2,1	2,7	0,5	1,8	1,4

Sources : ICN, BNB.

(1) 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.

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

**TABLEAU 5** PIB ET PRINCIPALES CATÉGORIES DE DÉPENSES AUX PRIX DE 1995  
(pourcentages de variation par rapport à l'année précédente, données corrigées des effets de calendrier)

	1998	1999	2000	2001	2002	2003 e
Dépenses de consommation finale des particuliers . . . . .	3,0	2,2	3,3	1,0	0,6 <sup>(2)</sup>	1,2
Logements . . . . .	0,1	5,7	0,8	-2,0	-2,9	1,1
Dépenses de consommation finale des administrations publiques . . . . .	1,1	3,5	2,4	2,1	1,6 <sup>(2)</sup>	2,0
Formation brute de capital fixe des pouvoirs publics . . . . .	-0,1	19,4	1,9	-11,7	14,4	1,7
Formation brute de capital fixe des entreprises . . . . .	4,8	2,5	4,2	2,9	-4,0	-1,2
Variations des stocks <sup>(1)</sup> . . . . .	0,5	-0,6	0,2	-0,5	0,9	0,2
Total des dépenses intérieures . . . . .	3,2	2,4	3,3	0,5	1,1 <sup>(2)</sup>	1,3
Exportations nettes de biens et services <sup>(1)</sup> . . . . .	-0,9	0,9	0,5	0,3	-0,4	-0,2
Exportations . . . . .	5,6	5,3	8,5	1,2	-0,5	1,3
Importations . . . . .	7,4	4,3	8,3	0,8	-0,1	1,6
PIB . . . . .	2,1	3,2	3,7	0,8	0,7 <sup>(2)</sup>	1,0

Sources : ICN, BNB.

(1) Contribution à la variation du PIB.

(2) Ces chiffres sont influencés par la reclassification en 2002 des entreprises publiques de radiotélévision du secteur des sociétés non financières dans celui des administrations publiques. Abstraction faite de cette reclassification, les dépenses de consommation finale des particuliers se sont accrues de 1,1 p.c. en 2002, celles des administrations publiques de 0,9 p.c., les dépenses intérieures de 1,2 p.c. et le PIB de 0,8 p.c.

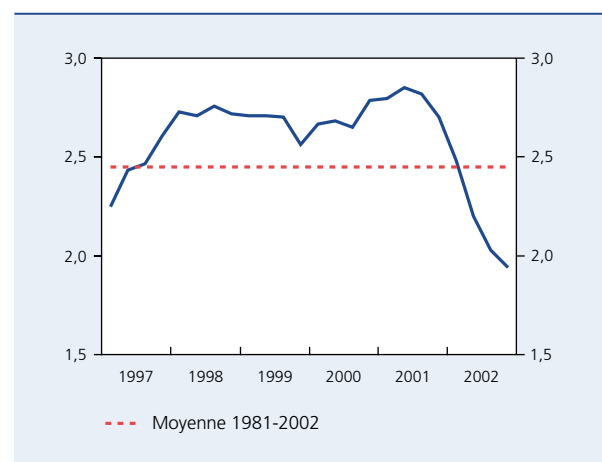
titue le volume de projets définitifs passés auprès des architectes, décalé de trois trimestres afin de tenir compte des délais inhérents aux mises en chantier effectives, a en effet montré une légère reprise. La baisse des taux hypothécaires survenue dans le second semestre de 2002 et qui s'est poursuivie au début de 2003 constitue un facteur favorable aux dépenses en logements. L'incertitude qui subsiste et les perspectives moroses en matière d'emploi pour 2003 continuent néanmoins à peser sur les investissements des ménages.

Les dépenses de consommation publique, dont la hausse en 2002 avait été contenue grâce à l'évolution modérée des dépenses de soins de santé, augmenteraient un peu plus rapidement cette année, de 2 p.c. en volume. Les investissements publics progresseraient, quant à eux, de 1,7 p.c.

Depuis le deuxième trimestre de 2001, la croissance du stock de capital n'a cessé de ralentir, témoignant de la volonté des entreprises d'adapter leurs moyens de production à la faiblesse de la demande. L'augmentation annuelle du stock de capital est ainsi passée dans le courant de l'année 2002 au-dessous de la moyenne de la période 1981-2002. Toutefois, les capacités de production semblent toujours excédentaires, eu égard au rythme d'activité prévu pour les prochains mois; une

nouvelle baisse de la formation brute de capital fixe des entreprises est dès lors attendue en 2003. Le recul serait toutefois moins fort qu'en 2002, se chiffrant à 1,2 p.c., contre 4 p.c. l'année précédente, ou respectivement

**GRAPHIQUE 10** STOCK DE CAPITAL DES ENTREPRISES<sup>(1)</sup>  
(pourcentages de variation par rapport au trimestre correspondant de l'année précédente)



Sources : ICN, BNB.

(1) Stock de capital net, c'est-à-dire stock de capital après déduction de la dépréciation cumulée, à la suite d'usure et d'obsolescence, subie par les biens d'investissement tout au long de leur durée de vie.

0,9 p.c. et 3,7 p.c., si on exclut les nouvelles opérations prévues d'achat de bâtiments publics, après celles réalisées les deux années précédentes. Ces opérations sont estimées à 100 millions d'euros en 2003.

Le redressement des investissements ne devrait se manifester que lorsque les perspectives de la demande s'amélioreront de manière durable pour les entreprises. Pour le reste, les autres conditions d'une telle reprise semblent se réaliser. Le niveau des taux des crédits d'investissement est relativement favorable par rapport à celui qui prévalait en 2002, et la progression du coût des biens d'investissement, tel que mesuré par le déflateur de la formation brute de capital fixe dans les comptes nationaux, est limitée depuis plusieurs années. En outre, la rentabilité opérationnelle des entreprises, qui s'était détériorée en 2001 et en 2002, devrait se redresser fortement en 2003, entraînant un rétablissement des possibilités de financement interne.

L'excédent brut d'exploitation des sociétés devrait en effet progresser de près de 10 p.c. en 2003, après avoir enregistré un recul cumulé de 3 p.c. au cours des deux années précédentes. L'expansion du volume des ventes, tant sur le marché intérieur qu'à l'exportation et, surtout, l'élargissement de la marge brute d'exploitation par unité produite participeraient à cette amélioration.

Des gains des termes de l'échange devraient de nouveau être enregistrés en 2003, en raison d'une baisse plus importante des prix à l'importation qu'à l'exportation; ils seraient même un peu plus élevés que l'année précédente. L'amélioration de la marge unitaire trouve toutefois principalement son origine dans l'évolution favorable des prix et des coûts intérieurs, contrairement à l'année précédente. D'une part, les prix de vente sur le marché intérieur devraient croître plus rapidement qu'en 2002 et, d'autre part, la hausse des coûts unitaires d'origine intérieure devrait se ralentir principalement en raison de la décélération, après deux années de hausse assez soutenue, des coûts salariaux par unité produite. Les gains de productivité ont été en 2002 à l'origine de la décélération. Celle-ci serait renforcée en 2003 du fait de la faible hausse des coûts salariaux par personne, comme cela est détaillé dans la section 3.2.

Le mouvement de réduction des stocks observé en 2001 et au premier semestre de 2002, s'est brutalement retourné au second semestre. Sur la base des résultats de l'enquête de conjoncture menée auprès des entreprises de l'industrie manufacturière, il apparaît d'ailleurs que la reconstitution a été en partie involontaire, résultant de la faiblesse de l'activité à la fin de 2002 et au début de 2003. Elle devrait par conséquent se ralentir cette année, de sorte que la contribution annuelle de la variation des stocks à la croissance devrait s'élever à 0,2 p.c., contre 0,9 p.c. en 2002.

**TABLEAU 6 DÉTERMINANTS DE L'EXCÉDENT BRUT D'EXPLOITATION DES SOCIÉTÉS**

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

	1998	1999	2000	2001	2002	2003 e
Marge brute d'exploitation par unité vendue <sup>(1)</sup> . . . . .	2,3	-0,3	1,2	-1,4	-2,5	8,3
Prix de vente unitaire <sup>(1)</sup> . . . . .	-0,2	1,0	6,3	1,5	-0,2	0,6
Sur le marché intérieur <sup>(1)</sup> . . . . .	0,8	2,1	2,7	1,6	0,5	1,8
À l'exportation . . . . .	-1,1	0,0	9,7	1,4	-0,8	-0,4
Coût par unité vendue <sup>(1)</sup> . . . . .	-0,5	1,2	7,0	1,9	0,1	-0,4
Biens et services importés <sup>(2)</sup> . . . . .	-2,3	0,7	11,8	1,4	-1,9	-1,9
Coût d'origine intérieure par unité produite <sup>(1)(3)</sup> . . . . .	0,3	1,7	0,4	2,6	2,8	1,4
dont : Coûts salariaux unitaires . . . . .	0,6	1,5	0,0	3,9	2,7	0,7
Ventes finales à prix constants <sup>(4)</sup> . . . . .	4,6	3,8	6,3	0,9	0,1	1,3
Sur le marché intérieur <sup>(1)</sup> . . . . .	3,4	2,5	4,4	0,6	0,7	1,3
À l'exportation . . . . .	5,9	5,0	8,2	1,1	-0,4	1,4
Excédent brut d'exploitation des sociétés . . . . .	7,0	3,4	7,6	-0,6	-2,4	9,8

Sources : ICN, BNB.

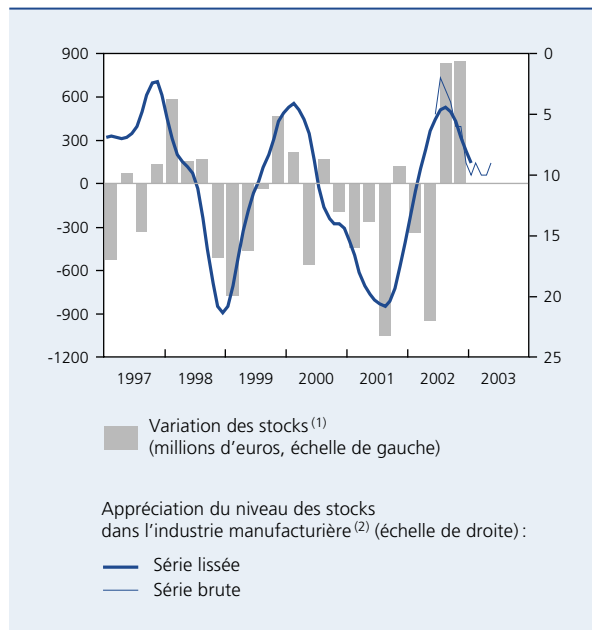
(1) Y compris les variations de stocks.

(2) Exprimés en monnaie nationale.

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

(4) Données non corrigées des effets de calendrier.

GRAPHIQUE 11 ÉVOLUTION DES STOCKS À PRIX CONSTANTS



Sources : ICN, BNB.

- (1) Série corrigée des variations saisonnières et des effets de calendrier.  
(2) Question de l'enquête mensuelle de conjoncture : une valeur élevée indique qu'une proportion importante d'entreprises interrogées rapporte que le niveau des stocks est supérieur à la normale. Séries corrigées des variations saisonnières.

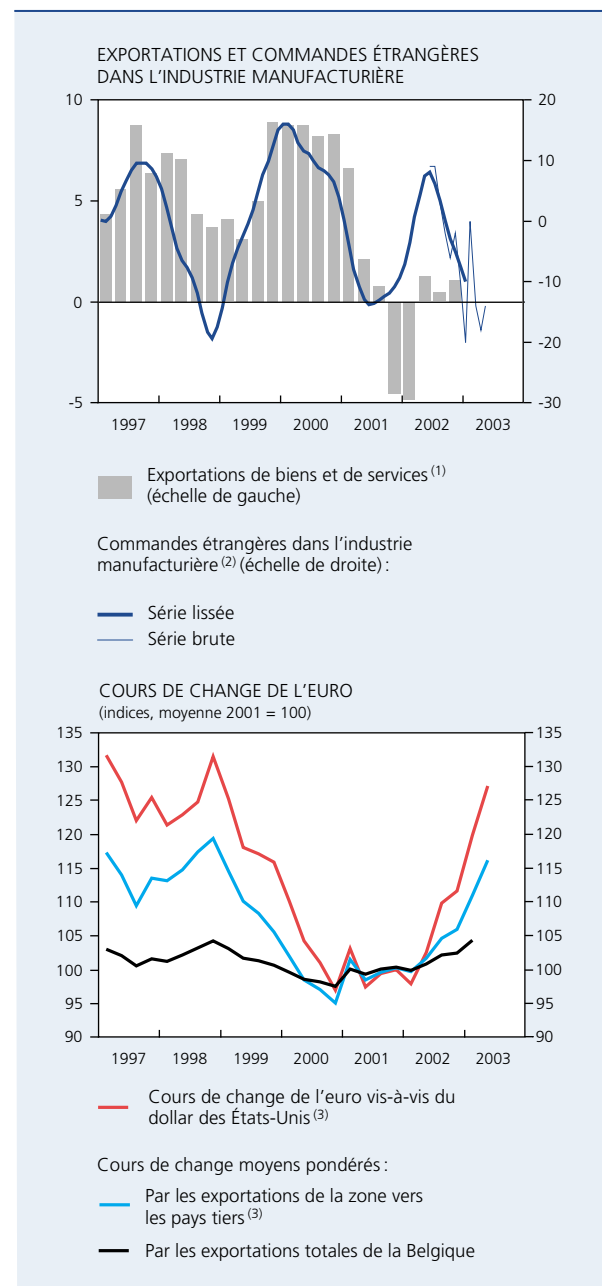
La hausse des marchés à l'exportation, dont l'évolution se reflète assez fidèlement dans celle de l'indicateur de l'enquête de conjoncture relatif aux commandes étrangères dans l'industrie manufacturière, s'est ralentie au cours du deuxième semestre de 2002 ainsi qu'au début de 2003. Ce ralentissement, combiné à l'appréciation de l'euro enregistrée depuis la fin de 2001, a pesé sur les exportations de biens et services au cours de l'année dernière. Si le second facteur agit encore en 2003, le renforcement progressif du commerce international attendu dans le courant de l'année devrait bénéficier aux exportations, qui augmenteraient de 1,3 p.c., après une contraction de 0,5 p.c. en 2002.

L'appréciation de l'euro entraîne de manière mécanique un renchérissement relatif des biens et services produits dans la zone euro. Elle pèse dès lors sur la compétitivité, risquant de réduire les parts de marché au bénéfice des producteurs des pays tiers. En outre, par effet de retour, elle pèse sur l'activité au sein de la zone, et donc sur les débouchés des exportateurs belges.

L'euro s'est apprécié de quelque 30 p.c. vis-à-vis du dollar des États-Unis entre 2001 et la mi-mai 2003, revenant ainsi à un niveau comparable à celui qui prévalait lors du lancement de la monnaie unique, début 1999, ainsi qu'en moyenne au cours des deux années précédentes.

Le mouvement a été moins prononcé vis-à-vis des autres monnaies, notamment la livre sterling et le yen. Le cours de change effectif de l'euro, calculé en utilisant le poids des différents marchés externes dans les exportations de la zone, s'est accru de près de 20 p.c. entre 2001 et la

GRAPHIQUE 12 EXPORTATIONS, COMMANDES ÉTRANGÈRES DANS L'INDUSTRIE MANUFACTURIÈRE ET COURS DE CHANGE



Sources : BCE, CE, ICN, BNB.

- (1) Pourcentages de variation par rapport à la période correspondante de l'année précédente, données corrigées des variations saisonnières et des effets de calendrier.  
(2) Série corrigée des variations saisonnières.  
(3) Données arrêtées au 22 mai 2003. La moyenne pour le deuxième trimestre 2003 a été calculée en supposant une stabilisation des cours au dernier niveau observé.

mi-mai 2003. L'indicateur comparable pour la Belgique, établi par la CE en tenant compte également du poids des échanges avec des partenaires de la zone, montre une augmentation de 4 p.c. entre la moyenne enregistrée en 2001 et le premier trimestre de 2003.

Sous l'influence conjuguée de la reprise des exportations et de la demande intérieure, la croissance des importations devrait, quant à elle, redevenir positive en 2003, à 1,6 p.c. après s'être inscrite en léger recul de 0,1 p.c. en 2002. Au total, la contribution des exportations nettes à la croissance du PIB passerait de -0,4 p.c. à -0,2 p.c.

### 3. Prix et coûts

#### 3.1 Prix

L'inflation mesurée par l'IPCH s'est élevée à 1,5 p.c. pour les quatre premiers mois de 2003, soit un pourcentage proche de celui de l'an dernier, mais considérablement inférieur à celui des deux années précédentes. Pour le reste de l'année, on s'attend à un léger ralentissement de l'inflation, qui atteindrait 1,2 p.c. pour l'ensemble de 2003.

De ce fait, pour la deuxième année consécutive, l'inflation en Belgique devrait se conformer à la stabilité des prix telle que l'Eurosystème la définit. En outre, comme en 2002, la Belgique enregistrerait ainsi un des taux d'inflation les plus faibles de l'union monétaire, sans toutefois verser dans une tendance déflationniste. Comme expliqué ci-dessous, le faible taux d'inflation prévu pour 2003 résulte en effet de facteurs temporaires, tels la répercussion de la récente chute des prix du pétrole brut et les mesures adoptées en matière de redevance radiotélévision. À cela s'ajoute l'incidence modératrice exercée par l'appréciation de l'euro, la conjoncture hésitante et le ralentissement de l'évolution des coûts salariaux. Sous l'impulsion de ces facteurs, la tendance sous-jacente de l'inflation atteindrait 1,7 p.c. au dernier trimestre de 2003.

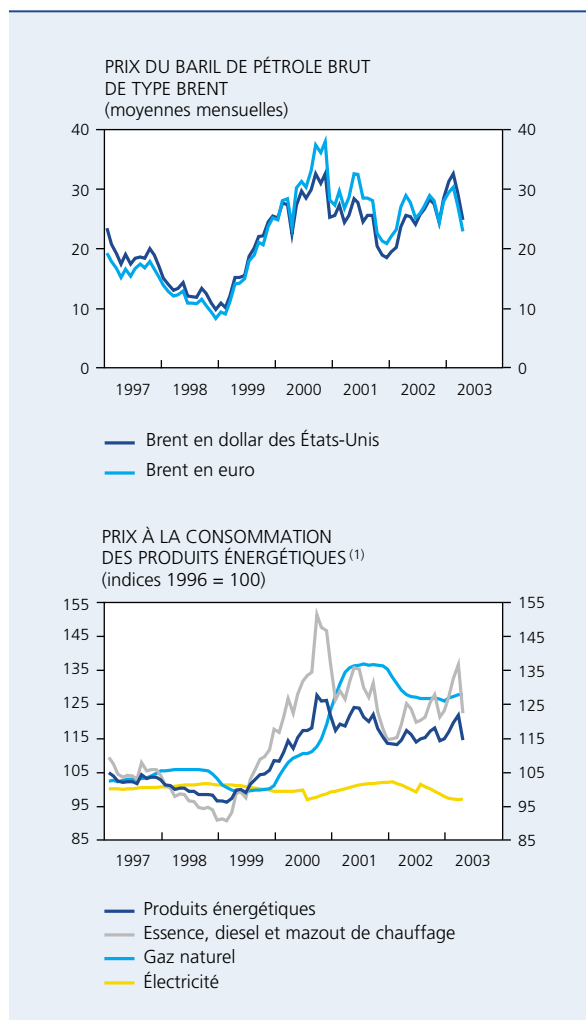
En janvier 2003, l'inflation s'élevait à 1,2 p.c., ce qui correspond à peu près au rythme moyen d'accroissement des prix au second semestre de 2002. En février et mars 2003, l'inflation a toutefois fortement progressé, atteignant respectivement 1,6 et 1,7 p.c., avant de redescendre à 1,4 p.c. en avril.

Ces mouvements sont avant tout liés à l'évolution des prix des produits énergétiques. Le cours du pétrole brut en dollar, qui a des répercussions quasi immédiates sur les prix de l'essence, du diesel et du mazout de chauffage, est à nouveau à la hausse depuis décembre 2002, à la

suite de la grève qui a paralysé la production pétrolière au Venezuela jusqu'au mois de janvier et de l'intensification des tensions liées au conflit en Irak, tensions dont le point culminant a été atteint au début du mois de mars. Toutefois, les répercussions de ces événements ont été quelque peu atténuées par l'appréciation de l'euro par rapport au dollar.

Lorsqu'il est devenu évident que la guerre en Irak serait de courte durée, les prix du pétrole brut ont reculé, pour avoisiner 25 dollars le baril en avril, un prix à peu près identique à celui prévalant un an auparavant. Compte tenu de l'appréciation de l'euro, le prix en euro du pétrole brut était, à ce moment, inférieur de 20 p.c. à celui d'avril 2002.

**GRAPHIQUE 13** PRIX DU PÉTROLE BRUT ET PRIX À LA CONSOMMATION DES PRODUITS ÉNERGÉTIQUES



Sources : CE, BNB.

(1) Mesurés sur la base de l'IPCH.



TABLEAU 7 IPCH BELGE

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

	Total							p.m. Indice-santé <sup>(3)</sup>
		Produits énergétiques	Produits alimentaires non transformés <sup>(1)</sup>	Tendance sous-jacente de l'inflation <sup>(2)</sup>				
					Produits alimentaires transformés	Biens industriels non énergétiques	Services	
1998 .....	0,9	-3,6	2,2	1,4	1,4	0,7	2,1	1,3
1999 .....	1,1	2,0	0,0	1,1	0,6	0,8	1,8	0,9
2000 .....	2,7	16,3	0,2	1,1	1,3	0,0	2,3	1,9
2001 .....	2,4	1,4	6,9	2,1	2,2	2,0	2,1	2,7
2002 .....	1,6	-3,6	3,2	2,1	1,5	1,7	2,6	1,8
2003 e .....	1,2	-1,5	1,1	1,6	n.	n.	n.	1,3
2003								
Janvier .....	1,2	3,1	-2,3	1,3	1,7	1,1	1,3	0,9
Février .....	1,6	5,7	0,3	1,4	2,8	1,2	1,1	1,3
Mars .....	1,7	6,2	-0,3	1,4	2,9	1,0	1,2	1,4
Avril .....	1,4	-2,2	0,6	2,0	3,2	0,8	2,6	1,5
Quatre premiers mois ...	1,5	3,1	-0,4	1,5	2,7	1,0	1,6	1,3

Sources : CE; SPF Économie, PME, Classes Moyennes et Énergie; BNB.

(1) Fruits, légumes, viande et poisson.

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

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

Les réductions de tarif décidées en décembre 2001 par le Comité de contrôle de l'électricité et du gaz ont provoqué dans le courant de 2002 une diminution progressive du prix de l'électricité retenu dans l'IPCH, de sorte que cette composante a enregistré une baisse assez nette sur une base annuelle au début de 2003. Bien que le gaz ait bénéficié de réductions de tarif similaires, son prix a continué de croître au cours des premiers mois de l'année, en raison de la transmission, avec un certain délai, des fluctuations des prix sur les marchés internationaux du pétrole.

Dans l'hypothèse d'un maintien du prix du pétrole brut à 24 dollars le baril environ jusqu'à la fin de l'année, et d'une stabilisation du cours de change à 1,16 dollar pour un euro, on peut s'attendre à ce que le prix des produits énergétiques soient en 2003 inférieurs de 1,5 p.c. en moyenne à ceux de 2002, alors qu'une progression de 3,1 p.c. a encore été enregistrée au cours des quatre premiers mois de 2003.

Les prix des produits alimentaires non transformés corrigés des variations saisonnières ont augmenté à un rythme modeste depuis le milieu de l'année dernière, en raison de

conditions d'offre neutres. En outre, l'incidence modératrice qui en a résulté a été amplifiée en janvier par un effet de base dû à l'augmentation importante mais temporaire des prix des légumes qui s'était produite un an plus tôt.

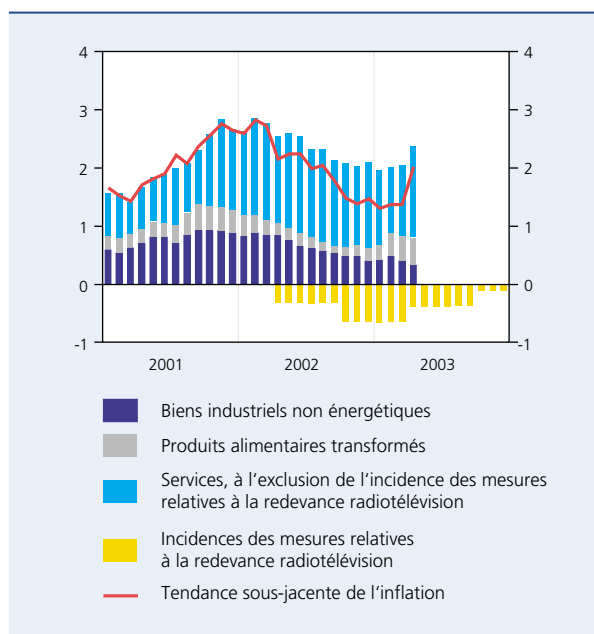
Abstraction faite des évolutions traditionnellement fort volatiles des prix des produits énergétiques et des produits alimentaires non transformés, la tendance sous-jacente de l'inflation a fortement régressé entre février et octobre 2002. Elle s'est ensuite stabilisée jusqu'en mars 2003 à un niveau d'environ 1,4 p.c. En avril, la tendance sous-jacente de l'inflation est remontée à 2 p.c.

Ces mouvements s'expliquent dans une large mesure par la suppression de la redevance radiotélévision en Flandre et à Bruxelles en 2002. Cette suppression a en effet été imputée pour une première moitié en avril 2002 et pour l'autre moitié en octobre. Son incidence à la baisse sur la tendance sous-jacente de l'inflation a été d'un peu plus de 0,3 point de pourcentage à partir d'avril 2002 et a atteint 0,7 point de pourcentage en octobre 2002. La première moitié de cet effet a disparu des chiffres de l'inflation en avril 2003. Ceci a été très partiellement



#### GRAPHIQUE 14 TENDANCE SOUS-JACENTE DE L'INFLATION

(contribution des différentes composantes en points de pourcentage)



Sources : CE, BNB.

compensé par la prise en compte dans l'IPCH, suivant des modalités analogues, de la réduction de la redevance radiotélévision en 2003 en Wallonie. En octobre 2003 la suppression de la redevance en Flandre et à Bruxelles n'aura plus aucune incidence sur les chiffres de l'inflation, tandis que la deuxième moitié de la réduction en Wallonie se fera sentir.

Même si l'on ne prend pas en compte le facteur mentionné ci-dessus, la tendance sous-jacente de l'inflation a manifestement fléchi entre février et octobre 2002. Ce mouvement a néanmoins stagné par la suite. Depuis lors, le ralentissement de l'inflation dans les services et les biens industriels non énergétiques a été plus que compensé par l'accélération du rythme d'accroissement des prix des produits alimentaires transformés. Ce dernier mouvement résulte partiellement des hausses de prix des produits du tabac décidées lors du contrôle budgétaire et appliquées en janvier et avril 2003. En outre, il semble que les prix d'un large éventail de produits alimentaires sont soumis à un mouvement de rattrapage, alors qu'ils n'avaient pratiquement pas augmenté entre la mi-2001 et la mi-2002. À ce sujet, il n'est pas exclu que l'engagement du secteur des grandes surfaces d'assurer la neutralité du passage à l'euro fiduciaire ait entraîné un rétrécissement des marges, qui ont dû être rétablies par la suite. De plus, une hausse probablement temporaire

des prix des voyages organisés a provoqué une nette hausse de l'inflation dans les services en avril 2003.

On peut considérer que ces facteurs n'exerceront qu'un effet temporaire et que la tendance sous-jacente de l'inflation, corrigée de l'incidence des mesures liées à la redevance radiotélévision, se ralentira à nouveau quelque peu vers la fin de l'année en raison de l'appréciation de l'euro et de la conjoncture toujours hésitante, qui ne devrait guère exercer de pressions sur les prix. En outre, l'évolution des prix à des stades précédant la consommation, comme les prix à l'importation ou les prix à la production industrielle, après un fort recul en 2001, demeure très faible. Par ailleurs, le rythme de hausse de l'indice-santé s'est fortement ralenti en 2002, et devrait rester modeste en 2003. Ceci renforcera le ralentissement de l'évolution des coûts salariaux et exercera par ce biais des effets de second tour, essentiellement sur l'inflation des services, où le poids des salaires dans la structure des coûts est le plus élevé. De plus, la progression plus faible de l'indice-santé donnera également lieu à des indexations moins prononcées des loyers, qui sont compris dans l'IPCH dans les services.

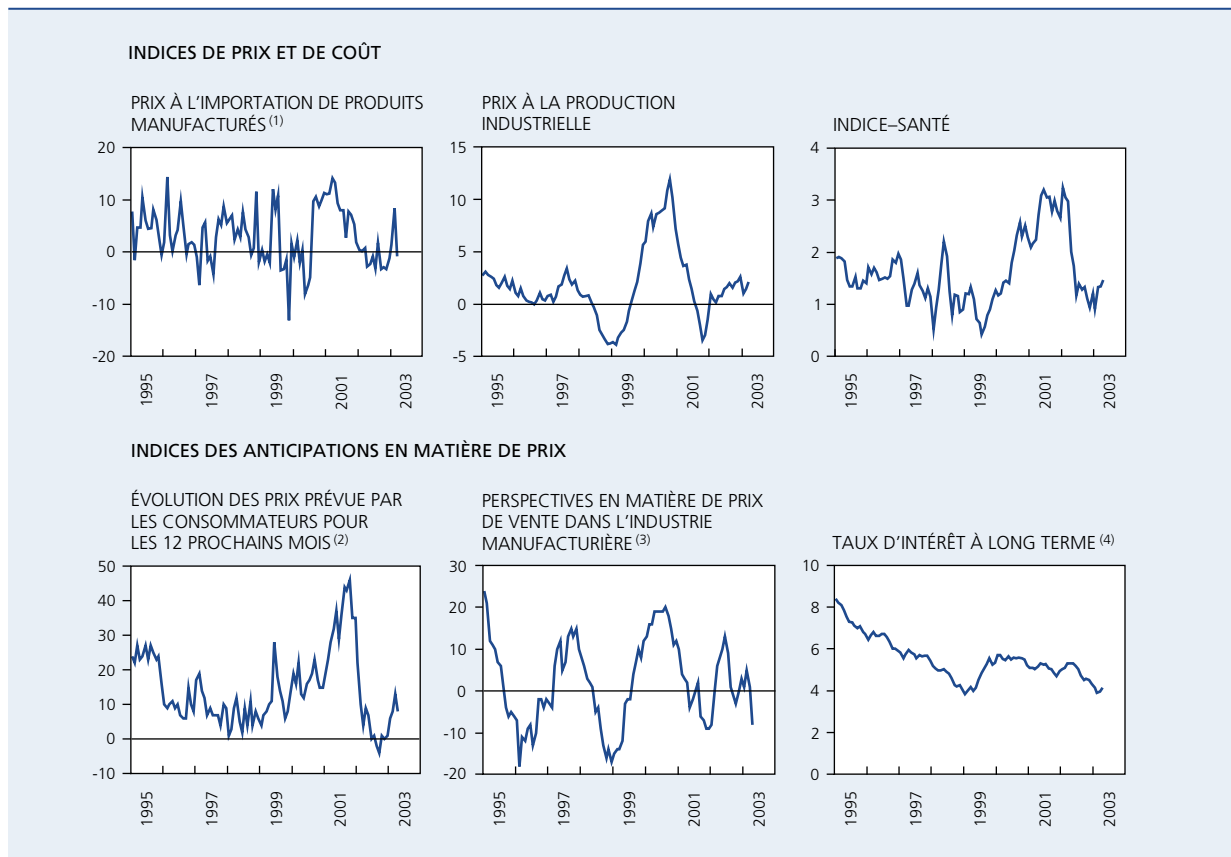
La faible inflation attendue pour 2003 est corroborée par un certain nombre d'indicateurs des anticipations d'inflation. Cela vaut tant pour les perspectives d'évolution des prix mesurées directement sur la base d'enquêtes auprès des consommateurs et des entreprises de l'industrie manufacturière, que pour les anticipations d'inflation des marchés financiers, telles qu'intégrées par exemple dans les taux d'intérêt à long terme.

### 3.2 Coûts salariaux dans le secteur privé

L'évolution des coûts salariaux dans le secteur privé au cours des années 2003 et 2004 est encadrée par l'accord interprofessionnel signé par les partenaires sociaux en décembre 2002. Selon les termes de cet accord, les coûts salariaux horaires pourront augmenter de 5,4 p.c. sur l'ensemble des deux années, soit nettement moins que la hausse totale de 6,4 p.c. admise dans le cadre de l'accord interprofessionnel portant sur les années 2001 et 2002, avec un maximum de 7 p.c. dans les secteurs exceptionnellement performants.

Cette norme, que les partenaires sociaux ont qualifiée d'indicative dans le sens où elle doit servir de référence pour les négociations au sein des comités paritaires sectoriels et d'entreprise, sans cependant représenter une borne absolue, se situe dans l'intervalle que le Secrétariat du Conseil central de l'économie avait défini dans son rapport technique de novembre 2002

**GRAPHIQUE 15 INDICATEURS DES PERSPECTIVES DE LA TENDANCE SOUS-JACENTE DE L'INFLATION**  
(pourcentages de variation par rapport au mois correspondant de l'année précédente, sauf mention contraire)



Sources : CE ; SPF Économie, PME, Classes Moyennes et Énergie ; BNB.

- (1) Prix à l'importation des produits manufacturés, à l'exclusion du diamant.  
 (2) Enquête de la CE auprès des consommateurs. Soldes des réponses positives et négatives.  
 (3) Enquête mensuelle de conjoncture de la Banque. Soldes des réponses positives et négatives.  
 (4) Niveau des taux d'intérêt à dix ans.

sur les marges maximales disponibles pour l'évolution des coûts salariaux. Le Secrétariat préconisait en effet que la hausse salariale pour la période 2003-2004 soit comprise entre 5,1 et 6 p.c., ce dernier chiffre reflétant l'augmentation attendue en moyenne dans les trois pays voisins, comme le stipule la loi de 1996 sur la promotion de l'emploi et la sauvegarde préventive de la compétitivité, après correction pour tenir compte des risques d'erreurs de prévisions dans un contexte économique et international perturbé.

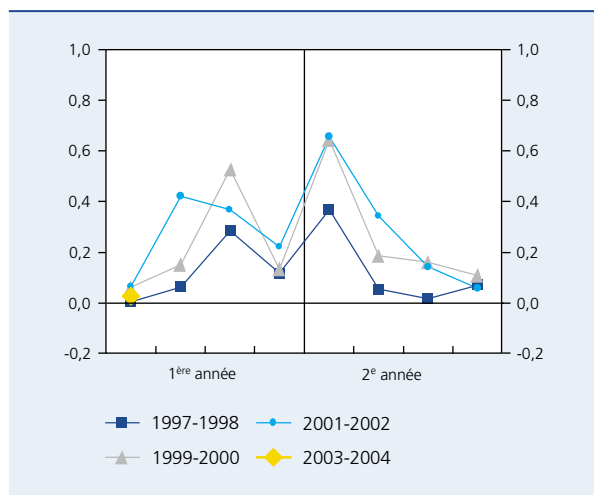
Étant donné les incertitudes qui pesaient à la fin de 2002 sur le climat conjoncturel et l'environnement international, les interlocuteurs au niveau interprofessionnel avaient explicitement appelé les négociateurs dans les secteurs et dans les entreprises à un effort de modération spécifique pour l'année 2003 et à reporter le plus possible la mise en œuvre des augmentations conventionnelles réelles de salaires sur l'année 2004.

Ces augmentations réelles sont traditionnellement plus limitées au cours de la première année d'un accord interprofessionnel, car la finalisation des négociations dans les secteurs s'échelonne sur le premier semestre de la période couverte par l'accord. Les hausses salariales réelles prévues dans les conventions sectorielles sont généralement mises en œuvre en deux vagues, la première au cours du troisième trimestre de la première année de l'accord et la seconde pendant le premier trimestre de la seconde année.

Quelques conventions sectorielles relatives à la période 2003-2004 ont d'ores et déjà été signées. Elles s'inscrivent généralement dans le respect de la norme de l'accord interprofessionnel. De plus, dans la plupart des cas, les interlocuteurs sociaux ont tenu compte de la requête formulée en matière d'échelonnement des hausses : les augmentations réelles prévues pour l'année 2003 ne se concrétiseront que tard dans l'année et leur ampleur sera généralement plus modérée que celles prévues pour

**GRAPHIQUE 16** INDICE DES AUGMENTATIONS SALARIALES CONVENTIONNELLES RÉELLES <sup>(1)</sup>

(pourcentages de variation par rapport au trimestre précédent)



Sources : SPF Emploi, Travail et Concertation sociale ; BNB.

(1) Moyenne pondérée des indices pour les ouvriers et pour les employés du secteur privé.

la moitié des hausses survenues au cours de la première année de l'accord interprofessionnel 2001-2002.

La contribution des indexations à la hausse des coûts salariaux s'élèverait, quant à elle, à 1,2 point de pourcentage, contre 2,3 points de pourcentage en 2002. Au total, la hausse nominale des salaires conventionnels, y compris les mécanismes d'indexation, atteindrait 1,7 p.c., un taux de progression proche de ceux observés au cours de la seconde moitié des années nonante, lorsque les pouvoirs publics étaient intervenus d'abord pour interdire toute augmentation conventionnelle réelle des salaires en 1995 et 1996, ensuite pour fixer la première norme salariale, qui a couvert la période 1997-1998.

Bien qu'aucune nouvelle mesure de réduction des cotisations de sécurité sociale ne soit prévue pour 2003, la hausse des coûts salariaux continuera à être ralentie au cours de l'année sous revue par les effets résiduels de l'application du programme de réduction structurelle des cotisations sociales mis en œuvre depuis 1999. Par ailleurs, mis à part la traditionnelle dérive des salaires, dont l'incidence à la hausse sur l'évolution des coûts salariaux est estimée à 0,5 point de pourcentage, les autres facteurs institutionnels, structurels et conjoncturels qui influencent la progression des salaires ne devraient, comme en 2002, jouer qu'un rôle mineur en 2003.

2004. Si les accords encore à venir sont conclus sur les mêmes bases, on peut s'attendre à ce que les adaptations réelles ne dépassent pas 0,5 point de pourcentage en 2003 pour l'ensemble du secteur privé, soit environ

**TABLEAU 8** COÛTS SALARIAUX DANS LE SECTEUR PRIVÉ <sup>(1)</sup>

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

	1998	1999	2000	2001	2002	2003 e
Coûts salariaux par heure prestée	1,3	4,5	1,9	3,1	4,2	2,0
Augmentations <sup>(1)</sup> résultant des :						
Indexations <sup>(2)</sup>	1,2	1,1	1,5	2,5	2,3	1,2
Hausse salariales conventionnelles réelles	0,7	0,5	1,3	0,8	1,5	0,5
Cotisations sociales à charge des employeurs versées aux administrations publiques	0,3	-0,5	-0,6	-0,2	0,0	-0,2
Autres facteurs <sup>(3)</sup>	-0,9	3,3	-0,2	0,0	0,4	0,4
Variation de la durée effective de travail	-0,2	-0,8	0,0	-0,3	-0,4	0,0
Coûts salariaux par personne occupée	1,0	3,7	2,0	2,8	3,7	1,9
Productivité par personne occupée	0,4	2,2	2,0	-1,0	1,0	1,3
Coûts salariaux unitaires	0,6	1,5	0,0	3,9	2,7	0,7

Sources : ICN ; INS ; ONEM ; SPF Emploi, Travail et Concertation sociale ; BNB.

(1) Contribution à l'augmentation des coûts salariaux.

(2) Augmentations salariales accordées par les entreprises au-delà des conventions collectives interprofessionnelles et sectorielles, cotisations payées au secteur privé par les employeurs, glissement des salaires résultant de changements dans la structure de l'emploi et erreurs et omissions.

Au total, la hausse des coûts salariaux horaires attendue pour 2003, soit 2 p.c., devrait rester très modérée au regard des augmentations enregistrées au cours des deux années précédentes, soit respectivement 3,1 et 4,2 p.c. en 2001 et 2002. Les coûts salariaux par personne devraient augmenter dans la même ligne que les coûts horaires. En effet, l'évolution de la durée effective de travail par personne s'avérerait neutre. D'une part, la durée conventionnelle de travail d'un travailleur occupé à temps plein continuerait de se réduire progressivement en raison du passage généralisé, à partir du 1<sup>er</sup> janvier 2003, au régime de travail hebdomadaire de 38 heures au maximum. De même, le travail à temps partiel devrait continuer sa progression, et pourrait concerner en 2003 près de 22 p.c. de la population salariée. À l'opposé, la reprise attendue de l'activité, bien que modérée, pourrait inciter les employeurs à allonger la durée effective de travail, notamment par un moindre recours au régime de chômage temporaire ou par l'augmentation des heures supplémentaires.

Après un recul de 1 p.c. en 2001, dû au retournement brutal de la conjoncture au cours de cette année, la productivité apparente du travail s'est graduellement consolidée en 2002, avec une progression moyenne de 1 p.c. Ce mouvement s'amplifierait légèrement en 2003, l'augmentation atteignant 1,3 p.c. De ce fait et compte tenu de la hausse limitée des coûts salariaux par personne, la progression des coûts salariaux unitaires devrait rester modérée, à 0,7 p.c., alors qu'elle avait été particulièrement vive au cours des deux années précédentes, atteignant 3,9 p.c. en 2001 et 2,7 p.c. en 2002.

## 4. Finances publiques

### 4.1 Solde de financement

La persistance, pour la troisième année consécutive, d'une faible conjoncture pèse sur l'évolution des finances publiques. Elle rend malaisé le respect des programmes de stabilité, établis initialement sur la base d'un contexte macroéconomique moins déprimé.

Le premier programme de stabilité établi à la fin de 1998 visait un solde proche de l'équilibre à l'horizon 2002. En 1999 et 2000, les pouvoirs publics avaient largement tiré parti d'une conjoncture plus favorable qu'anticipé pour rembourser la dette de façon accélérée, de sorte que dans les programmes suivants, les normes avaient été revues à la hausse.

Dans le programme de décembre 2000, l'objectif d'un surplus de 0,5 p.c. du PIB avait ainsi été retenu pour 2003, sous l'hypothèse d'une croissance économique réelle de 2,5 p.c. par an. Au cours des années 2001 à 2003, la croissance annuelle ne devrait toutefois atteindre que 0,8 p.c. en moyenne. L'incidence sur le solde de financement de cet environnement économique nettement plus défavorable peut être estimée à 1 p.c. du PIB au total. Dans ce contexte, l'apparition d'un déficit en 2003 était inévitable à politique inchangée, malgré une baisse des taux d'intérêt et de la charge de la dette un peu plus importante que prévu alors.

Sous réserve des incertitudes inhérentes à un exercice de prévision en cours d'année, le besoin de financement pour 2003 peut actuellement être estimé à 0,6 p.c. du PIB. Pour

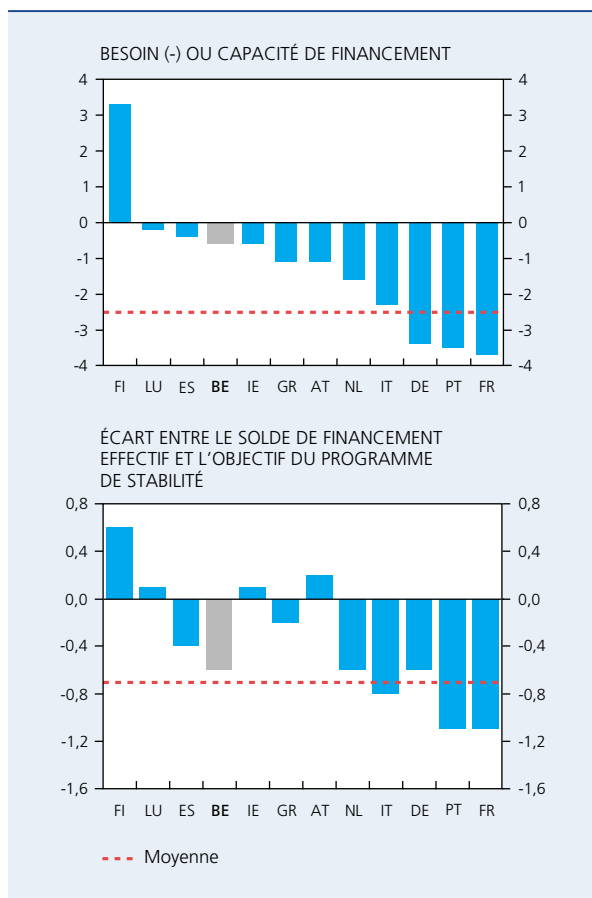
**TABLEAU 9** NORMES RELATIVES AU BESOIN (–) OU À LA CAPACITÉ DE FINANCEMENT DE L'ENSEMBLE DES POUVOIRS PUBLICS BELGES (pourcentages du PIB)

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Programme de stabilité et mises à jour successives							
Décembre 1998 .....	-1,3	-1,0	-0,7	-0,3	-	-	-
Décembre 1999 .....	-1,1	-1,1	-0,5	0,0	0,2	-	-
Décembre 2000 .....	-0,7	-0,1	0,2	0,3	0,5	0,6	0,7
Novembre 2001 .....	-0,6	0,1	0,0	0,0	0,5	0,6	0,7
Novembre 2002 .....	-0,5	0,1	0,4 <sup>(1)</sup>	0,0	0,0	0,3	0,5
<i>p.m. Réalisations</i> .....	-0,5	0,1	0,4 <sup>(1)</sup>	0,0	-0,6 e		

Sources : ICN, SPF Finances, BNB.

(1) Y compris le produit de la vente des licences UMTS; la norme budgétaire fixée pour 2001 dans la mise à jour du programme de stabilité de décembre 2000 s'entendait compte non tenu de ce produit.

**GRAPHIQUE 17 SOLDES DE FINANCEMENT DANS LES PAYS DE LA ZONE EURO EN 2003, ET ÉCARTS PAR RAPPORT À L'OBJECTIF DES PROGRAMMES DE STABILITÉ**  
(pourcentages du PIB)



Sources : CE, BNB.

la première fois, l'objectif du programme de stabilité – qui avait pourtant été ramené, en novembre 2002, d'un surplus de 0,5 p.c. à un équilibre – ne serait pas respecté.

Cet écart, attribuable principalement à la morosité de la conjoncture, n'est toutefois pas propre à la Belgique. Pour l'ensemble de la zone euro, la Commission européenne prévoit en effet, après un écart de 1,4 p.c. déjà en 2002, un dépassement de l'objectif budgétaire de 0,7 p.c. du PIB en 2003; tous les pays à l'exception de la Finlande présenteraient un déficit, et celui de la zone atteindrait 2,5 p.c. du PIB. Dans ce contexte, la Belgique affiche un résultat relativement favorable, ce qui est toutefois indispensable au vu du niveau très élevé de la dette publique.

La contraction, à hauteur de 0,6 p.c. du PIB, du solde de financement résulte de la détérioration sensible du surplus primaire, de 6,1 à 5 p.c. du PIB, qui ne serait pas totale-

ment compensée par une nouvelle réduction des charges d'intérêts, de 0,5 p.c. du PIB.

La détérioration trouve son origine dans une baisse de 0,9 p.c. du PIB du ratio des recettes, qui reviendrait à 49,5 p.c., et une légère hausse de la part des dépenses primaires, de 0,1 point de pourcentage, qui atteindrait 44,4 p.c. La mauvaise conjoncture explique à hauteur de 0,3 p.c. du PIB cette détérioration; corrigé des variations conjoncturelles, le besoin de financement ne serait que de 0,1 p.c. du PIB, un niveau toujours proche de l'équilibre, conformément au pacte de stabilité et de croissance.

La détérioration du solde primaire résulte aussi de la variation de l'incidence des facteurs non récurrents et des glissements dans la perception des impôts, qui, après avoir favorablement influencé le solde à hauteur de 0,3 p.c. du PIB en 2002, serait à peu près neutre en 2003. Le surplus primaire se détériorerait de manière structurelle de 0,5 p.c. du PIB, en raison principalement de l'effet sur les recettes de mesures prises par le gouvernement. Compte tenu de la baisse des charges d'intérêts, le besoin de financement structurel ne se dégraderait que légèrement.

## 4.2 Recettes

La part des recettes fiscales et parafiscales dans le PIB, dont la tendance légèrement baissière s'était interrompue en 2002, diminuerait de 0,9 p.c. du PIB en 2003 sous l'effet principalement des allègements de la pression sur les revenus du travail, renforcés par l'incidence de la baisse de la part des salaires dans le PIB, qui sont les revenus les plus lourdement taxés.

Les impôts sur les revenus des particuliers ont en effet été réduits, à hauteur de 0,3 p.c. du PIB, par l'effet de deux mesures de réduction intégrées le 1<sup>er</sup> janvier 2003 dans les barèmes du précompte professionnel. Il s'agit, d'une part, de la troisième et dernière étape du démantèlement de la contribution complémentaire de crise et, d'autre part, du second volet de la réforme de l'impôt des personnes physiques. Ce dernier porte principalement sur le relèvement progressif de la quotité exemptée des personnes mariées, l'élargissement graduel, dans le barème de l'impôt, des tranches de revenus taxées à 30 et 40 p.c., et la suppression du taux marginal le plus élevé.

Aux effets de la mise en œuvre de ces mesures s'ajoute, à concurrence de quelque 0,2 p.c. du PIB, l'incidence négative de la régularisation lors de l'enrôlement du trop-perçu en 2001 et 2002, en raison de l'adaptation imparfaite des barèmes du précompte professionnel à l'inflation.

**TABLEAU 10** COMPTES PUBLICS <sup>(1)</sup>  
(pourcentages du PIB)

	1998	1999	2000	2001	2002	2003 e
Recettes .....	50,0	49,6	49,5	49,8	50,4 <sup>(2)</sup>	49,5
Recettes fiscales et parafiscales .....	45,4	45,1	45,1	45,0	45,6	44,7
Autres recettes .....	4,6	4,6	4,5	4,7	4,8	4,7
Dépenses primaires .....	43,2	43,1	42,7	42,8	44,3 <sup>(2)</sup>	44,4
Solde primaire .....	6,8	6,5	6,9	7,0	6,1	5,0
Charges d'intérêts .....	7,6	7,0	6,8	6,6	6,1	5,6
Besoin (-) ou capacité de financement .....	-0,7	-0,5	0,1	0,4	0,0	-0,6

Sources : ICN, BNB.

(1) Y compris le produit de la vente des licences UMTS en 2001.

(2) Ces chiffres sont augmentés de 0,2 p.c. du PIB, du fait de la reclassification en 2002 des entreprises publiques de radiotélévision du secteur des sociétés dans celui des administrations publiques.

En revanche, la disparition de la diminution d'impôt forfaitaire non récurrente allouée par la région flamande à ses habitants a un effet favorable sur l'évolution des recettes en 2003, à hauteur de 0,1 p.c. du PIB.

Le gouvernement fédéral a par ailleurs décidé, lors de l'élaboration du budget pour l'année 2003, de refléter les augmentations de la fiscalité locale dans le taux des additionnels prélevés via le précompte professionnel, en le portant de 6 à 6,7 p.c., ce qui entraîne une perception anticipée de recettes de quelque 0,1 p.c. du PIB.

À ces aménagements de la fiscalité s'ajoutent des réductions additionnelles des cotisations sociales de 0,1 p.c. du PIB, portant principalement sur la poursuite de l'alignement du régime applicable aux employés sur celui, plus favorable, des ouvriers, et sur une extension des diminutions de cotisations personnelles pour les salaires les plus bas. Au total, les mesures et glissements occasionneraient une diminution nette des prélèvements sur les revenus du travail de l'ordre de 0,5 p.c. du PIB. L'évolution effective de ces prélèvements devrait être encore plus défavorable, étant donné que la masse salariale, principale composante de leur assiette, progresserait sensiblement plus lentement que l'activité en termes nominaux.

La réforme de l'impôt des sociétés, qui est entrée en vigueur au 1<sup>er</sup> janvier 2003, ne devrait en revanche pas occasionner de perte de recettes cette année, l'effet immédiat des mesures d'élargissement de la base imposable permettant en effet de compenser celui de la réduction des taux nominaux. La

part des prélèvements sur les bénéfices des sociétés dans le PIB demeurerait dès lors stable en 2003.

Les impôts sur les biens et services seraient également inchangés en pourcentage du PIB: leur produit est certes gonflé par l'incidence de la hausse de la fiscalité sur le tabac, mais serait tempéré en revanche par une progression nominale des dépenses imposables légèrement en retrait de celle du PIB.

Les autres recettes publiques, qui seraient pratiquement stables en pourcentage du PIB, sont affectées par diverses opérations non récurrentes. Il s'agit principalement, d'un côté, d'un supplément de recettes provenant du dividende exceptionnel de Belgacom et, de l'autre, d'un remboursement de montants indûment perçus dans le cadre de transferts de revenus d'accises au sein de l'UEBL.

#### 4.3 Dépenses primaires

Les dépenses primaires devraient augmenter de 2,4 p.c. à prix constants, un taux de croissance proche de l'évolution tendancielle, mais nettement plus élevé que celui du PIB.

D'abord, les dépenses de chômage subissent l'effet de la dégradation conjoncturelle sur le marché du travail, et augmenteraient de plus de 6 p.c. en termes réels. Bien que l'augmentation attendue du nombre de chômeurs soit supérieure à celle de 2002, la progression des dépenses serait inférieure, aucune nouvelle mesure de hausse

**TABLEAU 11** DETTE BRUTE CONSOLIDÉE  
(pourcentages du PIB, sauf mention contraire)

	1999	2000	2001	2002	2003 e	p.m.: Évolution de 1993 à 2003 e
Niveau de la dette	114,9	109,6	108,5	105,8	102,8	
Variation de la dette	-4,7	-5,3	-1,1	-2,8	-3,0	-35,1
Variation endogène	-4,8	-5,6	-3,4	-2,8	-3,3	-29,6
Solde primaire requis pour stabiliser la dette <sup>(1)</sup>	1,7	1,3	3,6	3,3	1,8	
Taux d'intérêt implicite de la dette <sup>(2)</sup>	6,1	6,2	6,1	5,7	5,5	
Croissance du PIB nominal <sup>(2)</sup>	4,6	5,0	2,8	2,5	3,7	
Solde primaire effectif	6,5	6,9	7,0	6,1	5,0	
Variation résultant d'autres facteurs <sup>(3)</sup>	0,1	0,3	2,3	0,0	0,3	-5,6

Sources: ICN, BNB.

(1) Ce solde est égal à l'écart entre le taux d'intérêt implicite de la dette et le taux de croissance du PIB nominal, multiplié par le rapport entre la dette à la fin de l'année précédente et le PIB de la période considérée.

(2) Pourcentages.

(3) Principalement les octrois de crédits, les prises de participations, les différences de change, les écarts statistiques et, en 2001, l'incorporation de CREDIBE dans le secteur public.

des allocations moyennes n'ayant été prise en 2003, contrairement à l'année précédente.

Sur la base du budget 2003, une forte hausse des dépenses de soins de santé est également attendue. Des restrictions supplémentaires devraient modérer les dépenses dans le secteur des médicaments. Des moyens additionnels ont en revanche été alloués, d'une part, à une extension du mécanisme de la facture maximale via une définition plus large des soins de santé pris en compte, et, d'autre part, à une meilleure couverture des soins aux enfants handicapés ou gravement malades, et aux malades chroniques.

La croissance réelle des dépenses de pensions est quant à elle soutenue par l'entrée en vigueur de différentes mesures de revalorisation des pensions les plus faibles. Il s'agit d'une part, au 1<sup>er</sup> janvier, d'une seconde phase de l'ajustement au bien-être des pensions les plus anciennes et, d'autre part, au 1<sup>er</sup> avril, de l'augmentation de la pension minimale et de l'élargissement de ses conditions d'octroi. L'impact de ces hausses du montant de la pension moyenne par personne est toutefois partiellement compensé par une progression plus faible du nombre de nouveaux retraités, en raison d'une étape supplémentaire dans le relèvement de l'âge de la pension pour les femmes, qui a été porté de 62 à 63 ans.

Enfin, la progression des dépenses de capital est gonflée par la forte diminution attendue du produit des ventes de biens immobiliers, enregistrées dans les comptes publics comme des dépenses négatives.

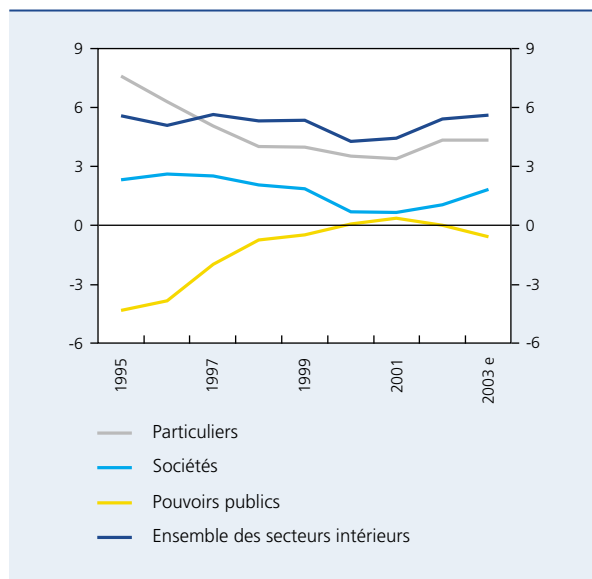
#### 4.4 Charges d'intérêts

La baisse du ratio de la dette, et la diminution du taux implicite de la dette à long terme grâce au refinancement à des taux plus bas d'emprunts échus, contribueraient de nouveau à une réduction des charges de la dette, en pourcentage du PIB. Ce mouvement serait renforcé en 2003 par une baisse des taux implicites à court terme sur les certificats de Trésorerie.

#### 4.5 Dette

Exprimée en pourcentage du PIB, la dette brute consolidée de l'ensemble des pouvoirs publics devrait poursuivre sa décroissance, ininterrompue depuis 1993, et s'établir à 102,8 p.c. à la fin de l'année. La diminution de 3 p.c. du PIB par rapport à l'année précédente est de nature exclusivement endogène; malgré la contraction du surplus primaire, cette variation endogène est d'ampleur similaire à celle des deux années précédentes, en raison de la baisse du taux implicite de la dette et d'une accélération de la croissance économique nominale. Les facteurs exogènes devraient en revanche entraîner une faible augmentation du ratio de la dette, l'effet favorable de la vente du portefeuille d'actifs financiers de CREDIBE, annoncée dans le cadre du contrôle budgétaire de février 2003, n'ayant pas été intégré dans la prévision, étant donné le caractère incertain de la date de cette cession.

**GRAPHIQUE 18** BESOIN (-) OU CAPACITÉ DE FINANCEMENT PAR GRAND SECTEUR  
(pourcentages du PIB)



Sources : ICN, BNB.

## 5. Synthèse des secteurs

À la suite des opérations courantes et en capital des différents secteurs, la capacité de financement de l'ensemble de l'économie atteindrait 5,6 p.c. du PIB en 2003, soit un niveau supérieur de 0,2 point à celui de l'année précédente.

Cette légère augmentation recouvre des mouvements en sens opposé pour les pouvoirs publics et les sociétés. Le solde de financement des premiers se détériorerait de

0,6 point de PIB, après avoir atteint l'équilibre en 2002. Celui des sociétés s'améliorerait un peu plus, pour atteindre 1,8 p.c. du PIB, en raison de l'élargissement de l'excédent d'exploitation, alors que les dépenses d'investissements resteraient limitées. La capacité de financement dégagée par les particuliers en 2003 se maintiendrait au niveau de 2002, soit 4,3 p.c. du PIB.

La capacité de financement totale des secteurs intérieurs selon les comptes nationaux peut également être appréhendée à l'aide des statistiques de la balance des paiements, en additionnant le solde du compte courant et celui, généralement faible, du compte de capital, pour obtenir le prêt net au reste du monde. Celui-ci passerait de 12,2 milliards d'euros en 2002 à 13,4 milliards d'euros en 2003.

Le surplus dégagé par les opérations courantes augmenterait également de 1,2 milliard, pour atteindre, avec 13,5 milliards d'euros, le niveau le plus élevé depuis 1995, année à partir de laquelle la balance des paiements a été établie pour la Belgique seule. Cet accroissement résulterait d'une hausse prononcée de l'excédent du compte des biens et services. À l'inverse, les soldes des revenus de facteurs et des transferts courants se détérioreraient. Dans le premier cas, la diminution proviendrait de l'effet sur les revenus de placements et d'investissements de la baisse des rendements annuels moyens, parallèlement à l'évolution des taux du marché suivant les hypothèses retenues. L'accroissement des transferts nets versés par la Belgique serait pour sa part la conséquence de la nouvelle progression des ressources versées à l'UE; contrairement aux années précédentes, elle ne serait pas compensée par l'évolution des autres transferts.

**TABLEAU 12** PRÊT NET À L'ÉTRANGER SELON LA BALANCE DES PAIEMENTS  
(soldes, milliards d'euros)

	1998	1999	2000	2001	2002	2003 e
1. Compte courant	11,9	12,0	10,2	10,2	12,3	13,5
Biens et services	9,6	10,2	7,5	8,3	9,8	12,0
Biens	8,8	8,9	5,3	6,2	8,7	10,9
Services	0,7	1,3	2,3	2,0	1,1	1,1
Revenus	6,2	6,1	6,8	6,3	6,9	6,5
Transferts courants	-3,8	-4,3	-4,2	-4,4	-4,4	-5,0
2. Compte de capital	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	-0,1	-0,1
3. Prêt net à l'étranger (1 + 2)	11,8	11,9	10,0	10,2	12,2	13,4

Source : BNB.



L'augmentation du solde des biens et services résulte des gains attendus des termes de l'échange, l'appréciation de l'euro se reflétant de manière plus forte et plus rapide dans les prix à l'importation que dans ceux des exportations. En revanche, les évolutions en volume pèseraient légèrement sur le solde, la croissance de 1,3 p.c. prévue pour les exportations étant légèrement inférieure à celle, de 1,6 p.c., des importations.

# Le marché belge du logement dans une perspective européenne

Vanessa Baugnet  
David Cornille  
Martine Druant<sup>(1)</sup>

Le présent article a pour objectif de présenter les principales caractéristiques structurelles et les évolutions du marché belge du logement, en les plaçant dans une perspective européenne.

Les relations entre marché du logement et politique monétaire qui sont esquissées dans l'article montrent la pertinence du sujet pour une banque centrale.

Cet article complète le rapport du Système européen de banques central – auquel la Banque a contribué – consacré aux aspects structurels des marchés du logement de l'UE<sup>(2)</sup> par des données plus détaillées et portant sur une période plus longue, en ce qui concerne la Belgique. Les données pour les autres pays européens sont issues de ce rapport. Cependant, le manque d'harmonisation des données relatives au marché du logement ne permet pas d'agrégation et requiert par ailleurs une interprétation prudente de certaines différences observées.

## 1. Importance du marché du logement pour l'activité économique et la politique monétaire

La propriété immobilière constitue en Belgique, comme dans les autres pays européens, une part importante du patrimoine net des ménages. En outre, les dépenses courantes liées au marché du logement, c'est-à-dire les paiements dans le cadre d'emprunts hypothécaires et les loyers, occupent une place importante dans les dépenses totales des ménages. Les variations des prix immobiliers, des taux d'intérêt hypothécaires et des loyers peuvent, par

conséquent, avoir un effet non négligeable sur l'activité économique et l'inflation. Ces facteurs influencent en effet la demande par différents canaux.

En premier lieu, les variations des prix immobiliers influencent les *investissements en logements*. Étant donné qu'une hausse du prix des immeubles existants accroît l'attrait relatif des logements neufs, les hausses de prix sur le marché secondaire stimulent ces investissements.

Un deuxième canal est l'*effet de richesse* éventuel que les fluctuations des prix immobiliers exercent sur les dépenses de consommation. Il convient toutefois, à cet égard, de tenir compte du fait que les immeubles, contrairement à d'autres actifs, fournissent également un service aux ménages, à savoir le logement. Vu sous cet angle, le prix de l'immobilier représente la valeur actuelle d'un flux de loyers futurs attendus (soit les loyers effectivement payés par les locataires, soit les loyers imputés dans le cas d'immeubles habités par les propriétaires). Si la hausse des prix immobiliers résulte de la hausse prévue des loyers, l'augmentation du patrimoine des propriétaires a également pour contrepartie un coût plus élevé pour la consommation du service associé au logement<sup>(3)</sup>. Dans pareil cas, les variations des prix de l'immobilier entraînent principalement une redistribution de ressources entre, d'une part, les locataires et les acheteurs potentiels et, d'autre part, les propriétaires. Cependant, il est peu probable que la hausse de prix entraîne un effet de richesse net substantiel au niveau de l'économie dans son ensemble. Toutefois, dans le cas où les gagnants et les perdants

(1) Les auteurs remercient Q.Wibaut pour sa collaboration

(2) ECB (2003), *Structural Factors in the EU Housing Markets*, March 2003, Frankfurt am Main, Germany. Disponible sur le site web [www.ecb.int](http://www.ecb.int).

(3) Soit dans le cas du locataire qui devra payer un loyer plus élevé, soit dans celui du candidat acheteur qui devra payer davantage pour acquérir un logement.

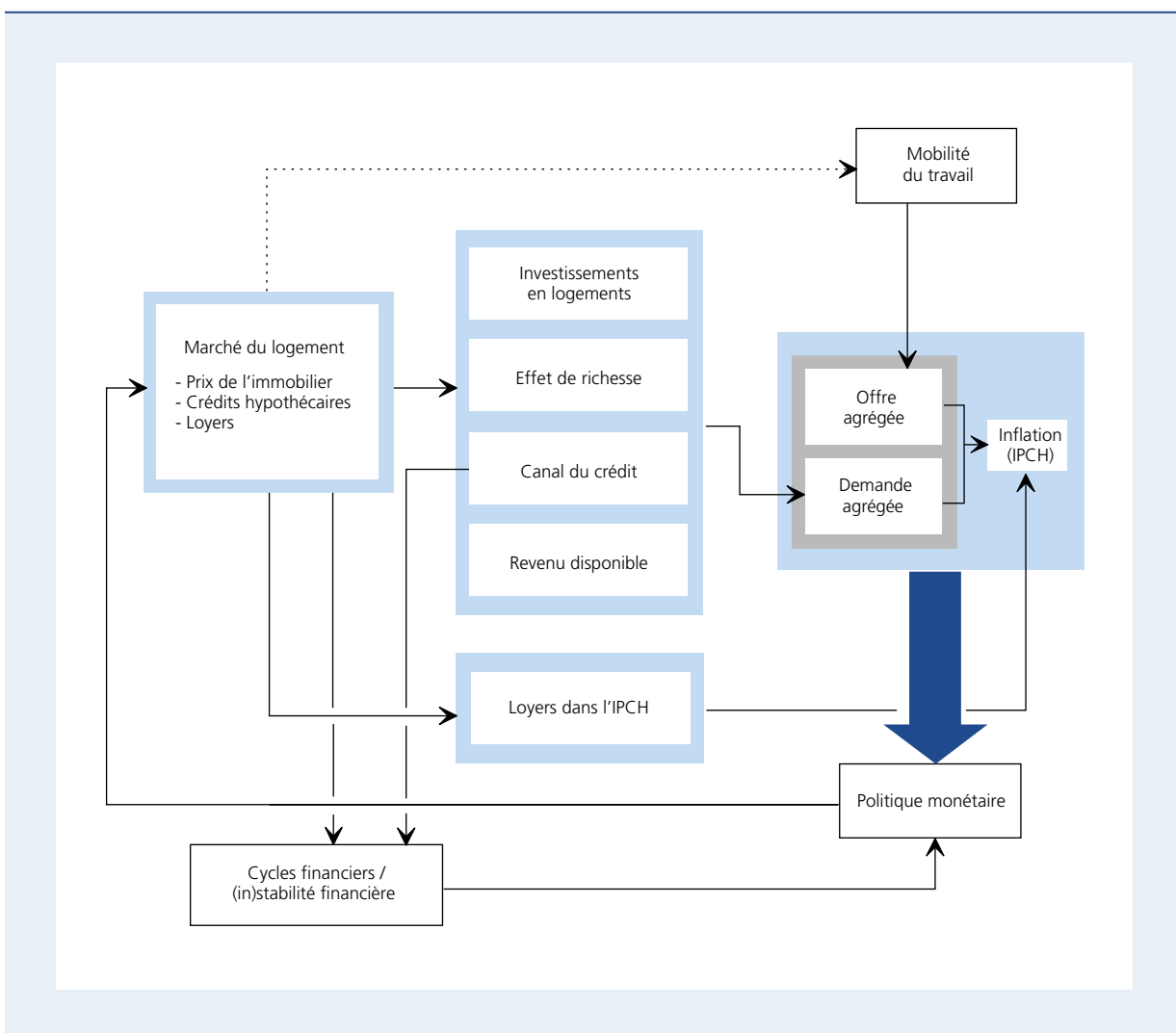
de cette redistribution ont des profils de consommation différents, par exemple parce qu'ils appartiennent à des catégories d'âge différentes, la redistribution n'est pas neutre en termes de dépenses.

La situation est autre lorsque l'augmentation des prix de l'immobilier résulte d'une baisse des taux d'intérêt. Dans ce cas, la probabilité d'un effet de richesse positif sur la consommation est plus grande, étant donné que le gain pour les propriétaires ne va pas de pair avec une perte pour les locataires ou les acheteurs potentiels.

Il ressort clairement de ce qui précède que l'effet des fluctuations des prix des logements sur le reste de l'économie peut varier selon la nature du choc qui est à leur origine.

Un troisième canal important, qui est en quelque sorte apparenté à l'effet de richesse, est celui du *crédit*. En raison des imperfections du marché et des problèmes d'asymétrie d'information, les emprunteurs supportent une prime de risque et des contraintes de financement, qui dépendent de la qualité de leur bilan et de leur niveau de richesse. Une hausse des prix immobiliers (par exemple causée par une baisse des taux d'intérêt) entraîne une revalorisation de leur actif, qui facilite leur accès au crédit à des conditions plus avantageuses, et peut prolonger la hausse des prix du logement ou favoriser la consommation. La possibilité d'obtenir facilement de la liquidité à la suite d'une revalorisation du patrimoine immobilier (*house equity withdrawal*) dépendra des caractéristiques structurelles des marchés hypothécaires, telles que la hauteur des coûts de transaction, la politique en matière

**GRAPHIQUE 1** IMPORTANCE DU MARCHÉ DU LOGEMENT POUR L'ACTIVITÉ ÉCONOMIQUE ET LA POLITIQUE MONÉTAIRE



de quotité empruntée («quotité prètable») ou le degré de concurrence. Les variations des taux d'intérêt pouvant entraîner des modifications des prix des actifs, le canal du crédit est susceptible d'amplifier la transmission des impulsions de politique monétaire.

Un quatrième canal découle de l'impact immédiat d'une variation des taux d'intérêt sur le *revenu disponible* des emprunteurs via le service de la dette. L'importance de ce canal dépendra du degré d'endettement et du type de contrat hypothécaire : a priori, le comportement des ménages dans les pays où dominent les contrats à taux variable et/ou assortis de possibilités de refinancement peu coûteuses sera plus sensible aux variations des taux hypothécaires<sup>(4)</sup>. L'incidence totale sur la consommation demeure toutefois incertaine, et conditionnée par les aspects redistributifs des variations de taux, dans la mesure où le secteur des ménages, aussi bien dans l'UE qu'en Belgique, est en même temps le plus grand bénéficiaire de flux d'intérêts (secteur créditeur net).

L'exemple des États-Unis montre que ces canaux peuvent revêtir une grande importance pour l'évolution de l'activité macroéconomique. Selon certaines études, la situation sur le marché du logement y aurait récemment servi de contrepoids à la forte baisse des cours boursiers et aurait ainsi permis d'éviter un recul important des dépenses de consommation des ménages. Le refinancement, à de meilleures conditions, de crédits hypothécaires existants aurait en outre joué un rôle non négligeable dans une économie où les particuliers ont un taux d'épargne faible, voire négatif.

La confrontation de la demande agrégée, sur laquelle agissent les quatre canaux précités, et de l'offre agrégée est un déterminant important de l'inflation. Les évolutions du segment locatif du marché du logement exercent en outre une influence plus directe sur l'inflation, vu la part des loyers dans l'indice des prix à la consommation.

La comparaison de l'inflation courante et anticipée à l'objectif d'inflation et l'évaluation de l'équilibre entre l'offre et la demande agrégées motivent les décisions de politique monétaire. Par leur effet sur la demande, les modifications de taux d'intérêt rééquilibrent l'offre et la demande agrégées, afin de lutter contre les pressions inflationnistes ou déflationnistes, selon le cas. Les changements de taux d'intérêt influencent la demande par différents canaux, dont celui du marché du logement. L'effet des modifications de taux d'intérêt sur les taux d'intérêt hypothécaires, les prix immobiliers ou les loyers payés peut dès lors jouer un rôle dans le mécanisme de transmission de la politique monétaire.

En outre, des périodes successives de fortes hausses et baisses de prix, dans certains pays européens, ont attiré l'attention sur le fait que les prix des logements peuvent être à l'origine de cycles financiers et, par conséquent, avoir des implications pour la stabilité ou l'instabilité financière. L'existence d'un effet cumulatif entre les prix immobiliers et l'octroi de crédit paraît très plausible. Une hausse des prix de l'immobilier entraîne une augmentation de la valeur de la garantie des emprunts et, par conséquent, une croissance de l'octroi de crédit, qui à son tour entraîne une augmentation de la demande et un nouveau renchérissement de l'immobilier. Lorsqu'une telle situation engendre un optimisme exagéré et un comportement spéculatif, une surévaluation des prix de l'immobilier peut apparaître. Dans une phase de ralentissement conjoncturel, ce processus s'inverse : une baisse des prix de l'immobilier entraîne un resserrement des conditions de crédit, de sorte que les effets négatifs sur l'économie se renforcent. De telles évolutions peuvent placer la politique monétaire devant un dilemme, par exemple lorsqu'un «boom» sur le marché du logement apparaît dans un environnement économique atone et une inflation faible. Dans ce cas, le maintien des taux d'intérêt à un niveau bas ou leur réduction peut continuer à alimenter l'exubérance sur le marché du logement, ce qui accroît le risque d'un retournement soudain ultérieur.

On attend en outre du bon fonctionnement du marché immobilier, et plus particulièrement d'un marché locatif suffisamment développé et fonctionnant harmonieusement, qu'ils aient une influence favorable sur la mobilité de la main-d'œuvre. Des coûts de transaction élevés sur le marché du logement seraient, par contre, néfastes pour celle-ci. Une augmentation de la mobilité de la main-d'œuvre peut entraîner un meilleur fonctionnement de l'offre dans l'économie et peut contribuer, plus particulièrement, à la réduction des disparités régionales entre la demande et l'offre de main-d'œuvre, à condition toutefois que les disparités régionales précitées ne masquent pas des disparités de nature plus qualitative. Un taux de croissance économique supérieur pourrait, par conséquent, être atteint sans que ceci n'entraîne des tensions inflationnistes. La gestion du trafic automobile gagne en outre en efficacité lorsque cette mobilité de la main-d'œuvre résulte du bon fonctionnement du marché du logement plutôt que d'une augmentation des navetteurs. En ce qui concerne la Belgique, la recherche d'une mobilité accrue est précisément à l'origine des réductions récentes des droits d'enregistrement dans les régions flamande et bruxelloise, ainsi que de la portabilité des droits d'enregistrement déjà payés, introduite en Flandre.

(4) Les instruments de couverture du risque d'intérêt étant peu utilisés par les ménages.

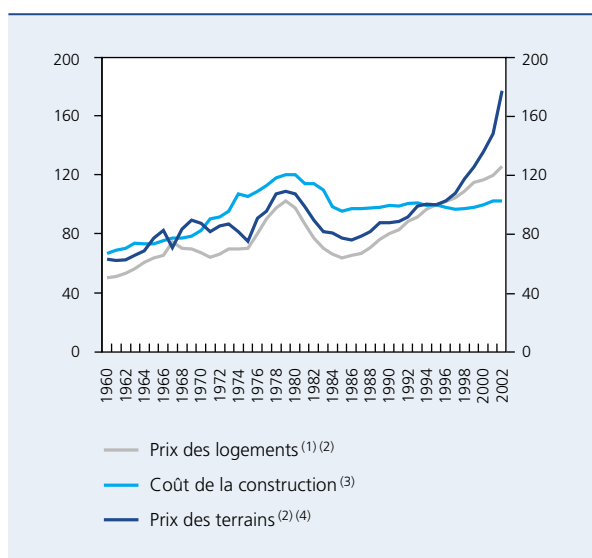
## 2. Prix des logements

### 2.1 Tendances à long terme du prix réel des logements

En Belgique, comme dans presque tous les autres pays de l'UE, le prix réel des logements – c'est-à-dire le prix moyen observé sur le marché secondaire, déflaté par un indice de prix à la consommation – a tendance à croître, moyennant des fluctuations relativement importantes. La tendance à la hausse s'explique principalement par la pression démographique et la hausse des revenus. Les fluctuations du prix réel autour de sa tendance sont caractéristiques d'un marché de biens durables, dont la demande est sensible au cycle conjoncturel. En outre, l'offre est contrainte par la disponibilité des terrains, les règles d'aménagement du territoire et les délais de construction.

Comme pour tout bien d'investissement, le « q de Tobin », c'est-à-dire le ratio entre la valeur de marché et le coût de remplacement, doit être proche de l'unité à long terme. La hausse du prix des logements sur le marché secondaire doit aller de pair à long terme avec celles du prix des terrains et du coût de la construction. À plus court terme, des écarts

**GRAPHIQUE 2** PRIX RÉELS DES LOGEMENTS ET DES TERRAINS ET COÛT DE LA CONSTRUCTION EN BELGIQUE (indices 1995 = 100, déflatés par l'indice des prix à la consommation)



Sources : ABEX ; SPF Économie, PME, Classes Moyennes et Énergie ; Stadim ; BNB.

(1) Prix des ventes de gré à gré des habitations petites et moyennes.

(2) Les chiffres pour 2002 correspondent aux neuf premiers mois de l'année.

(3) Moyenne des coûts et des rémunérations des différents corps de métiers pour une maison d'habitation, taxes incluses.

(4) Prix des ventes de gré à gré des terrains à bâtir.

**TABEAU 1** TAUX DE CROISSANCE ANNUEL DU PRIX RÉEL DES LOGEMENTS ENTRE 1980 ET 2001<sup>(1)</sup>

(pourcentages)

Espagne	4,2
Irlande	3,7
Autriche	3,5
Royaume-Uni	3,0
Luxembourg	2,6
Pays-Bas	2,3
Finlande	1,9
France	1,4
Belgique	1,2
Italie	1,2
Danemark	1,0
Ouest de l'Allemagne	0,5
Portugal	0,4
Suède	-0,2

Source : BCE, op. cit.

(1) Sauf pour la Finlande (1981-2001), le Luxembourg et les Pays-Bas (1980-2000), l'Espagne (1987-2001), l'Autriche (1987-1999) et le Portugal (1985-2001).

importants peuvent se produire étant donné les délais de réaction de l'offre.

En Belgique, de 1960 à 1996 les prix des terrains et ceux des logements ont suivi une tendance similaire. Cependant, depuis 1996, la rareté relative des terrains à bâtir a poussé leurs prix à la hausse de façon très sensible. Les fluctuations à plus court terme des prix des terrains et des logements au tour de la tendance ont été assez similaires sur toute la période.

Au cours des deux dernières décennies, la tendance à la hausse du prix réel des logements a concerné à des degrés divers tous les pays de l'UE, à l'exception de la Suède, la Belgique se situant parmi les pays où la hausse a été modérée. Dans tous les cas, cette hausse est associée à un renchérissement des terrains. On n'observe une hausse tendancielle sensible du coût réel de la construction que dans quatre pays (Irlande, Royaume-Uni, Autriche et Finlande).

### 2.2 Fluctuations du prix réel des logements, revenu disponible et taux d'intérêt

Des fluctuations sensibles des prix immobiliers autour de leur valeur d'équilibre à long terme font partie du fonctionnement normal du marché, étant donné que l'offre de logements ne s'adapte que lentement aux fluctuations de la demande. Dans l'UE, au cours des vingt dernières

années, des mouvements de prix de grande ampleur ont été plus fréquents dans les pays nordiques, au Royaume-Uni, en Irlande et aux Pays-Bas. À l'autre extrémité se situe l'Allemagne, où le prix réel des logements a peu fluctué<sup>(5)</sup>.

La relative inélasticité de l'offre peut expliquer en partie les divergences constatées entre les pays. Selon certaines études, l'offre est plus sensible aux prix en Allemagne qu'au Royaume-Uni, aux Pays-Bas et dans certains pays

n'est cependant pas observable et les jeunes ménages sont souvent contraints par leurs revenus courants dans leur décision d'achat.

La croissance économique, qui détermine l'évolution du revenu disponible, explique une part des écarts d'évolution du prix réel des logements entre les pays de l'UE. Ainsi, au cours de la période 1995-2001, le prix réel des logements a le plus augmenté en Irlande, où la croissance de l'activité a aussi été la plus forte. À l'autre extrémité, le prix réel des logements a baissé en Autriche, en Italie et en Allemagne, des pays où la croissance économique a été faible.

**TABLEAU 2** VARIABILITÉ DU PRIX RÉEL DES LOGEMENTS DANS L'UE

(écart-type des données annuelles hors tendance, en pourcentage, 1980-2001<sup>(1)</sup>)

	Pays	Capitale
Finlande	26,2	34,8
Irlande	25,8	31,7
Pays-Bas	16,9	15,8
Royaume-Uni	16,2	24,0
Suède	15,0	23,4
Danemark	14,9	20,0
Autriche	13,5	n.
Italie	12,5	16,8
Espagne	11,7	12,7
Belgique	10,4	10,5
Luxembourg	7,3	n.
France	6,7	21,1
Portugal	4,1	4,6
Ouest de l'Allemagne	1,8	n.

Source : BCE, op. cit.

(1) Sauf pour le Portugal (1988-2001), l'Espagne (1987-2001), l'Autriche (1987-1999), le Luxembourg (1980-2000), la Suède (1981-2001) et les Pays-Bas (1985-2001).

nordiques. Dans la période 1995-2001, l'Allemagne et l'Autriche ont eu simultanément une faible inflation immobilière et le ratio investissement résidentiel/PIB le plus élevé, tandis que ce ratio était le plus bas en Suède et au Royaume-Uni, où les prix des logements ont fortement augmenté.

Quant à la demande de logements, le revenu disponible réel et les taux d'intérêt sont les deux principales variables macroéconomiques qui l'influencent.

En matière de revenu réel disponible, c'est en principe le revenu permanent, c'est à dire le flux actualisé des revenus présents et futurs, qui importe dans la décision d'achat d'immeubles résidentiels. Le revenu permanent

En matière de taux d'intérêt, c'est le taux réel attendu qui devrait importer, mais celui-ci n'est pas observable et on ne dispose pas de bonnes informations sur les attentes d'inflation à long terme. L'évolution des taux d'intérêt réels conventionnels<sup>(6)</sup> explique une part des écarts d'évolution du prix réel des logements entre les pays de l'UE de 1995 à 2001. À la suite du processus de convergence, des pays comme la Grèce, le Portugal, l'Espagne et l'Irlande ont enregistré de très importantes baisses de taux d'intérêt réels qui ont soutenu la croissance des prix des logements. Les baisses de taux réels ont été plus limitées en Allemagne et dans les pays dont la politique monétaire était déjà liée à celle de la Bundesbank par un objectif de cours de change précis, comme la France, la Belgique, l'Autriche et le Luxembourg. Une exception toutefois : le taux réel a baissé plus nettement aux Pays-Bas en raison de l'accélération de l'inflation dans ces dernières années.

En outre, à taux d'intérêt réel inchangé, l'inflation courante peut affecter les prix des logements à travers deux effets opposés. D'une part, elle augmente le montant réel des premiers remboursements et relève ainsi la contrainte de financement des ménages et, d'autre part, elle augmente l'attrait d'un placement immobilier comme protection contre l'inflation future (dans la mesure où une augmentation du niveau de l'inflation s'accompagne aussi d'une augmentation de sa volatilité). Le second facteur semble dominer au niveau agrégé européen sur la période 1995-2001. Cet effet semble le plus marqué dans les cas de la Grèce, où l'inflation a baissé durant cette période, et des Pays-Bas, où l'inflation a augmenté.

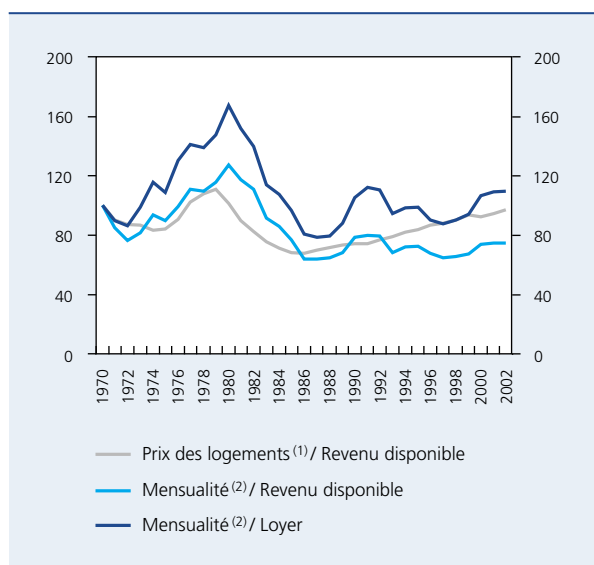
Il est remarquable que partout où les données sont disponibles, sauf en Belgique et aux Pays-Bas, le prix des logements dans la capitale a subi de plus fortes

(5) Il faut cependant souligner que la série statistique allemande a été construite sur la base des prix des terrains et du coût de la construction.

(6) Le taux d'intérêt réel conventionnel est obtenu en déduisant du taux nominal la hausse des prix à la consommation de l'année écoulée.

**GRAPHIQUE 3 PRIX DES LOGEMENTS ET REVENU DISPONIBLE EN BELGIQUE**

(1970 = 100)



Sources : SPF Économie, PME, Classes Moyennes et Énergie ; Stadim ; BNB.

(1) Les chiffres pour 2002 correspondent aux neuf premiers mois de l'année.

(2) Première mensualité d'un crédit hypothécaire sur 20 ans pour l'achat d'un logement (aux niveaux moyens de l'année en cours).

fluctuations que la moyenne nationale. En raison de l'importance des conditions locales, les cycles nationaux des prix des logements sont relativement peu corrélés – nettement moins par exemple que ceux des actions – mais ils ne sont pas totalement indépendants. Ainsi, on a observé dans de nombreux pays une forte hausse à la fin des années quatre-vingt, une baisse au début des années nonante et une nouvelle hausse depuis le milieu des années nonante.

La Belgique n'a pas enregistré de hausse ou de baisse spectaculaires du prix réel des logements depuis 1986. Avant 1986, le prix réel des logements a subi de plus amples fluctuations, les booms de 1967 et de 1976-1979 ayant été suivis de chutes des prix pendant plusieurs années. Les booms ont été précédés de phases d'accélération de l'inflation qui n'ont pas donné lieu à des relèvements sensibles des taux d'intérêt à long terme, ce qui a sans doute incité les particuliers à accroître leur demande de terrains et d'immeubles, censés mieux les protéger contre les risques d'inflation. La grande dépression de la première moitié des années quatre-vingt est certainement liée à la fois à la faiblesse de la croissance économique et à la hauteur des taux d'intérêt nominaux et réels. Depuis lors, le prix réel des logements a eu tendance à croître plus vite que le PIB réel et que le revenu disponible réel des particuliers.

Il est intéressant d'observer que malgré cette hausse du rapport entre le prix des logements et le revenu disponible des particuliers depuis 1986, la baisse des taux d'intérêt a réduit les charges d'intérêts sur les emprunts finançant les nouveaux achats, de sorte que le rapport entre le premier remboursement périodique (en supposant un prêt à vingt ans) et le revenu disponible n'a pas augmenté dans la même proportion.

### 2.3 Autres causes de fluctuations du prix réel des logements

Les prix des logements subissent encore de multiples autres influences.

Outre le revenu disponible présent et futur issu du travail et des transferts, les particuliers tiennent aussi compte de leur *richesse financière* dans leurs décisions d'investissement. On peut à cet égard s'interroger sur l'influence de l'évolution des cours des actions sur le marché immobilier. Les études empiriques existantes n'aboutissent pas à des conclusions fermes à ce sujet.

Le taux d'intérêt n'est par ailleurs pas le seul élément des conditions de crédit : la demande de crédit peut être plus ou moins rationnée et influencer la demande d'immeubles résidentiels. Alors qu'aux Pays-Bas les banques ont nettement assoupli leurs conditions de crédit récemment, il n'y a guère eu de modifications majeures à cet égard en Belgique, comme on le verra dans la dernière partie de l'article.

La pression démographique, résumée par le taux de formation des ménages, a généralement décliné dans l'UE au cours des années nonante, sous l'effet du vieillissement de la population, mais la Grèce, l'Espagne, l'Irlande, l'Italie, l'Autriche et le Royaume-Uni ont fait exception.

Par ailleurs, il existe naturellement un arbitrage entre la charge de l'achat d'un immeuble et le *loyer*. Graphiquement, il est possible d'observer que le rapport entre la charge initiale d'un achat financé par un emprunt hypothécaire et les loyers a fluctué dans des bornes relativement étroites depuis 1983. Cette situation tranche avec celle observée au cours des années septante et au début des années quatre-vingt, où le « boom » dans l'immobilier et la hausse des taux d'intérêt avantageaient la location. Ceci illustre la lenteur de l'ajustement des loyers pendant cette période. Le secteur locatif est traité plus en détail dans la partie suivante.

Enfin, *les taxes et subventions* peuvent aussi jouer un rôle mais elles ne sont pas traitées en détail dans cet article. Les marchés immobiliers européens se caractérisent par une grande variété d'interventions publiques et il n'existe aucune statistique harmonisée à leur sujet.

En Belgique, les avantages fiscaux octroyés par les autorités en matière de propriété immobilière sont d'autant plus élevés qu'il s'agit d'un logement à usage propre, financé par un emprunt hypothécaire, avec un avantage supplémentaire accordé aux nouvelles constructions. Le biais en faveur du logement à usage propre a eu tendance à se renforcer au cours de la dernière décennie, à la suite de la revalorisation des revenus cadastraux des seuls logements à usage locatif et de la non-déduction à l'IPP du précompte immobilier de ces mêmes logements. En revanche, l'incitant en faveur de l'acquisition de logements neufs s'est amoindri, sous l'influence des hausses du taux de TVA sur la construction d'immeubles neufs et, au cours de la période 2000-2002, de l'encouragement à la rénovation de logements existants par l'assouplisse-

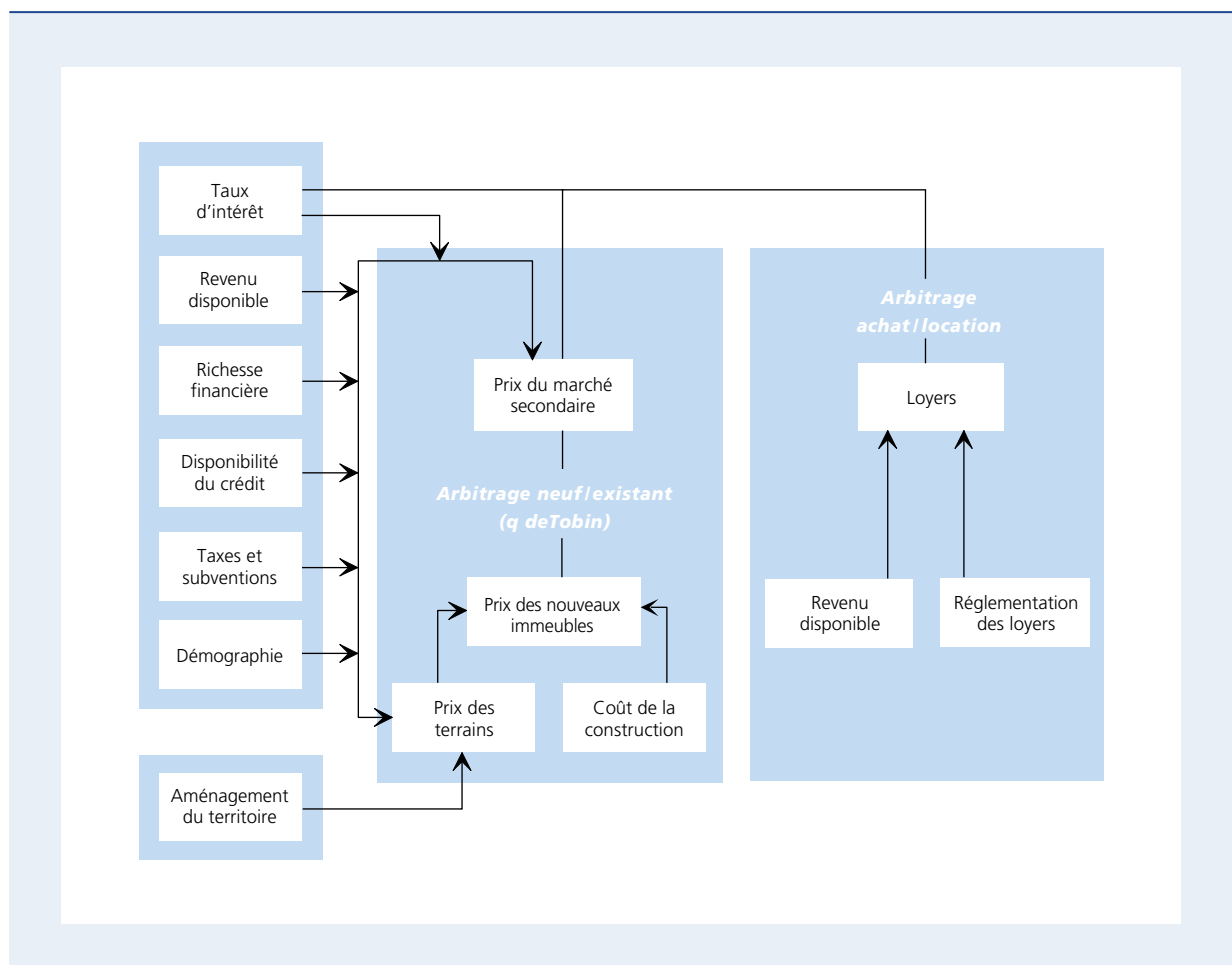
ment des critères donnant droit à un taux réduit de 6 p.c. (au lieu de 21 p.c.).

## 2.4 Dispersion des prix au niveau régional

Malgré l'existence de facteurs macroéconomiques communs à la détermination des prix immobiliers, comme le revenu disponible et le taux d'intérêt, les forces menant à l'égalisation des prix sur le marché immobilier sont faibles, y compris dans un même pays, et ce même à long terme. En effet, comme cela a été illustré ci-dessus, il existe par exemple des différences souvent considérables entre le marché immobilier de la capitale et celui du reste du pays.

Parmi les causes possibles des différences de prix au sein d'un marché national, il est possible de distinguer des facteurs comme la distribution de la population et de l'activité économique, de même que la faible substituabilité de la demande entre différentes localisations, la rareté

GRAPHIQUE 4 PRINCIPAUX DÉTERMINANTS DES PRIX DES LOGEMENTS





relative des terrains, etc. Les règles d'urbanisme et les infrastructures disponibles jouent également un rôle.

Pour illustrer cette segmentation géographique du marché immobilier dans le cas de la Belgique, il est intéressant d'analyser les différences de niveau et d'évolution des prix réels de l'immobilier par provinces.

En ce qui concerne le niveau des prix des petites et moyennes habitations, il n'est pas étonnant de constater que Bruxelles, de même que les deux Brabant de par leur proximité avec la capitale, se situent largement au-dessus de la moyenne nationale. Les provinces d'Anvers et du Limbourg présentent également des prix supérieurs à la moyenne. Dans ces deux provinces, se dessine par ailleurs une tendance significative à la hausse depuis 1999, probablement à cause de la demande accrue en provenance des Pays-Bas, où les prix de l'immobilier ont fortement augmenté ces dernières années. Quant aux deux Flandre, elles sont proches de la moyenne nationale. Par contre, les prix dans les provinces wallonnes, hormis le Brabant wallon, se situent sous la moyenne nationale.

Pour les prix des terrains, les provinces du sud du pays présentent également des prix significativement inférieurs à la moyenne, sauf le Brabant wallon qui se situe plus

haut, aux alentours de la moyenne. Le Limbourg, seule province de Flandre à se situer sous la moyenne nationale en 1988, se caractérise par une évolution marquée à la hausse depuis 1999, pour les mêmes raisons que celles évoquées pour les prix des maisons. Par contre, les prix des terrains dans les autres provinces du nord du pays s'établissent significativement au-dessus de la moyenne nationale, avec une accélération notable pour la province d'Anvers au cours des neuf premiers mois de 2002.

Globalement, mis à part le cas de Bruxelles et des deux Brabant, on observe donc que le niveau des prix de l'immobilier est plus haut en Flandre qu'en Wallonie, et que les prix y ont augmenté plus vite. L'écart est le plus grand pour les terrains à bâtir, où une différence de niveau de prix était déjà visible en 1988, la Wallonie se situant largement sous la moyenne nationale. Par la suite, le niveau des prix des terrains a peu évolué en termes réels en Wallonie, alors qu'il a été significativement orienté à la hausse en Flandre, particulièrement à partir du milieu des années nonante où une accélération marquée des hausses de prix a été enregistrée, puisque les prix réels ont été multipliés par deux entre 1997 et 2002.

**TABLEAU 3** DISPERSION DES PRIX PAR PROVINCES ET RÉGIONS  
(prix moyen réel pour la Belgique en 1988 = 100)

	Petites et moyennes habitations		Terrains	
	1988	2002 <sup>(1)</sup>	1988	2002 <sup>(1)</sup>
Bruxelles	132	258	377	744
Anvers	108	204	112	367
Limbourg	108	211	65	219
Flandre occidentale	88	176	107	281
Brabant flamand	130	231	110	319
Flandre orientale	107	178	120	290
Hainaut	71	122	55	76
Liège	80	144	58	77
Luxembourg	87	163	34	42
Namur	97	172	43	63
Brabant wallon	137	238	91	185
Wallonie	81	144	57	76
Flandre	106	195	102	294
Belgique	100	181	100	219

Sources : Stadim, BNB.

(1) Les chiffres pour 2002 correspondent aux neuf premiers mois de l'année et sont déflatés par l'évolution de l'indice des prix à la consommation national. L'année 1988 est la première pour laquelle les données au niveau des provinces sont disponibles.

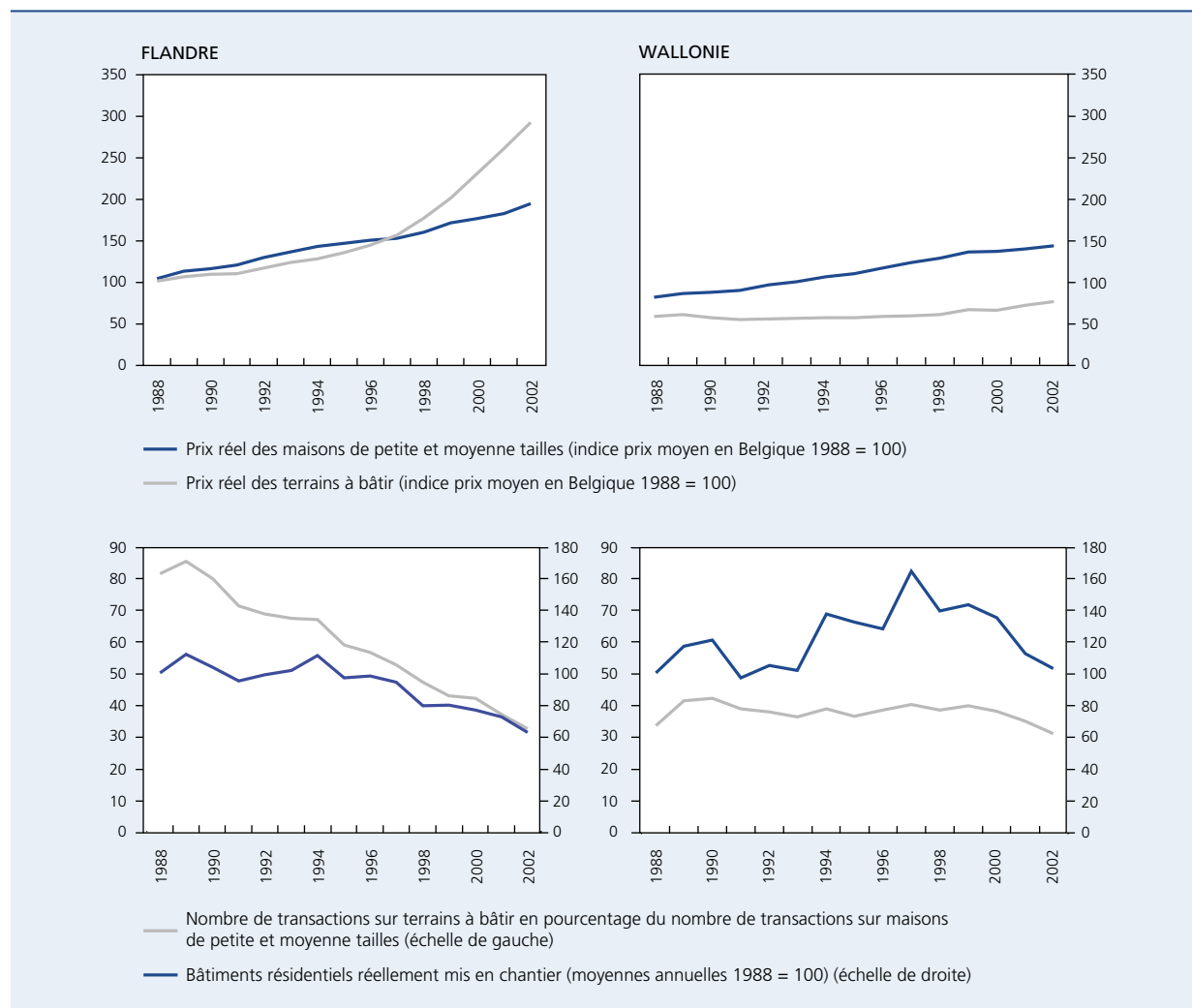
La hausse des prix des terrains en Flandre peut s'expliquer par la conjonction d'une demande soutenue et d'une offre en baisse : le stock disponible de terrains à bâtir tend à se réduire. La vigueur de la demande de terrains dépend notamment de facteurs comme la densité de la population, l'évolution du revenu disponible, la présence d'importants pôles d'activité économique, la rareté relative des biens immobiliers et la préférence pour le logement neuf. Ce dernier point expliquerait que la hausse des prix ait été moins rapide pour les petites et moyennes habitations en Flandre.

Le biais en faveur du logement neuf peut provenir de l'inadéquation entre l'offre existante et la demande en termes de qualité, de surface disponible, ou d'aménagement de l'espace par exemple. En 1988, pour 100 maisons achetées, il y avait en Flandre 81 terrains achetés,

contre seulement 34 en Wallonie. La Flandre totalisait alors les trois quarts des permis de construire des bâtiments neufs (réellement mis en œuvre). La hausse des prix des terrains causée par une demande soutenue et une offre rationnée a eu pour effet de réduire la part relative des transactions sur les terrains, qui ne s'élève plus qu'à 31 pour 100 transactions sur les maisons en 2002, soit un ratio identique à celui de la Wallonie où ce ratio n'a guère varié entre 1988 et 2002. Au cours de la même période, le nombre de nouvelles constructions résidentielles a également reculé en Flandre. Cela n'a en revanche pas été le cas en Wallonie.

Ceci illustre, d'une part, que des différences au niveau régional peuvent être importantes et, d'autre part, que les signaux du marché entraînent malgré tout des arbitrages entre régions, comme c'est le cas au Limbourg par

GRAPHIQUE 5 PRIX DE L'IMMOBILIER PAR RÉGIONS ET IMPORTANCE RELATIVE DE LA CONSTRUCTION NEUVE



Sources : ICN ; SPF Économie, PME, Classe moyenne et Énergie ; Stadim ; BNB.

exemple, de même qu'entre les projets de construction et d'achat de logement existant, comme cela semble avoir été le cas en Flandre ces dernières années.

### 3. Le marché locatif

#### 3.1 Importance des loyers

Les statistiques des comptes nationaux permettent d'illustrer l'importance du marché locatif de deux manières différentes. Premièrement la rubrique *loyers effectifs*, c'est-à-dire les loyers effectivement payés par les locataires, reflète la part de ces loyers dans le total des dépenses de consommation finale des ménages. Deuxièmement, en comparant l'importance des loyers effectifs à celle des *loyers imputés*, qui constituent une estimation des dépenses en logement des ménages propriétaires du logement qu'ils occupent, il est possible d'obtenir une idée de la part relative de la location dans les dépenses totales de logement.

En outre, la pondération des loyers dans l'IPCH reflète l'importance du canal direct par lequel les évolutions sur le marché du logement peuvent influencer l'inflation. Ces pondérations, qui ont été obtenues sur la base d'enquêtes

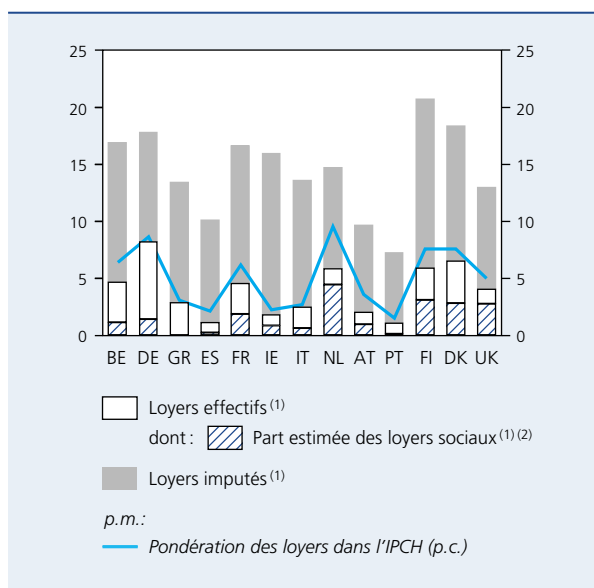
sur le budget des ménages, correspondent généralement assez bien à l'importance des loyers effectivement payés dans les comptes nationaux. En effet, la méthodologie actuelle de l'IPCH prévoit explicitement que seuls les loyers effectivement payés sont pris en considération<sup>(7)</sup>.

Sur la base des comptes nationaux, la part des loyers effectivement payés dans les dépenses de consommation des particuliers fluctue entre 1 p.c. environ (en Espagne et au Portugal) et près de 8 p.c. (en Allemagne)<sup>(8)</sup>. Avec une part d'un peu moins de 5 p.c., la Belgique occupe à cet égard une place médiane. En ce qui concerne les loyers des logements sociaux<sup>(9)</sup>, qui font partie des loyers effectivement payés, la Belgique se situe plutôt parmi les pays où leur importance est faible.

Pour la plupart des pays, les loyers effectivement payés sont nettement moins importants que les loyers imputés, ce qui montre que le marché locatif ne représente qu'une part limitée du marché du logement total. La part du marché locatif est la plus faible en Irlande, en Espagne, au Portugal, en Italie et en Autriche. Ici aussi, la Belgique occupe une position médiane : le marché locatif (y compris celui des logements sociaux) représente 28 p.c. du marché du logement total. Cette situation diffère fondamentalement de celle de l'Allemagne, qui est le seul pays de l'UE où le segment locatif représente environ la moitié du logement total.

Dans les autres pays, la part du marché locatif est non seulement plus faible, mais elle a en outre diminué légèrement au cours des vingt dernières années. Cette baisse peut être attribuée à une offre réduite découlant d'une réglementation contraignante du marché locatif et / ou à une substitution de la demande de location vers l'acquisition, encouragée par des déterminants macroéconomiques favorables ou des incitations fiscales.

**GRAPHIQUE 6** IMPORTANCE DES LOYERS DANS L'UE  
(pourcentages de la consommation finale des ménages, sauf mention contraire)



Sources : CE, OCDE, BCE, BNB.

(1) En 2001 ou année la plus récente disponible.

(2) Part des loyers sociaux dans les loyers effectifs estimée sur la base de la proportion de logements sociaux dans le nombre total d'habitations louées.

(7) Cela signifie que les pondérations prises en compte dans l'IPCH sont influencées par des écarts substantiels entre les pays de l'UE, en ce qui concerne la part du marché locatif dans le marché du logement total. Pour pallier cet inconvénient, Eurostat examine actuellement s'il convient d'inclure également dans l'IPCH les dépenses en logement des ménages propriétaires du logement qu'ils occupent. Pour plus de détails à ce sujet, cf. l'article "L'IPCH belge: un grand pas en avant vers la mesure précise de l'inflation", Revue économique de la Banque Nationale de Belgique, novembre 2001, p. 17-32.

(8) Données pour 2001 ou l'année disponible la plus récente: 2000 pour la Belgique, l'Allemagne, la Grèce, les Pays-Bas, l'Irlande, l'Autriche, la Finlande, et le Royaume-Uni, 1999 pour l'Espagne et 1998 pour le Portugal.

(9) La part des loyers des logements sociaux a été estimée sur la base de la proportion de logements sociaux dans le nombre total d'habitations louées. Comme le loyer moyen est généralement plus faible pour les logements sociaux que pour les autres logements, cette estimation surestime probablement leur part relative dans les loyers effectifs.

### 3.2 Tendances générales récentes de la législation au niveau européen

En Europe, le contrôle des loyers a souvent été un moyen utilisé pour réaliser des objectifs socio-économiques tels que garantir des logements à un prix abordable pour tous, rééquilibrer les pouvoirs de négociation relatifs entre locataires et bailleurs, ou encore limiter la volatilité des loyers. Une réglementation trop restrictive, qui altère l'efficacité de fonctionnement du marché locatif, pousse cependant l'offre à s'en détourner. Ceci peut être néfaste au bon fonctionnement du marché du logement dans son ensemble, mais notamment aussi au marché du travail, en réduisant la mobilité des travailleurs. Il est dès lors progressivement apparu que certaines évolutions de la législation étaient nécessaires pour un meilleur fonctionnement du marché locatif.

On observe effectivement ces vingt dernières années une évolution tendancielle de la législation européenne vers les principes suivants:

#### *a. Liberté de fixation du loyer initial pour les nouveaux contrats*

Le principe selon lequel le loyer doit refléter la situation du marché semble à présent généralement accepté. En Belgique, ce principe a été maintenu par la loi sur les loyers du 20 février 1991 (adaptée par la loi du 13 avril 1997), qui prévoit que chaque fois qu'un nouveau bail est conclu, le nouveau loyer est librement fixé par les parties. Dans certains pays, comme aux Pays-Bas et surtout en Suède, il subsiste cependant une réglementation liant les nouveaux loyers aux loyers du voisinage.

#### *b. Limitations quant à la possibilité de mettre fin au bail anticipativement, protégeant le locataire*

En contrepartie de la liberté des loyers initiaux, il a été jugé nécessaire de protéger les locataires contre des propriétaires qui pourraient être incités à mettre fin anticipativement à des baux conclus à des loyers bas, pour les remplacer par de nouveaux contrats plus avantageux. Il a de plus été tenu compte du plus faible pouvoir de négociation des locataires, qui doivent faire face à des coûts élevés en cas de déménagement. La difficulté de rédiger un contrat tenant compte de toutes les éventualités a également joué en faveur d'une réglementation en la matière. Dans certains pays, la durée du bail et les conditions de départ sont libres, du moins dans un cadre légal bien défini. Dans d'autres, les contrats sont à durée indéterminée et les propriétaires ne peuvent y mettre fin que sous certaines conditions.

En Belgique, la durée d'un bail est en principe de neuf ans et il n'y a plus de contrat à durée indéterminée (principale innovation de la loi sur les loyers du 20 février 1991). Il existe cependant trois autres possibilités: le bail écrit de courte durée, inférieure à trois ans; le bail écrit de longue durée, supérieure à neuf ans; ou le bail à vie écrit. Mais ces types de contrats sont moins utilisés dans la pratique. En résumé, les règles en matière de congé anticipatif que doit respecter le bailleur sont plus strictes que celles qui s'imposent au locataire. De plus, il est possible de prévoir dans le bail des limitations plus importantes au droit du bailleur de mettre fin au bail (par exemple, des périodes d'exclusion plus longue) mais pas l'inverse.

#### *c. Limitations de l'évolution du loyer au cours d'un contrat pluriannuel*

La plupart des pays européens ont adopté un système d'indexation des loyers à l'indice des prix à la consommation ou une variante de celui-ci, et/ou d'autres clauses d'ajustement négociées librement. En Belgique, selon la loi du 20 février 1991, le loyer peut toujours être indexé, sauf si le contraire est stipulé dans le contrat écrit<sup>(10)</sup>. Depuis 1994, les loyers sont indexés sur la base de l'indice-santé. Au Danemark et en France, par exemple, l'indexation est basée sur les coûts du logement.

Mis à part l'indexation, les autres formules permettant au propriétaire de réviser les loyers, en particulier lors de la reconduction des contrats, sont également souvent réglementées. Ainsi, en Allemagne, il existe un mécanisme d'ajustement permettant d'aligner les loyers en cours de contrat sur les loyers en vigueur pour les nouveaux contrats, à concurrence de 20 p.c. maximum par période de trois ans.

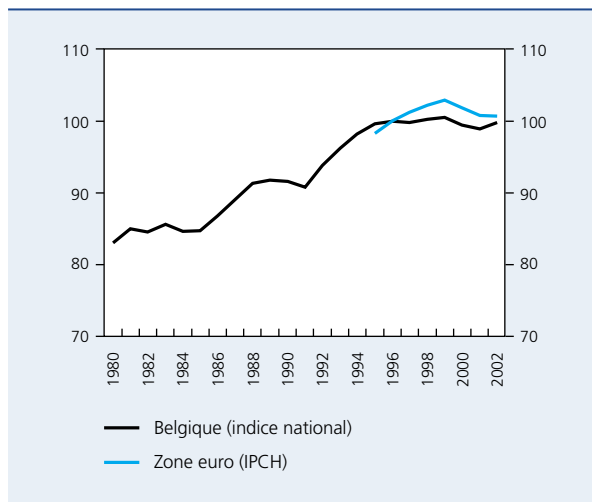
En Belgique, si lors de la conclusion de chaque *nouveau bail* le nouveau loyer est librement fixé par les parties, ce n'est cependant pas le cas lorsque le bail est *prorogé* entre les mêmes parties. En effet, si à l'issue d'un bail de neuf ans il n'a pas été mis expressément fin au bail, celui-ci est reconduit automatiquement pour des périodes successives de trois ans, à des conditions inchangées.

La règle selon laquelle le loyer ne peut être adapté en cours de contrat a été assouplie par la loi du 20 février 1991. Celle-ci prévoit la possibilité de réviser le loyer à la hausse ou à la baisse à la demande soit du bailleur soit du locataire. Cette révision ne peut avoir lieu qu'à la fin de chaque période de trois ans, dans un délai bien précis<sup>(11)</sup>.

(10) Avant 1991, c'était la situation inverse qui prévalait: l'indexation n'était possible que lorsque cela était explicitement prévu dans le bail écrit.

(11) Entre le 9<sup>e</sup> et le 6<sup>e</sup> mois qui précèdent l'expiration de la période de trois ans.

**GRAPHIQUE 7 ÉVOLUTION DES LOYERS RÉELS<sup>(1)</sup>**  
(indices 1996 = 100, déflatés par l'inflation totale)



Sources : CE ; SPF Économie, PME, Classes Moyennes et Énergie.  
(1) Loyers effectivement payés.

En cas de désaccord entre les parties, le demandeur doit entamer une procédure de conciliation (loi programme du 24 décembre 2002), avant de pouvoir saisir le juge en cas d'échec de celle-ci.

### 3.3 Évolution des loyers

Dans le cadre de l'IPCH, des données pour l'évolution des loyers effectivement payés, harmonisées au niveau européen, sont disponibles à partir de 1995. Ces données reflètent à la fois l'évolution des loyers des baux existants et celle des nouveaux loyers et il est peu aisé de dissocier ces deux composantes. Les premiers sont généralement indexés sur une variante de l'indice des prix à la consommation alors que les seconds sont libres, et reflètent les évolutions du marché immobilier. Par conséquent, ce qui apparaît comme de petites adaptations de prix peut cacher de fortes augmentations pour les nouveaux baux, ce qui implique des effets redistributifs importants, en particulier pour les ménages les plus mobiles et qui sont susceptibles de supporter des coûts élevés pour déménager.

Dans l'UE, à l'instar des prix de l'immobilier, les loyers ont eu, à long terme, tendance à augmenter en termes réels. L'inflation des loyers a cependant ralenti ou est restée relativement constante ces dernières années, se fixant à un niveau proche de l'inflation totale ou légèrement supérieur.

En Belgique, on observe aussi une tendance à la hausse du loyer réel. À partir de la deuxième moitié des années nonante, les loyers se sont cependant stabilisés en termes réels. Durant cette période, ils n'ont plus suivi le mouvement à la hausse des prix des logements. L'incidence de cette hausse a en effet été compensée par la baisse des taux d'intérêt.

## 4. Le marché du crédit hypothécaire

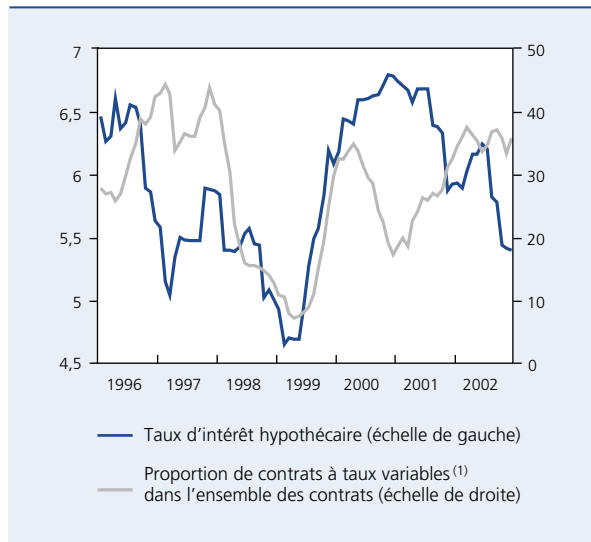
### 4.1 Les différents acteurs sur le marché hypothécaire et les modes de financement

En Belgique, l'activité hypothécaire est largement dominée par les banques commerciales, qui totalisent environ 80 p.c. de l'encours des crédits hypothécaires. Le secteur bancaire est en outre fortement concentré, puisque quatre grandes banques se partagent plus de la moitié du marché. Les compagnies d'assurances et les fonds de pension, qui détenaient encore 16 p.c. du marché en 1990, n'en détiennent plus que 6 p.c., après avoir progressivement réorienté leur portefeuille vers des activités plus rentables. Le solde se répartit entre différents organismes à caractère privé, public ou semi-public : au total c'est environ 280 entités de taille variable qui se partagent le marché belge. La part du secteur public dans l'octroi de crédits au logement, principalement au travers des institutions publiques de crédit (IPC), s'est très fortement rétrécie en conséquence de la vague de privatisations qui a pris place dans la seconde moitié des années nonante et de la cessation des activités de l'OCCH au début de 2001.

Dans l'UE, la part de marché des banques commerciales/universelles est nettement moins importante qu'en Belgique et une plus large palette d'institutions est présente sur ce marché, notamment des institutions spécialisées dans l'activité hypothécaire.

Les caractéristiques des prêteurs exercent une influence sur la manière dont les crédits hypothécaires sont financés, sur la sensibilité des prêteurs aux variations de taux et sur le coût du crédit. En Belgique, le financement, qui se fait principalement par les banques, repose majoritairement sur les dépôts de la clientèle et les émissions d'obligations classiques ; il n'y a pas d'émission d'obligations hypothécaires (« mortgage bonds ») ; une activité de titrisation des créances hypothécaires (« mortgage backed securities ») s'est développée depuis 1998 mais reste marginale. En Europe, en conséquence de la plus grande diversité des prêteurs, les modes de financement sont également plus diversifiés : selon une estimation de la Fédération hypothécaire

**GRAPHIQUE 8** TAUX D'INTÉRÊT ET TYPE DE CONTRAT  
HYPOTHÉCAIRE EN BELGIQUE  
(pourcentages)



Sources : UPC, BNB.

(1) C'est-à-dire à l'exclusion des contrats à taux fixe ou semi-fixe (dont la fixité initiale est supérieure ou égale à dix ans).

européenne<sup>(12)</sup>, les dépôts de la clientèle couvrent quelque 62 p.c. de l'encours, les émissions d'obligations hypothécaires quelque 19 p.c., tandis que le recours aux « mortgage backed securities » demeure marginal.

## 4.2 Les différents types de contrats

### a. Taux fixe ou variable ?

Les contrats à taux fixe ou semi-fixe (c'est-à-dire dont la fixité initiale est supérieure ou égale à 10 ans) demeurent la formule préférée des Belges. Ensemble, ces deux types de contrats ont représenté près de deux tiers de la valeur des crédits octroyés en 2002. Par ailleurs, les contrats assortis d'une clause de révision quinquennale ont encore représenté quelque 17 p.c. La Belgique présente donc une proportion marginale de contrats à taux variables, surtout dans une perspective internationale.

Contrairement à d'autres pays européens, l'introduction de la variabilité des taux d'intérêt dans les contrats hypothécaires est un fait récent en Belgique (loi de 1992 – entrée en vigueur fin 1994). Elle est par ailleurs entourée de sévères limitations destinées à protéger l'emprunteur contre de trop larges fluctuations du taux de référence. Par exemple, la variabilité minimale est de un an, le taux central doit être entouré d'un « cap » et d'un « floor » identiques, la marge<sup>(13)</sup> du prêteur est fixe, etc.

Dans l'UE, le tableau est nettement plus diversifié et l'usage des taux variables bien plus fréquent. À titre d'exemple, plus de 70 p.c. des nouveaux contrats émis en 2001, ont été assortis d'une clause de révision de taux à une fréquence inférieure à un an au Royaume-Uni, en Irlande, en Espagne, au Luxembourg et en Finlande.

En dehors des préférences nationales historiques et de la diversité de l'offre, le type de contrat privilégié par les emprunteurs dépend des taux d'intérêt courants et anticipés. Au début de 1999, par exemple, période caractérisée par de très bas taux d'intérêt hypothécaires, plus de 90 p.c. des crédits octroyés par les prêteurs belges ont pris la forme de contrats à taux fixe ou semi-fixe. Ce rapport est retombé à deux tiers en 2002.

### b. Possibilités de refinancement

Les crédits hypothécaires sont généralement émis pour une longue durée. En Belgique, l'échéance moyenne est de 20 ans; dans le reste de l'Europe, elle varie entre 15 et 30 ans. Si un emprunteur souscrit à un contrat à taux fixe inconditionnel ou caractérisé par une assez longue période de fixité, il est important pour lui de pouvoir refinancer son prêt en cours sans trop de frais. En Belgique, depuis l'entrée en vigueur de la loi de 1992, l'emprunteur qui désire éteindre son prêt avant l'échéance doit s'acquitter, outre de frais de dossier, d'une indemnité de trois mois de charges d'intérêts calculées sur le montant résiduel à rembourser (auparavant, cette indemnité était de six mois). Cette modalité a été grandement utilisée par les emprunteurs au cours de la période 1996-1999, caractérisée par une baisse sensible des taux d'intérêt hypothécaires, pendant laquelle plus d'un quart des crédits octroyés l'ont été au titre d'un refinancement.

### c. Quotité empruntable

La quotité empruntable (« loan-to-value ratio ») témoigne de l'attitude du prêteur par rapport au risque. En Belgique, ce ratio est en moyenne de 80-85 p.c. tandis qu'en Europe, il varie de 60 à quelque 112 p.c. (aux Pays-Bas). Dans certains pays, mais pas en Belgique, il existe une limite maximale légale; plusieurs États membres ajoutent par ailleurs des contraintes supplémentaires en matière de fonds propres lorsque la quotité est élevée. Enfin, il faut noter que les méthodes d'évaluation du bien mis en garantie diffèrent largement d'un pays à l'autre.

(12) Sur la base de l'encours nominal de crédits hypothécaires à la fin de 1998.

(13) La marge est la différence entre le taux appliqué et le taux de référence en pourcentage du taux de référence.

### 4.3 Les taux d'intérêt hypothécaires

La Belgique avait une tradition de faibles marges sur les crédits hypothécaires. La politique des banques en la matière était en effet d'utiliser le crédit hypothécaire comme produit d'appel pour entamer une relation plus complète avec le client (produits d'épargne, produits d'assurance, etc.). La rentabilité en matière de crédits hypothécaires était donc traditionnellement faible et c'est là probablement un des facteurs explicatifs de la réticence des institutions autres que les banques à développer cette activité de prêt. À partir de 1999, il semble toutefois que les banques belges aient entamé un mouvement de récupération des marges, qui a culminé en 2001.

En Europe, on note un important mouvement de convergence des taux d'intérêt hypothécaires surtout dans la deuxième moitié des années nonante, en raison de la convergence des taux d'inflation.

**TABLEAU 4** ENDETTEMENT HYPOTHÉCAIRE DES MÉNAGES DANS L'UE

(dette hypothécaire en fin d'année, en pourcentage du revenu disponible)

	1980	1990	2001
Belgique . . . . .	29	32	45
Pays-Bas . . . . .	64	70	148
Danemark . . . . .	n.	103	138
Suède . . . . .	66	133	116
Royaume-Uni . . . . .	36	82	87
Ouest de l'Allemagne	51	58	72
Finlande . . . . .	27	47	44
Espagne . . . . .	n.	11	43
France . . . . .	31	35	34
Italie . . . . .	5	6	15

Source : BCE, op. cit.

### 4.4 La répartition des crédits hypothécaires selon les buts

L'octroi de crédits hypothécaires (hors refinancements) en Belgique répond pour environ 60 p.c. à l'achat d'un logement existant, contre 20 p.c. à la construction. Le solde se répartit entre les crédits mixtes (achat et transformation) (10 p.c.), la transformation (7 p.c.) et un autre but immobilier (4 p.c.). La répartition selon les buts est demeurée

globalement stable entre 1996 et 2002, à l'exception de la part de la construction qui s'est légèrement effritée.

### 4.5 L'endettement des ménages

Exprimée en pourcentage du PIB, la taille du marché hypothécaire belge est réduite par rapport à la moyenne de l'UE; la dette hypothécaire nominale y représentait moins de 30 p.c. en 2001, contre plus de 50 p.c. pour la moyenne de l'UE.

Les différents pays de l'UE ont enregistré des profils d'endettement immobilier assez différents durant les deux dernières décennies. En Finlande, Suède et au Royaume-Uni, l'endettement immobilier ramené au revenu disponible s'est accéléré dès les années quatre-vingt, probablement du fait des premiers effets de la dérégulation financière touchant le secteur hypothécaire. La même évolution a été observée dans plusieurs autres pays de l'UE durant les années nonante. Il s'agit notamment des Pays-Bas et du Portugal, mais aussi de l'Espagne. Le niveau d'endettement des ménages est devenu particulièrement élevé aux Pays-Bas, au Danemark et en Suède.

Afin de diagnostiquer un éventuel risque d'instabilité financière, il est certes utile de comparer les évolutions du crédit hypothécaire à celles du revenu disponible, mais cela ne suffit pas pour au moins deux raisons. D'abord parce que l'endettement croissant peut être le reflet de l'appréciation de l'immobilier. Dans ce cas, l'endettement est couvert par l'augmentation de la valeur de la garantie et ne remet pas nécessairement la solvabilité des ménages en question. Ensuite, il faut également s'intéresser à la charge financière qui découle de la hausse de l'endettement. Une estimation grossière du service de la dette (au moyen du produit du taux d'intérêt hypothécaire par la dette nominale) ramené au revenu disponible, indique que les ménages européens n'ont pas encouru de difficultés significatives à supporter le degré d'endettement plus élevé de la seconde moitié des années nonante: la chute des taux d'intérêt nominaux et la hausse du revenu ont largement compensé les effets de la hausse de l'endettement. La charge financière hypothécaire s'est néanmoins inscrite à la hausse depuis 1999 en Espagne, en Irlande, au Portugal et aux Pays-Bas.

En marge des évolutions macroéconomiques, il ne semble pas qu'il y ait eu un relâchement généralisé des critères de crédit auquel la hausse du degré d'endettement puisse être attribuée. Toutefois, dans certains pays, la quotité empruntable moyenne a quelque peu augmenté et les critères d'emprunt se sont assouplis. L'exemple type est celui des Pays-Bas, où les ménages peuvent dorénavant emprunter en fonction d'un second revenu ou du revenu d'un emploi temporaire.



Par contre, l'inflation immobilière peut avoir contribué à l'accumulation de dette hypothécaire via le «house equity withdrawal». Celui-ci peut se matérialiser de deux manières. Soit, sans transaction immobilière aucune, le prêteur peut octroyer au ménage un supplément de liquidité en fonction de la réévaluation de la garantie immobilière. Soit, deux ménages dont les biens immobiliers ont été réévalués peuvent se les échanger et réduire leur contribution propre (même à quotité empruntable inchangée)<sup>(14)</sup>.

Sous la réserve importante des écarts statistiques entre les comptes réels et financiers, une comparaison de l'investissement en logements et de la variation de la dette hypothécaire donne une idée de l'existence d'un «house equity withdrawal».

Dans la majorité des pays européens, l'investissement dépasse la variation de la dette, indiquant que les ménages ont injecté de la liquidité propre pour l'achat de logements. Dans quatre pays, les ménages ont par contre retiré de la liquidité du système hypothécaire au cours des cinq dernières années: il s'agit du Royaume-Uni, du Danemark, des Pays-Bas et du Portugal. Ces pays ont présenté un niveau d'endettement ramené au PIB en forte croissance ou très élevé. À l'exception du Portugal, la hausse des prix immobiliers réels y a été significative. Il est donc possible que le fonctionnement des marchés hypothécaires dans ces pays ait amplifié l'inflation immobilière.

En Belgique, par contre, le phénomène de «house equity withdrawal» ne s'est pas matérialisé. Ceci peut être lié à la réticence des intermédiaires financiers à réévaluer les prêts hypothécaires en fonction de l'inflation immobilière, ainsi qu'à la hauteur des coûts de transaction.

Sur la base de différentes mesures d'endettement, la situation de la Belgique n'est pas préoccupante. Comme dans la plupart des pays de l'UE, le ratio entre dette et revenu disponible s'est accru depuis 1995 («debt income ratio»), mais il est demeuré plus bas que la moyenne de l'UE. La hausse de l'endettement des ménages est allée de pair avec l'inflation immobilière, comme en témoigne la stabilité du ratio entre dette hypothécaire et valeur de l'immobilier dans le portefeuille des ménages («capital gearing ratio»). Enfin, le rapport entre les charges d'intérêts et le revenu disponible («income gearing ratio»), qui est un indicateur de la charge financière supportée par les ménages, a diminué sous l'impulsion de la baisse des taux d'intérêt hypothécaires.

## 5. Résumé et conclusion

Les marchés de l'immobilier résidentiel sont souvent caractérisés par d'amples fluctuations de prix, ce qui n'est guère étonnant étant donné le caractère durable des actifs en cause et les contraintes qui pèsent sur l'offre de nouveaux logements.

L'importance du marché de l'immobilier résidentiel pour l'économie et la politique monétaire a été soulignée au début de cet article. Les fluctuations de prix sur le marché de l'immobilier résidentiel influencent la demande de biens et services par de multiples canaux: elles affectent l'investissement résidentiel (la demande adressée au secteur de la construction) et elles peuvent exercer un effet de richesse sur la consommation, éventuellement amplifié par une incidence sur l'octroi de crédit. La demande de biens et services peut aussi être affectée par l'impact des variations de taux d'intérêt hypothécaire sur le revenu disponible des ménages. L'intensité de la demande de biens et services détermine à son tour l'activité et les prix. Les taux d'intérêt et les prix de l'immobilier figurent par ailleurs parmi les déterminants des loyers, qui forment une composante de l'IPCH.

Aux fluctuations des prix des logements correspondent aussi des variations de l'endettement hypothécaire des ménages et, en fonction des caractéristiques du marché du crédit, ces mouvements peuvent être plus ou moins prononcés et donner lieu à des risques d'instabilité financière.

Par ailleurs, le fonctionnement du marché immobilier n'est pas non plus sans effet sur l'offre de biens et services dans l'économie, notamment via son influence sur le degré de mobilité du travail.

Les banques centrales sont donc concernées par l'évolution du marché immobilier dans la mesure où celle-ci affecte les risques pesant sur la stabilité des prix et sur la stabilité financière. Elles peuvent à leur tour agir sur l'évolution de ce marché en fixant les taux d'intérêt à court terme et ainsi affecter indirectement les taux à long terme.

Il leur importe notamment d'analyser les causes des variations des prix des logements et de détecter d'éventuelles surévaluations, sachant que d'importantes fluctuations font partie du fonctionnement normal du marché. Cette

(14) Un exemple permet d'illustrer ce point. Considérons deux ménages possédant un bien immobilier initialement évalué à 100 et couvert par un emprunt de 80. À la suite notamment de la baisse des taux hypothécaires, les prix de l'immobilier doublent. En se revendant leur bien à 200, les deux ménages peuvent dégager des liquidités importantes. La vente leur permet de rembourser leur premier emprunt de 80 et de dégager 120 de liquidités. Ils empruntent également 160 (quotité empruntable de 80 p.c.) pour acheter leur nouveau bien à 200 en y consacrant 40 de leurs propres liquidités. Par solde, ils ont donc dégagé un montant de 80 (=120-40).



analyse est compliquée par l'hétérogénéité du marché et la multiplicité des facteurs en cause, qui sont évoqués dans la deuxième partie de l'article. Il y a lieu notamment de tenir compte de la tendance à la hausse du prix réel des logements sous la pression de l'accroissement des revenus et de la rareté des terrains, ainsi que de cycles dus aux variations du revenu disponible des ménages et des taux d'intérêt, mais de nombreux autres facteurs entrent aussi en jeu, qui ont parfois un caractère local. Ainsi, une analyse régionale du marché belge fait apparaître une forte hausse du prix des terrains en Flandre, due à la confrontation d'une préférence traditionnelle pour la construction de logements neufs et d'une rareté croissante des terrains à bâtir. Cette hausse tend à orienter les candidats acheteurs vers le marché secondaire.

Globalement, après de fortes fluctuations dans les années septante et au début des années quatre-vingt, le marché belge du logement est caractérisé par une évolution assez modérée des prix (soit une augmentation de 4 p.c. par an en moyenne en termes réels durant la période 1986-2002). Il n'a pas subi de « boom » au cours des dernières années, contrairement à l'Irlande, aux Pays-Bas, au Royaume-Uni et à l'Espagne ou aux pays nordiques. Les prix n'y ont pas non plus baissé comme ce fut le cas en Autriche, en Italie et en Allemagne.

Cette situation provient notamment du contexte macro-économique: les prix n'ont pas été poussés à la hausse par une croissance économique très vive comme en Irlande ou une baisse très sensible des taux d'intérêt réels comme en Grèce. Elle est peut-être aussi due en partie à la hauteur des coûts de transaction sur le marché immobilier belge – qui sont par ailleurs un des multiples obstacles à une plus grande mobilité du travail. Elle résulte enfin des

caractéristiques du marché du crédit hypothécaire, où la quotité empruntable n'a pas eu tendance à augmenter comme ce fut le cas aux Pays-Bas et où il est rare que de nouveaux prêts soient accordés en fonction de la réévaluation de l'immeuble, comme c'est par exemple le cas au Royaume-Uni.

Les loyers, qui sont analysés dans la troisième partie, ont eu tendance à augmenter en Belgique plus que le niveau général des prix à la consommation de 1985 à 1995, mais ils ont crû au même rythme ensuite. Pendant toute cette période, leur hausse a été inférieure à celle des prix du logement. L'écart par rapport à la charge initiale de l'achat d'un logement s'est cependant beaucoup moins creusé, étant donné la baisse des taux d'intérêt.

Dans plusieurs pays, la réglementation des loyers et l'encouragement à l'accession à la propriété ont conduit à une réduction de la taille du secteur locatif, ce qui peut aussi nuire à la mobilité du travail. La Belgique se situe dans la moyenne en matière de taille du secteur locatif privé – le seul pays de l'UE où il représente nettement plus du quart du marché étant l'Allemagne –, tandis que le secteur du logement social y est relativement réduit.

Les caractéristiques du marché hypothécaire belge font l'objet de la dernière partie de l'article, qui met notamment en évidence la concentration des prêteurs, la préférence pour les taux fixes, l'utilisation des possibilités de refinancement en cas de baisse des taux et l'absence de « house equity withdrawal ». L'endettement hypothécaire des ménages n'est pas un sujet de préoccupation en Belgique, alors qu'il a atteint de très hauts niveaux aux Pays-Bas et qu'il a vivement augmenté en Espagne et au Portugal.

# Summaries of Articles

## THE BELGIAN ECONOMY IN 2003

According to international organisations and the European System of Central Banks (ESCB), economic growth in the euro area is expected to remain subdued in the first half of 2003, gradually gaining momentum in the second half, as the uncertainty dissipates. The same profile is expected for activity in Belgium. Whereas companies reduced investment and employment in 2002 to restore profitability, jeopardised by two years of weak demand, these cut-backs should gradually subside in the course of the year, while foreign demand is expected to improve slowly. On average, GDP growth for 2003 is estimated at 1 p.c. Headline inflation is expected to slow down to 1.2 p.c. in 2003, complying for the second year in row with the ESCB definition of price stability. The low inflation is due to temporary factors, such as the recent drop in oil prices and the abolition of the radio and television licence fees. In addition, the appreciation of the euro, the sluggish development of the economy, and the decrease in labour costs, due to a limited wage increase under the general agreement for 2003-2004, also reduce the inflationary pressures. The protracted period of weak activity is likely to place a burden on public finances, and the general government budget is expected to show a deficit amounting to 0.6 p.c. of GDP.

## THE BELGIAN HOUSING MARKET IN A EUROPEAN PERSPECTIVE

After a brief survey of the existing links between monetary policy and housing markets, the article presents the main structural characteristics and development of the Belgian housing market, along with comparisons with other EU countries. Price developments, which have been rather moderate since the late eighties, are examined in relation to their various determinants such as disposable income, shortage of building land, interest rates, etc. The rental market and the mortgage market are analysed in detail. Although rents increased less than real estate prices between 1985 and 2002, the gap between a rent and an initial mortgage burden has not widened significantly, because of lower interest rates. Moreover, the mortgage debt ratio of households is not a cause of concern in Belgium.

# Abstracts of the Working Papers Series

36. “The labour market and fiscal impact of labour tax reductions: the case of reduction of employers’ social security contributions under a wage norm regime with automatic price indexing of wages” by K. Burggraeve and Ph. Du Caju, Research series, March 2003

This paper investigates the possible impacts of labour tax reductions on the labour market and on the government budget in a typically Belgian setting, i.e. a wage norm regime with automatic price indexing of wages. The authors consider reductions in employers’ social security contributions and fiscal compensation through value added or production taxes.

Reductions in employers’ social security contributions can only have significant employment effects if they effectively reduce labour costs. These reductions are only partly self-financing, and the cost per job created is high. The remaining negative impact on the government budget should be compensated through an alternative means of financing this expenditure, since not-compensating for the budgetary loss is not a realistic option in the long run. For this purpose, various financing schemes can be envisaged, but an increase in value added tax and the introduction of a tax on production (mimicking environmental taxes affecting firms’ production costs) are the two possibilities considered in this paper. The alternative financing mechanisms destroy some of the positive employment effects of the initial reductions. However, on balance the combined measures can create some employment without worsening the government budget balance. The reaction of wages to the reduction in employers’ social security contributions and to the fiscal compensation measures proves crucial. The more the initial reductions in employers’ contributions are used to finance higher gross wages, and the more the inflationary effects of fiscal compensation measures are passed on in wages, the less positive the impact on employment will be. This means that little job creation is to be expected without a special co-ordination effort between all labour market players. Labour tax reductions are by no means a substitute for other labour market reforms.

37. “Scope of asymmetries in the euro area” by S. Ide and Ph. Moës, Document series, March 2003

This paper investigates the scope of asymmetries in growth and inflation developments in the euro area countries, taking the euro area as the natural benchmark since the establishment of EMU. First it provides a descriptive analysis of a set of indicators that can give a first idea of the likelihood of or extent to which Member States can show asymmetries with respect to the euro area. This approach typically leads to a division of countries between a core and a periphery, the former consisting over the 1993-2000 sub-period of Belgium, Germany, France, Italy, Spain and Austria and perhaps the Netherlands. However, it is rather difficult to weight the indicators and to draw a firm line between “insiders” and “outsiders” in this way. Moreover the dichotomy does not provide any information on the true extent of the asymmetries inside the core and periphery.

The authors move then to a quantitative approach (SVAR models) that makes it possible to assess two forms of asymmetry: asymmetry stemming from country-specific shocks and asymmetry stemming from differences in the way countries react to symmetric euro area shocks. The asymmetries are measured along two dimensions: growth and inflation developments. It appears that over the years 1971-2000 growth in many countries is driven by the symmetric shocks while the opposite holds true for inflation where asymmetric (country-specific) shocks dominate. However regarding growth, the responses of the different countries to the symmetric shocks do not really differ and these shocks are not a

major source of divergence. As a consequence, for growth as well as for inflation, the asymmetries with respect to the euro area are mainly the result of genuine asymmetric shocks. The impact of these shocks on inflation decrease markedly over the years, a phenomenon that is also present for growth, albeit less pronounced. If the years 1993-2000 can be used to evaluate the current situation, it appears that countries are spread along a line going from close similarity to the euro area (France) to extensive asymmetry (Ireland). Asymmetric shocks are not negligible yet with an average annual impact of around 1 percentage point on country growth or inflation. Some countries usually thought to belong to the core, are still exposed to such average shocks, in terms of growth or in terms of inflation.

38. “De autonijverheid in België: Het belang van het toeleveringsnetwerk rond de assemblage van personenauto’s” by F. Coppens and G. van Gastel, Document series, June 2003

This paper provides an extensive overview of the economic importance and evolution of the car manufacturing industry. In addition, it provides evidence that the car industry is still playing a vital role in process innovation. The currently widespread lean production method, under which companies focus on their core activities and develop a network of subcontractors, in fact originates from the Japanese car industry.

The introduction of the “lean production” concept in Europe had a far-reaching impact on corporate relations. Important responsibilities - such as product development, quality control, innovation efforts and timely deliveries - have been/are passed on to the subcontractors. Company clusters have been formed, which often also have consequences in terms of geographical location due to the necessity of “just-in-time” or even “just-in-sequence”-deliveries. The mere fact that global companies have implemented this production method, also adds to the internationalization of the subcontracting companies.

The latter conclusion fuelled/fuels the trend to anchor as it were the industrial core activities through an appropriate policy. Such a policy must be based upon reliable statistical observations. A major disadvantage, however, is that because of their network structure, the corporate clusters’ importance is hard to measure. Since the input-output tables are not available for the very latest years, on the one hand, and are not sufficiently detailed, on the other hand, a method has been searched for which allows to gauge the importance of a specific branch. The proposed calculation method is based on the supply and use tables drawn up by the Bank within the framework of the National Accounts Institute.

Éditeur responsable

**J. HILGERS**

Directeur

Banque nationale de Belgique

boulevard de Berlaimont 14 – BE-1000 Bruxelles

Personne de contact pour la Revue

**Ph. QUINTIN**

Chef du service Communication

Tel. +32 2 221 22 41 – Fax +32 2 221 30 91

[philippe.quintin@nbb.be](mailto:philippe.quintin@nbb.be)

© Illustrations : fotostockdirect – goodshoot  
gettyimages – digitalvision  
gettyimages – photodisc  
Banque nationale de Belgique

Mise en page : NBB Prepress  
Couverture : NBB Multimedia

Publié en juin 2003