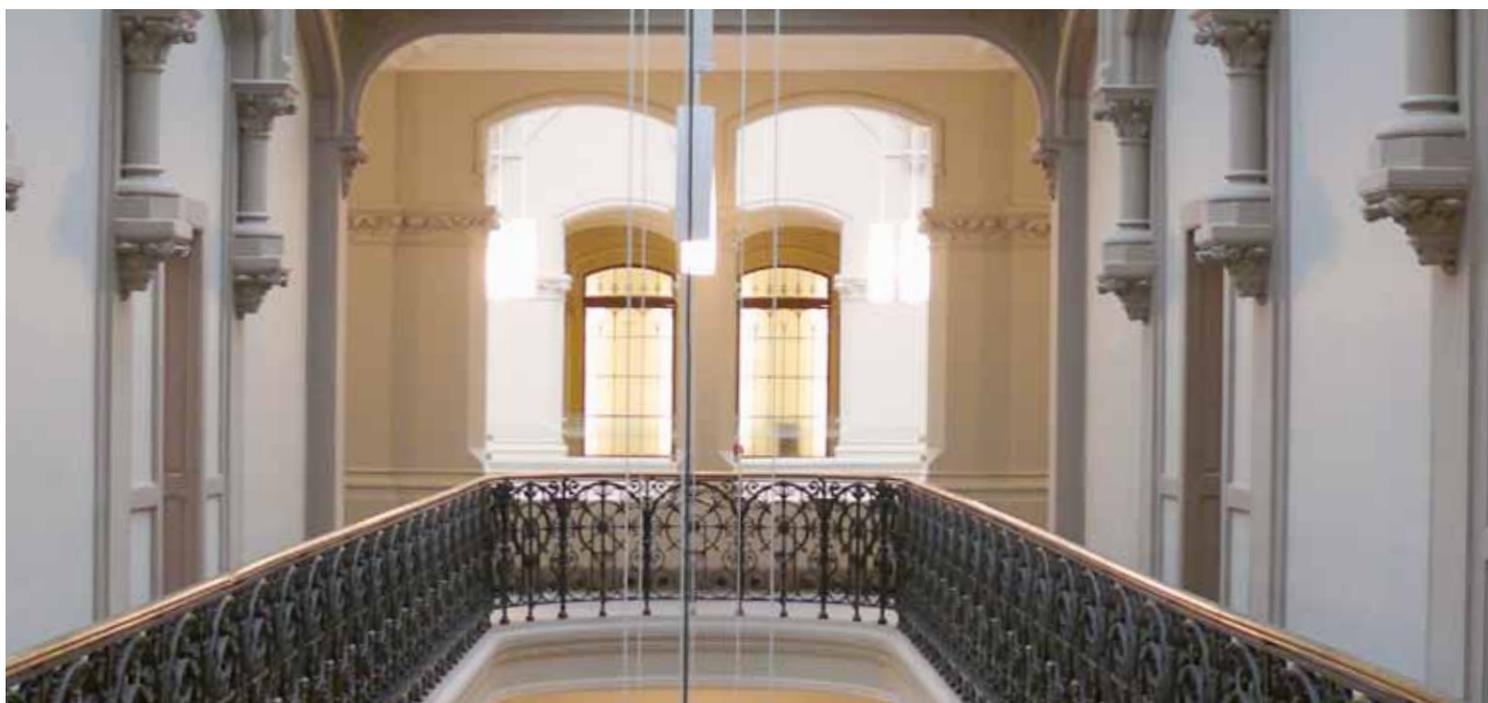


# Revue économique

Juin 2013



© Banque nationale de Belgique

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

ISSN 1372-3162

# Table des matières

PROJECTIONS ÉCONOMIQUES POUR LA BELGIQUE – PRINTEMPS 2013	7
DYNAMIQUE STRUCTURELLE DU COMMERCE EXTÉRIEUR DE LA BELGIQUE	29
LA DÉMOGRAPHIE DES ENTREPRISES	43
AMPLEUR ET DYNAMIQUE DE L'ENDETTEMENT EN BELGIQUE ET DANS LA ZONE EURO	63
LE PATRIMOINE IMMOBILIER PAR SECTEUR INSTITUTIONNEL	87
SUMMARIES OF ARTICLES	103
ABSTRACTS FROM THE WORKING PAPERS SERIES	107
SIGNES CONVENTIONNELS	109
Liste des abréviations	111

# Projections économiques pour la Belgique – Printemps 2013

## Introduction

En Belgique, comme dans l'ensemble de la zone euro, le ralentissement de la croissance amorcé dans le courant de 2011 a entraîné l'année dernière une contraction de l'activité. Selon les données les plus récentes des comptes nationaux, le PIB en volume s'est tassé de quelque 0,3 % en 2012, soit un recul légèrement inférieur à celui observé dans la zone euro.

Les précédentes projections de la Banque (de l'automne 2012), publiées dans la Revue économique de décembre 2012, faisaient état d'une lente reprise qui ne se serait dessinée qu'au cours de 2013. Toutefois, en termes annuels, l'activité n'aurait pas affiché une croissance positive cette année en raison, entre autres, de l'effet de niveau négatif induit par le repli du PIB dans le courant de 2012. Les nouvelles projections n'altèrent pas fondamentalement cette image. L'année 2013 resterait caractérisée par une reprise difficile et inégale, avec une conjoncture qui, selon les données d'enquête disponibles, se serait récemment à nouveau essoufflée. La lenteur du redressement de la demande intérieure, qui est freiné non seulement par l'évolution défavorable de l'emploi, mais également par des facteurs d'incertitude, des restrictions de crédits et une faible utilisation des capacités de production, continue de peser sur la reprise.

Pourtant, à l'échelle mondiale, la conjoncture semblait se stabiliser, et même se redresser depuis la fin de l'année dernière, dans un contexte marqué par un fort rebond des marchés financiers et une politique monétaire extrêmement accommodante des principales banques centrales. Aux États-Unis et au Japon, cette politique cherchait résolument à favoriser la croissance de l'activité et à réduire le chômage. Dans la zone euro, de nouvelles avancées

ont été accomplies en ce qui concerne la résorption des déséquilibres macroéconomiques existants. Grâce à d'importantes mesures d'économies prises dans de nombreux pays, le déficit public moyen dans la zone euro a continué de diminuer en 2012 pour s'établir encore à 3,7 % du PIB selon les notifications EDP publiées par Eurostat le 22 avril 2013, et ce en dépit d'une contraction de l'activité. Sous l'effet des réformes structurelles mises en oeuvre, les pays présentant un déficit courant gagnent aussi progressivement en compétitivité, ce qui leur permet de soutenir davantage la politique de correction macroéconomique au moyen d'une expansion des exportations, et non plus uniquement par une limitation des dépenses intérieures.

Le regain de confiance sur les marchés financiers semble également bien plus robuste qu'il y a six mois. Ainsi, la crise chypriote ou l'incertitude liée à l'issue des élections en Italie et la crainte d'une impasse politique qui s'en est suivie n'ont pas ébranlé durablement la confiance sur les marchés financiers européens.

Cet optimisme sur les marchés financiers ne s'est toutefois pas encore traduit par une reprise claire et stable de l'activité dans toutes les régions du monde. À cet égard, les pays émergents affichent les meilleures performances. Viennent ensuite les États-Unis qui, après avoir trouvé une solution temporaire au *fiscal cliff* au début de l'année, doivent encore progresser en matière de correction durable des dépenses publiques, mais dont la croissance de l'activité se redresse peu à peu. La zone euro est, quant à elle, nettement à la traîne.

Selon les données statistiques les plus récentes, à savoir les estimations flash publiées le 15 mai 2013 par Eurostat, le PIB en volume de la zone euro aurait de nouveau fléchi de 0,2 % au cours du premier trimestre de l'année. Il s'agit

déjà de la sixième baisse consécutive. La faiblesse de la conjoncture ne se limite clairement pas aux pays dits périphériques. Par exemple, en France et aux Pays-Bas, pays faisant traditionnellement partie du cœur de la zone euro et figurant parmi nos principaux partenaires commerciaux, l'économie continue également de se contracter. Bien que les projections de printemps de l'Eurosystème, dans le cadre duquel s'inscrivent les présentes estimations pour la Belgique, tablent sur une lente reprise vers la fin de l'année en cours, les perspectives pour la zone euro en 2013 demeurent peu réjouissantes.

L'évolution récente des indicateurs de conjoncture montre elle aussi que le moteur conjoncturel ne se remet en marche que difficilement dans la zone euro. L'embellie observée depuis la fin de 2012 s'est en effet clairement muée, depuis mars 2013, en un nouvel effritement de la confiance, selon la plupart des données d'enquête, telles que la courbe synthétique globale de la Banque qui mesure la confiance des chefs d'entreprise en Belgique. Bien que ces indicateurs soient extrêmement volatils et que leurs variations de mois en mois doivent dès lors être interprétées avec la prudence de rigueur, ce recul constitue une source d'incertitudes quant aux perspectives à court terme, et ce même si, dans le cas de la courbe synthétique globale, l'indicateur s'est à nouveau sensiblement amélioré en mai, pour revenir vers le niveau qu'il affichait au début de l'année. Comme expliqué plus bas, les présentes estimations pour la Belgique tablent, pour diverses raisons, sur une nouvelle stagnation de l'activité au deuxième trimestre de l'année.

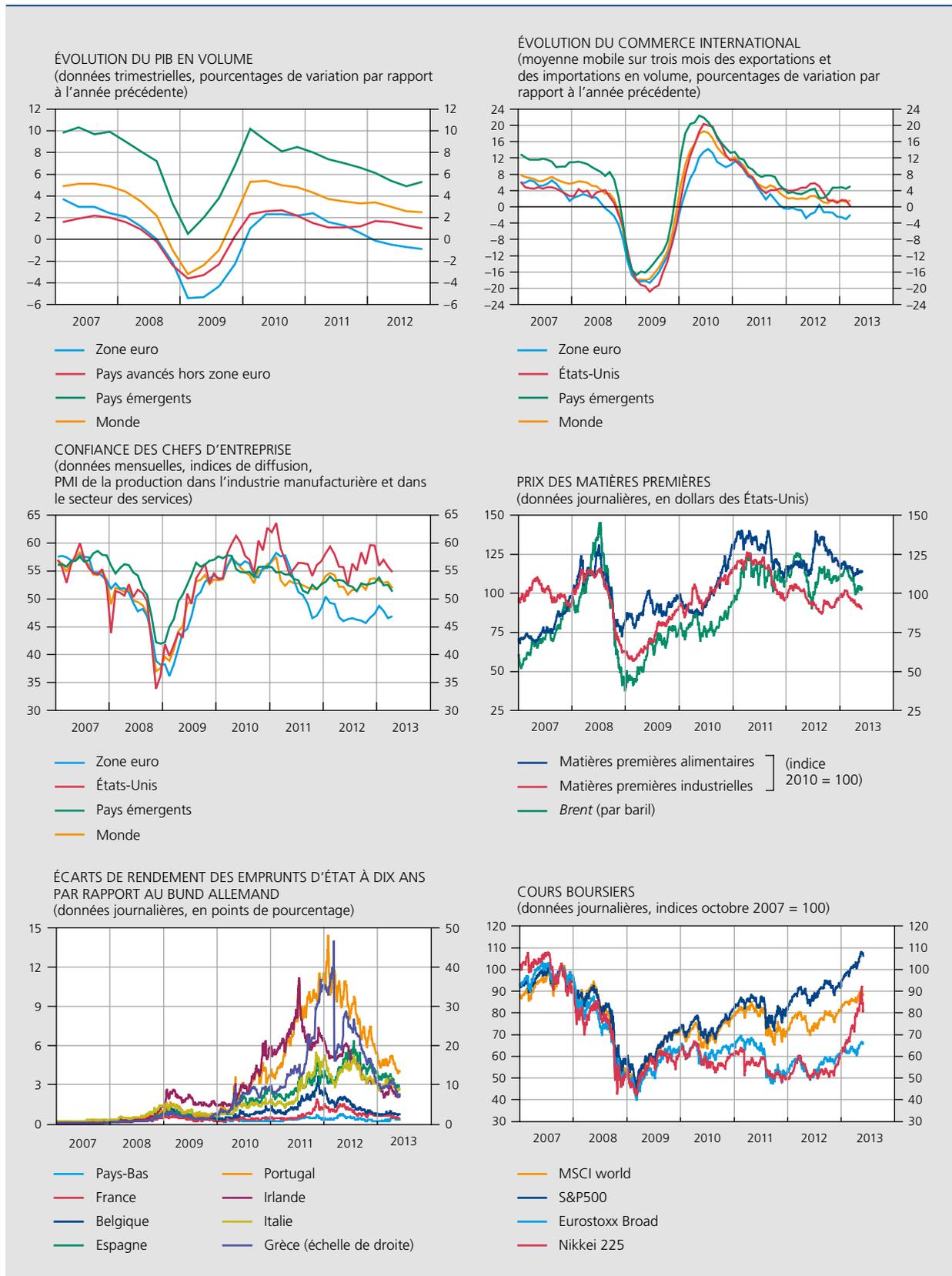
Les projections économiques pour 2013 et 2014 auxquelles cet article est consacré ont été clôturées le 22 mai 2013. Elles ont été établies sur la base d'hypothèses techniques de l'Eurosystème arrêtées le 14 mai, dont les principales sont décrites dans l'encadré figurant à la première section. Comme de coutume dans le cadre de ces exercices, les projections en matière de finances publiques, présentées dans la cinquième section, ne prennent en compte que les mesures qui ont été formellement décidées par les pouvoirs publics – ou dont l'approbation est très vraisemblable – et dont les modalités sont connues de manière suffisamment précise au moment de la clôture de l'exercice. À cet égard, contrairement aux projections de décembre, il a pu être tenu compte des mesures budgétaires et de compétitivité annoncées en novembre 2012 par le gouvernement fédéral. Les décisions adoptées au printemps de 2013 lors des contrôles budgétaires du pouvoir fédéral ainsi que des régions et des communautés ont également pu être prises en considération.

## 1. Environnement international et hypothèses

L'économie mondiale a poursuivi son redressement au cours des derniers mois. L'activité économique et le commerce international, qui avaient ralenti dans le courant de 2012, ont connu un certain revirement à partir de la fin de l'année. La croissance de l'activité mondiale est toutefois restée modérée, la poursuite de la correction de plusieurs déséquilibres et l'incertitude politique permanente dans les économies avancées ayant continué de la freiner, en dépit du soutien ininterrompu d'une politique monétaire très accommodante. La reprise de l'activité est demeurée ainsi vulnérable à un éventuel nouveau fléchissement. En outre, d'importants écarts de croissance ont été observés entre les différentes régions. C'est en effet principalement dans les pays émergents qu'une croissance vigoureuse a été enregistrée. Plusieurs économies avancées, dont les États-Unis, la Suède et la Suisse, ont elles aussi connu une nette amélioration, et ont affiché une croissance modérée. Dans la zone euro, en revanche, le repli de l'activité s'est poursuivi.

À partir de l'été de 2012, en réaction au ralentissement de la croissance et à la crise prolongée de l'euro, plusieurs mesures de politique économique ont été prises. En Europe, l'annonce par la BCE du nouvel instrument des opérations monétaires sur titres (OMT) a fortement contribué à mettre un terme à la fragmentation des marchés financiers dans la zone euro. La confiance en l'issue favorable à la crise de l'euro s'est ainsi renforcée et la crainte de voir plusieurs pays contraints de quitter la zone euro s'est estompée. Plus tard dans l'année, de nouvelles étapes ont en outre été franchies en ce qui concerne le cadre institutionnel de la zone euro, notamment avec la mise en œuvre du Mécanisme européen de stabilité (MES) et les progrès accomplis dans la création d'une union bancaire. En dehors de l'Europe, différentes initiatives importantes ont également été prises en matière de politique économique. Ainsi, la banque centrale américaine a annoncé à la fin de l'année dernière des achats supplémentaires de titres et a lié sa future politique monétaire à l'évolution du taux d'emploi et de l'inflation. Au début de janvier 2013, un accord a par ailleurs été conclu aux États-Unis, permettant à l'économie américaine d'éviter en grande partie une contraction aussi importante que brutale de la politique budgétaire (*fiscal cliff*). Au Japon, le nouveau gouvernement élu à la fin de l'année dernière a lancé un plan ambitieux pour combattre la déflation, qui s'est installée de manière durable dans le pays, et soutenir l'activité économique. En Chine, enfin, l'assouplissement de la politique monétaire a favorisé une reprise progressive.

**GRAPHIQUE 1 ÉVOLUTION CONJONCTURELLE MONDIALE ET DÉVELOPPEMENTS SUR LES MARCHÉS FINANCIERS ET DES MATIÈRES PREMIÈRES**



Sources: Thomson Reuters Datastream, BNB.

Ces mesures ont permis d'écartier les principaux risques à court terme et ont ainsi contribué à rétablir la confiance sur les marchés financiers. Sur fond de politique monétaire extrêmement accommodante des banques centrales dans les économies avancées, les marchés boursiers ont affiché des hausses moyennes d'environ 25 % entre l'été de 2012 et le début de 2013, ainsi qu'une diminution de la volatilité jusqu'à son niveau le plus bas depuis le début de la crise financière en 2007. Les écarts de taux sur les obligations des États membres de la zone euro vis-à-vis du Bund allemand se sont aussi nettement réduits. Les différentes mesures de politique économique ont donné lieu à une amélioration de la confiance des chefs d'entreprise au cours des derniers mois de 2012 et l'activité économique a semblé se stabiliser, essentiellement en dehors de la zone euro.

Au début de 2013, des doutes sont toutefois apparus quant au caractère durable de la reprise économique. Plusieurs événements qui se sont produits durant les premiers mois de l'année ont en effet rappelé que la crise de l'euro n'était pas encore terminée : les élections de février en Italie ont temporairement placé le pays dans une impasse politique, et un plan de sauvetage a dû être élaboré pour Chypre à la fin mars, sur fond de communication parfois ambiguë. De plus, la fragmentation des marchés financiers a subsisté dans la zone euro. La publication de chiffres économiques défavorables aux États-Unis, dans la zone euro et en Chine a aussi alimenté les préoccupations au sujet de l'évolution de l'activité. La confiance des chefs d'entreprise s'est dès lors érodée durant les premiers mois de l'année. En revanche, l'on n'a pas observé de revirement de la confiance des marchés financiers. À moyen terme, quelques facteurs d'incertitude continuent de peser sur la poursuite du redressement économique : les déséquilibres subsistants dans la zone euro et un début de découragement à l'égard des mesures nécessaires à leur correction, ce qui pourrait compliquer leur mise en œuvre, l'absence d'un plan à moyen terme crédible pour amener les finances publiques sur une trajectoire tenable aux États-Unis et au Japon, ainsi que des tensions géopolitiques latentes susceptibles d'entraîner un brusque renchérissement des matières premières.

Les prix des catégories de matières premières les plus sensibles à la conjoncture (pétrole brut et matières premières industrielles) ont encore augmenté à la fin de 2012 et au début de 2013, en réaction à l'amélioration du climat économique. Un repli généralisé a toutefois suivi à partir de février, en raison de l'érosion de la confiance et des perspectives plus défavorables dans les principales régions, notamment dans les pays émergents. La baisse la plus marquée a concerné les matières premières énergétiques, principalement le pétrole brut. Le prix du Brent est revenu de 118,5 dollars le baril à la mi-février à environ 100 dollars

à partir de la mi-avril. S'agissant des prix à la consommation, l'inflation a continué de suivre la tendance baissière qu'elle avait entamé dans la seconde moitié de 2011, en raison notamment du recul des prix des matières premières.

Dans ce contexte, les perspectives de croissance pour 2013 ont été revues à la baisse. Les prévisions de printemps de la CE font état d'une expansion modérée du PIB mondial de 3,1 % en 2013, suivie d'une hausse à 3,8 % en 2014. Cette croissance serait soutenue par les conditions financières favorables, par la politique monétaire accommodante et par la poursuite du désendettement dans plusieurs grandes économies. Il subsiste cependant des divergences majeures parmi les différentes régions. D'une manière générale, la croissance demeurerait plus vigoureuse en dehors de l'Europe. Dans la zone euro, la croissance devrait continuer de varier considérablement

**TABLEAU 1** PROJECTIONS POUR LES PRINCIPALES ZONES ÉCONOMIQUES  
(pourcentages de variation par rapport à l'année précédente, sauf mention contraire)

	2012	2013	2014
	Réalisations	Projections	
<b>PIB en volume</b>			
Monde .....	3,0	3,1	3,8
dont :			
États-Unis .....	2,2	1,9	2,6
Japon .....	2,0	1,4	1,6
Union européenne .....	-0,3	-0,1	1,4
Chine .....	7,8	8,0	8,1
Inde .....	4,1	5,7	6,6
Russie .....	3,4	3,3	3,8
Brésil .....	0,9	3,0	3,6
<i>p.m. Importations mondiales ..</i>	2,3	3,2	5,8
<b>Inflation<sup>(1)</sup></b>			
États-Unis .....	2,1	1,8	2,1
Japon .....	0,0	0,2	1,8
Union européenne .....	2,6	1,8	1,7
Chine .....	2,7	3,0	3,0
<b>Taux de chômage<sup>(2)</sup></b>			
États-Unis .....	8,1	7,7	7,2
Japon .....	4,3	4,3	4,2
Union européenne .....	10,5	11,1	11,1

Sources : CE, FMI.

(1) Indice des prix à la consommation.

(2) Pourcentages de la population active.

selon les États membres. En 2013 et 2014, l'inflation resterait modérée; à l'exception du Japon, qui mène une politique résolument anti-déflationniste, elle n'augmenterait pas significativement durant la période de projection.

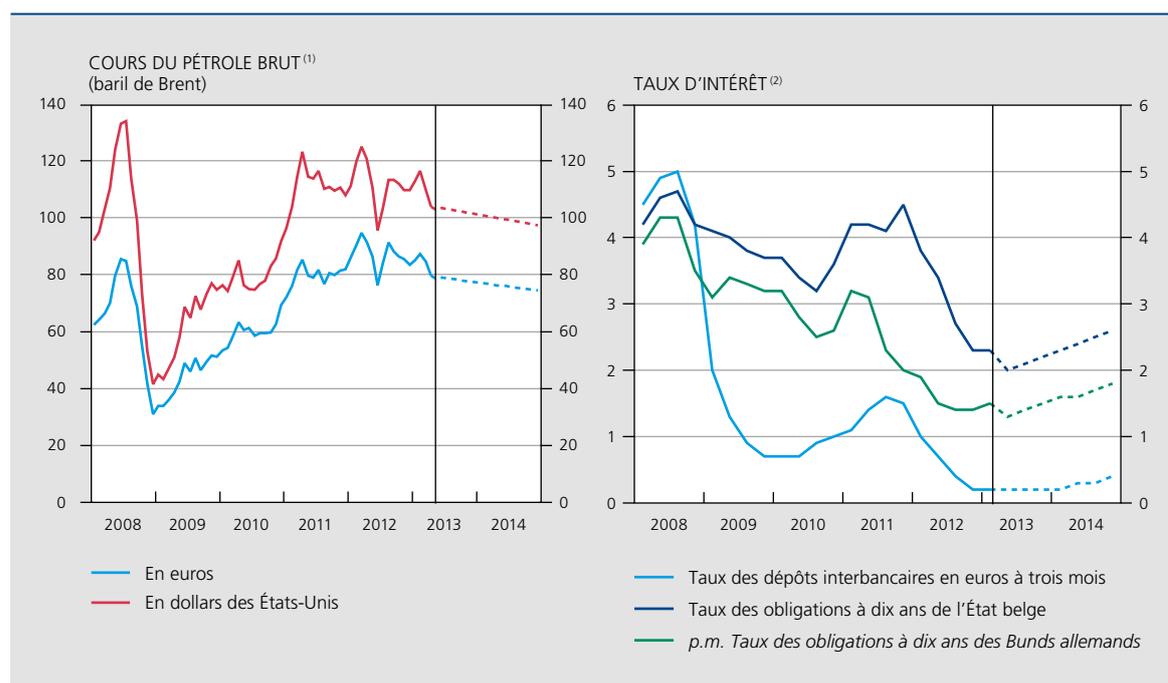
En raison de la faiblesse persistante de la conjoncture, le taux de chômage continuerait de s'accroître cette année dans l'Union européenne, contrairement aux États-Unis et au Japon, et ne se stabiliserait qu'en 2014.

## Encadré 1 – Hypothèses retenues pour les projections

Les projections macroéconomiques pour la Belgique décrites dans le présent article sont issues d'un exercice commun propre à l'Eurosystème pour la zone euro. Cet exercice repose sur une série d'hypothèses techniques et de pronostics quant à l'évolution de l'environnement international arrêtés d'un commun accord par les institutions participantes, à savoir la BCE et les banques centrales nationales de la zone euro.

Les projections s'appuient notamment sur des cours de change figés aux niveaux moyens observés durant les dix derniers jours ouvrables précédant la clôture des hypothèses, le 14 mai 2013. S'agissant du dollar des États-Unis, le cours de change s'établissait à 1,31 dollar pour 1 euro. Ce niveau est légèrement supérieur à la moyenne de 1,28 dollar pour 1 euro en 2012.

### HYPOTHÈSES RELATIVES À L'ÉVOLUTION DU COURS DU PÉTROLE ET DES TAUX D'INTÉRÊT



Source: BCE.

(1) Réalisations jusqu'au 14 mai 2013, hypothèses à partir du 15 mai 2013.

(2) Réalisations jusqu'au premier trimestre de 2013, hypothèses à partir du deuxième trimestre de 2013.

En ce qui concerne les cours du pétrole, il est tenu compte des anticipations des marchés telles que reflétées dans les contrats à terme conclus sur les marchés internationaux. À la mi-mai 2013, cet indicateur laissait entrevoir une baisse progressive du cours du baril de Brent sur l'horizon de projection, de 113 dollars au premier trimestre de 2013 à une moyenne de 98,5 dollars au dernier trimestre de 2014.

Les hypothèses relatives aux taux d'intérêt reposent également sur les anticipations des marchés observées à la mi-mai 2013. Le taux des dépôts interbancaires à trois mois, qui avait atteint un niveau inhabituellement bas, d'à peine 21 points de base au premier trimestre de 2013, demeurerait stable jusqu'au dernier trimestre de 2013. Étant donné l'évolution du niveau de ces taux en 2012, cela implique que les taux moyens sur le segment à court terme du marché en 2013 baisserait de près de deux tiers par rapport à la moyenne de 2012. En 2014, ces taux d'intérêt devraient augmenter lentement pour afficher un niveau de 36 points de base au dernier trimestre de 2014.

L'évolution attendue des taux appliqués par les banques sur les crédits d'investissement des entreprises et sur les crédits hypothécaires des particuliers prend en compte la transmission généralement observée par rapport aux taux de marché. Dans le cadre des exercices de prévision de l'Eurosystème, les taux appliqués par les banques de chaque pays sont modélisés comme une fonction des taux de marché auxquels ils sont le plus étroitement liés, et leurs projections sont basées sur celles de ces taux de référence.

Ainsi, en Belgique, l'on constate que, depuis le début de la crise financière (et particulièrement de la crise de la dette publique), les taux des crédits hypothécaires sont plus fortement influencés par ceux des swaps à dix ans de l'Euribor, plutôt que par ceux des obligations publiques. Les taux appliqués sur les crédits aux entreprises dépendent en général de taux à échéance plus courte.

À la fin de 2013, le taux hypothécaire à long terme ne devrait plus s'établir qu'à 2,93 %, soit un niveau inférieur d'un demi-point de pourcentage par rapport à l'année précédente. En 2014, ce taux devrait encore diminuer de 20 points de base. Le taux des crédits aux entreprises devrait également continuer de baisser jusqu'à un peu plus de 2 % à la fin de cette année, avant de remonter d'environ cinq points de base dans le courant de 2014. Sur l'ensemble de la période de projection, le niveau des taux reste donc extrêmement bas, tant pour les particuliers que pour les entreprises.

Une autre hypothèse importante concerne l'évolution des marchés étrangers pertinents pour la Belgique. Dans le courant de 2012, les importations de ses partenaires commerciaux ont fortement ralenti. Sur l'ensemble de l'année, les marchés à l'exportation ont augmenté d'à peine 1,3 % en volume (contre 5 % en 2011). Le recul a été le plus marqué pour les débouchés au sein de la zone euro, dont la demande d'importations en volume est demeurée inchangée. En 2013, la croissance des marchés à l'exportation ne devrait progresser que de 1,2 %, en raison de la faiblesse persistante de la conjoncture. Pour la deuxième année consécutive, les marchés au sein de la zone euro progresseraient à peine en termes réels, et la demande d'importations des marchés situés en dehors de la zone euro devrait continuer à ralentir. En 2014, le commerce mondial devrait poursuivre son mouvement de reprise, et la croissance des marchés à l'exportation devrait à nouveau s'inscrire en hausse pour s'établir à 4,4 %. Tant pour 2013 que pour 2014, il s'agit là d'une importante révision à la baisse par rapport aux hypothèses retenues pour les prévisions de la Banque datant de décembre 2012.

L'évolution des exportations belges est déterminée non seulement par la croissance de ces débouchés, mais aussi par l'évolution des parts de marché, et donc par la compétitivité de la Belgique. Parmi les aspects de la compétitivité liés aux coûts, l'évolution des prix pratiqués par les concurrents sur les marchés à l'exportation revêt une certaine importance. Les projections tablent à cet égard sur une évolution à la baisse de ces prix : en 2013, les prix appliqués par les concurrents sur les marchés à l'exportation devraient diminuer de 0,6 %, alors qu'en 2012, ils ont encore augmenté de 3,7 % par rapport à l'année précédente. En 2014 également, l'on prévoit une évolution des prix modérée, avec une hausse de seulement 1,2 %.

Il va de soi que l'évolution des marchés à l'exportation pertinents pour la Belgique est indissociable de la croissance économique mondiale. Les projections de l'Eurosystème reposent sur deux hypothèses importantes à cet égard. L'on suppose d'une part, tout comme en décembre 2012, que la politique actuellement menée en réponse à la crise de l'euro sera maintenue jusqu'à la fin de l'horizon des projections. Cela implique qu'il ne surviendra pas de



choc de confiance négatif suffisamment important pour affecter l'activité économique dans la zone euro. D'autre part, pour le reste du monde, l'on table sur une croissance pratiquement inchangée en 2013, à environ 3,6 %, et qui devrait passer à 4,2 % en 2014. Cela suppose notamment que le ralentissement de la croissance observé en Chine au premier trimestre de 2013 est temporaire et ne constitue donc pas le début d'une phase de déclin prolongé.

#### HYPOTHÈSES DES PROJECTIONS DE L'EUROSYSTÈME

	2012	2013	2014
	(moyennes annuelles)		
Taux des dépôts interbancaires en euros à trois mois .....	0,57	0,20	0,29
Taux sur les obligations à dix ans de l'État belge .....	3,0	2,1	2,4
Cours de change de l'euro vis-à-vis du dollar des États-Unis ...	1,28	1,31	1,31
Cours du pétrole (dollars des États-Unis par baril) .....	112,0	105,5	100,0
Taux sur les crédits hypothécaires aux ménages .....	3,6	3,2	2,9
Taux sur les crédits aux entreprises .....	2,4	2,3	2,2
	(pourcentages de variation)		
Marchés à l'exportation pertinents pour la Belgique .....	1,3	1,2	4,4
Prix des concurrents à l'exportation .....	3,7	-0,6	1,2

Source: BCE.

Les projections de l'Eurosystème pour la zone euro ont été revues à la baisse par rapport à celles de décembre

2012, et se situent, pour cette année, encore un peu en deçà de l'estimation réalisée par les services de la BCE en

**TABLEAU 2** PROJECTIONS DE L'EUROSYSTÈME  
(pourcentages de variation par rapport à l'année précédente)

	Zone euro			p.m. Belgique		
	2012	2013 e	2014 e	2012	2013 e	2014 e
PIB en volume .....	-0,5	-1,0 / -0,2	0,0 / 2,2	-0,3	0,0	1,1
dont:						
Consommation privée .....	-1,3	-1,1 / -0,5	-0,5 / 1,7	-0,3	0,0	0,8
Consommation publique .....	-0,4	-0,6 / 0,4	-0,1 / 1,3	0,4	0,9	1,5
Investissements .....	-4,2	-4,1 / -1,7	-0,9 / 4,5	-0,6	-1,8	2,0
Exportations .....	2,9	-1,0 / 2,6	0,3 / 7,9	0,7	-0,1	3,2
Importations .....	-0,7	-2,5 / 1,1	0,1 / 7,5	0,5	-0,4	3,3
Inflation (IPCH) .....	2,5	1,3 / 1,5	0,7 / 1,9	2,6	1,0	1,2

Sources: BCE, BNB.

mars 2013. Après s'être contractée d'un demi pour cent en 2012, l'activité dans la zone euro devrait poursuivre son recul cette année. La contraction devrait se situer dans une fourchette autour de 0,6%. Cependant, les prévisions demeurent très divergentes entre les différents États. Même si l'économie devrait aussi continuer de se contracter dans quelques pays centraux de la zone euro, les pays qui doivent consentir à des efforts plus soutenus pour assainir leurs finances publiques et rétablir leur compétitivité devraient, en 2013 également, voir leur activité économique s'essouffler plus nettement que la moyenne de la zone euro. En 2014, la zone euro devrait renouer avec une croissance positive, quoiqu'à un rythme relativement lent: les projections font état d'une large fourchette, avec 1,1% comme valeur centrale.

L'inflation dans la zone euro, qui avait encore atteint 2,5% en 2012, devrait s'inscrire en baisse. Cela est non seulement lié à la faiblesse de la conjoncture, mais également au recul attendu des prix des matières premières, dont le pétrole. La pression des coûts d'origine intérieure – en particulier les coûts salariaux – resterait sous contrôle dans l'ensemble de la zone euro. Pour 2013, l'Eurosystème table sur une inflation qui devrait s'établir dans une fourchette autour de 1,4%. Pour 2014, la marge d'incertitude est naturellement plus grande, mais l'inflation devrait encore quelque peu diminuer.

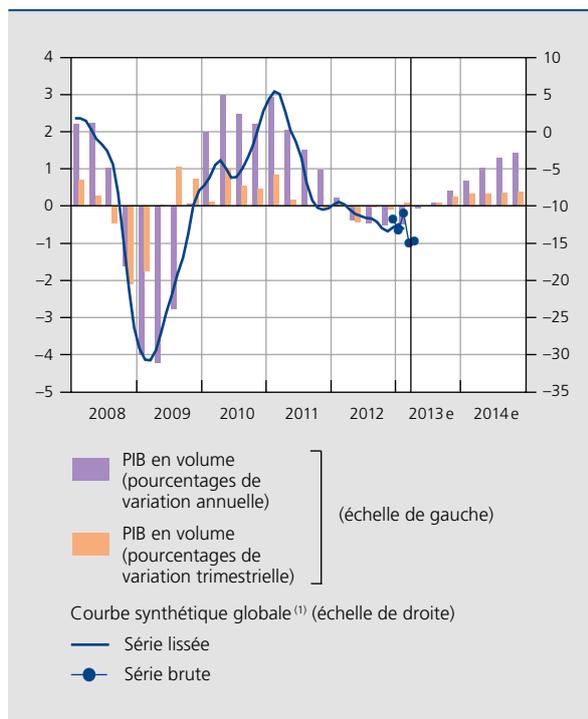
## 2. Activité et demande

Depuis la mi-2011, la croissance économique en Belgique s'est interrompue, et l'activité s'est même érodée. Dans ses projections de décembre, la Banque supposait que ce léger recul se poursuivrait jusqu'au printemps de cette année. Selon les dernières estimations de l'ICN, le PIB en volume se serait effectivement à nouveau légèrement contracté au quatrième trimestre de 2012 et, pour le premier trimestre de cette année, l'estimation flash, qui a été prise en compte dans ces projections, indiquait en revanche une croissance très faiblement positive de 0,1%. Les indicateurs de confiance, tout comme ceux de l'Allemagne par exemple, avaient en effet quelque peu progressé au tournant de l'année. La croissance des exportations et de la consommation privée s'avère un peu meilleure que prévu dans les prévisions de décembre. Le 5 juin 2013, la croissance de l'activité du premier trimestre a cependant encore été légèrement revue à la baisse et se chiffre désormais à zéro.

À partir de mars 2013, les indicateurs de confiance se sont toutefois à nouveau sensiblement détériorés, comme ailleurs en Europe: ainsi, la courbe synthétique de la Banque a atteint en mars son plus bas niveau depuis septembre

### GRAPHIQUE 2 ÉVOLUTION DU PIB ET INDICATEUR DE CONJONCTURE

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



Sources : ICN, BNB.

(1) Données corrigées des variations saisonnières.

2009, bien que les entreprises belges soient redevenues nettement plus optimistes en mai. De même, la confiance des consommateurs s'est considérablement effritée à la fin du premier trimestre. Dans ce contexte, il est apparu vraisemblable, à la clôture des estimations, que la croissance au deuxième trimestre accuserait une légère baisse par rapport à l'estimation flash pour le premier trimestre. Le scénario de base table dès lors sur la poursuite de la stagnation au cours de ce trimestre. Une chute plus importante, comme lors du deuxième trimestre de 2012, est jugée moins probable. D'une part, le redressement de la conjoncture mondiale semble plus robuste et la confiance accrue en une issue favorable de la crise de l'euro apparaît renforcée. D'autre part, en ce qui concerne plus spécifiquement l'activité en Belgique, il semble moins probable que les dépenses des particuliers connaissent une diminution plus importante et que le mouvement de déstockage initié par les entreprises ait, également au cours de cette année-ci, un effet très négatif sur la croissance, dans la mesure où cela impliquerait une accélération de la réduction des stocks.

Pour le second semestre de 2013, les prévisions indiquent une lente amélioration de la conjoncture sous

l'effet d'une hausse progressive de la demande étrangère. Globalement, la prévision de croissance pour 2013 demeure toutefois inchangée par rapport à celle de décembre et s'établit de nouveau à zéro. La croissance un peu plus vive que prévu, enregistrée au premier trimestre, devrait être compensée par une progression de l'activité légèrement plus faible au cours des trimestres suivants, principalement en raison d'un ralentissement de la hausse des exportations. Cela s'explique par la révision à la baisse de la croissance des débouchés évoquée précédemment et, dans une moindre mesure, par l'augmentation plus faible de la consommation publique en raison des mesures de consolidation prévues dans le budget fédéral de 2013. Conformément aux prévisions de décembre, le PIB en volume ne devrait donc pas progresser en 2013, puisque les taux de croissance légèrement positifs qui devraient être observés au second semestre seront neutralisés par l'effet de niveau négatif dû à la contraction dans le courant de 2012.

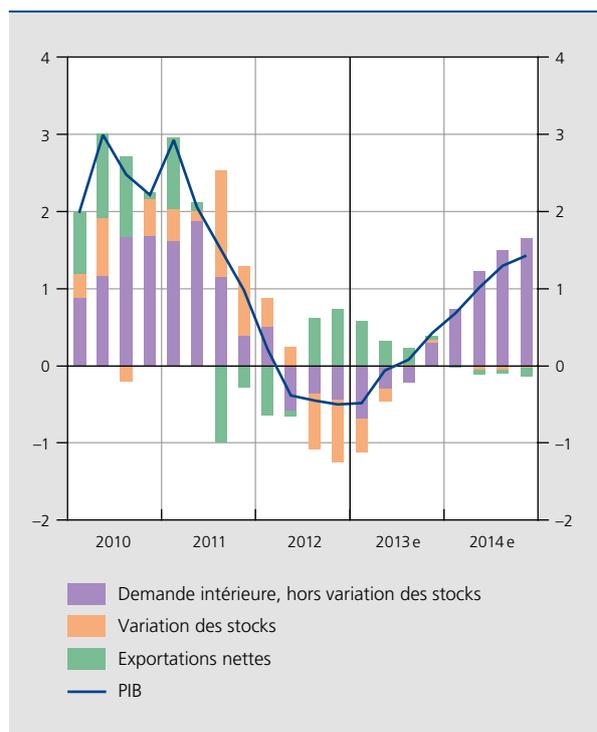
L'année prochaine, l'amélioration de la conjoncture, associée à des taux de croissance trimestriels qui devraient s'établir entre 0,3 et 0,4 % pendant toute l'année, devrait se traduire par une croissance annuelle positive. Selon

les projections, l'activité devrait augmenter de 1,1 % en 2014.

S'agissant des composantes de la demande, l'activité en 2013 ne devrait être soutenue que par une contribution positive des exportations nettes, ce qui est courant au tout premier stade d'une reprise conjoncturelle. Bien que le résultat annuel positif des exportations nettes tienne en grande partie à un effet de niveau découlant de la croissance en 2012, les estimations de 2013 se fondent sur l'hypothèse que la hausse des exportations devrait encore légèrement dépasser celle des importations, en dépit de la croissance très modérée des débouchés. La croissance des exportations devrait avoir été un peu plus vive au premier trimestre de cette année, comme le suggèrent également les données mensuelles provisoires du commerce extérieur; les entreprises exportatrices devraient avoir vu le volume de leur chiffre d'affaires sur les marchés étrangers nettement augmenter durant le premier trimestre de 2013. Dans l'ensemble, en ce qui concerne la croissance annuelle pour 2013, l'on s'attend à ce que le volume des exportations demeure pratiquement inchangé, tandis que les importations devraient afficher une croissance légèrement négative. En 2014, les exportations devraient augmenter de plus de 3 %, mais, du fait de l'accélération de la demande intérieure, la hausse des importations devrait être assez comparable à celle des exportations. Contrairement à 2013, la contribution des exportations nettes à la croissance devrait donc être neutre.

### GRAPHIQUE 3 PRINCIPALES CATÉGORIES DE DÉPENSES

(contributions à la croissance annuelle du PIB, en points de pourcentage; données corrigées des variations saisonnières et des effets de calendrier)



Sources: ICN, BNB.

Pour l'ensemble de la période couverte par les projections, la croissance des exportations est légèrement inférieure à celle (limitée) de la croissance des débouchés. Cela provient de ce que l'hypothèse formulée pour les projections est que la Belgique va, comme au cours des années précédentes, perdre des parts de marché en raison des écarts de compétitivité pouvant s'expliquer tant par des facteurs liés aux coûts que par des facteurs hors coûts. Les récentes mesures gouvernementales visant à restreindre la croissance des salaires, afin de commencer à réduire l'écart de compétitivité par rapport aux autres pays, ne devraient, qu'à terme, améliorer quelque peu la compétitivité des prix, ce qui devrait réduire ultérieurement les pertes de parts de marché.

Le volume de la demande intérieure (hors variation des stocks) devrait se contracter en 2013. Bien que le profil diffère légèrement pour ses différentes composantes, il s'agit ici principalement d'un effet de niveau dû à la baisse observée en 2012. La demande intérieure en volume devrait encore enregistrer, au cours de la première partie de l'année, des taux de croissance en glissement trimestriel légèrement négatifs, pour ensuite renouer avec une évolution positive à partir du second semestre. Cette

**TABLEAU 3** PIB ET PRINCIPALES CATÉGORIES DE DÉPENSES EN EUROS CHAÎNÉS, ANNÉE DE RÉFÉRENCE 2010

(pourcentages de variation, données corrigées des effets de calendrier, sauf mention contraire)

	2010	2011	2012	2013 e	2014 e
Dépenses de consommation finale des ménages et des ISBL ...	2,7	0,2	-0,3	0,0	0,8
<i>p.m. Revenu disponible brut en termes réels<sup>(1)</sup></i> .....	-1,2	-0,9	0,7	0,3	1,1
<i>Taux d'épargne<sup>(1)(2)</sup></i> .....	15,3	14,1	15,0	15,2	15,5
Dépenses de consommation finale des administrations publiques	0,6	1,1	0,4	0,9	1,5
Formation brute de capital fixe .....	-1,2	4,2	-0,6	-1,8	2,0
Logements .....	3,1	-5,3	-2,8	-3,1	0,2
Administrations publiques .....	-1,2	5,9	0,9	-1,8	1,2
Entreprises .....	-3,2	8,6	0,1	-1,3	2,9
<i>p.m. Dépenses intérieures à l'exclusion de la variation des stocks<sup>(3)</sup></i>	1,3	1,2	-0,2	-0,2	1,2
Variation des stocks <sup>(3)</sup> .....	0,3	0,7	-0,2	-0,1	0,0
Exportations nettes de biens et services <sup>(3)</sup> .....	0,7	-0,1	0,2	0,3	0,0
Exportations de biens et services .....	9,6	5,5	0,7	-0,1	3,2
Importations de biens et services .....	8,9	5,7	0,5	-0,4	3,3
PIB .....	2,4	1,9	-0,3	0,0	1,1

Sources : ICN, BNB.

(1) Données non corrigées des effets de calendrier.

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

(3) Contribution à la variation du PIB.

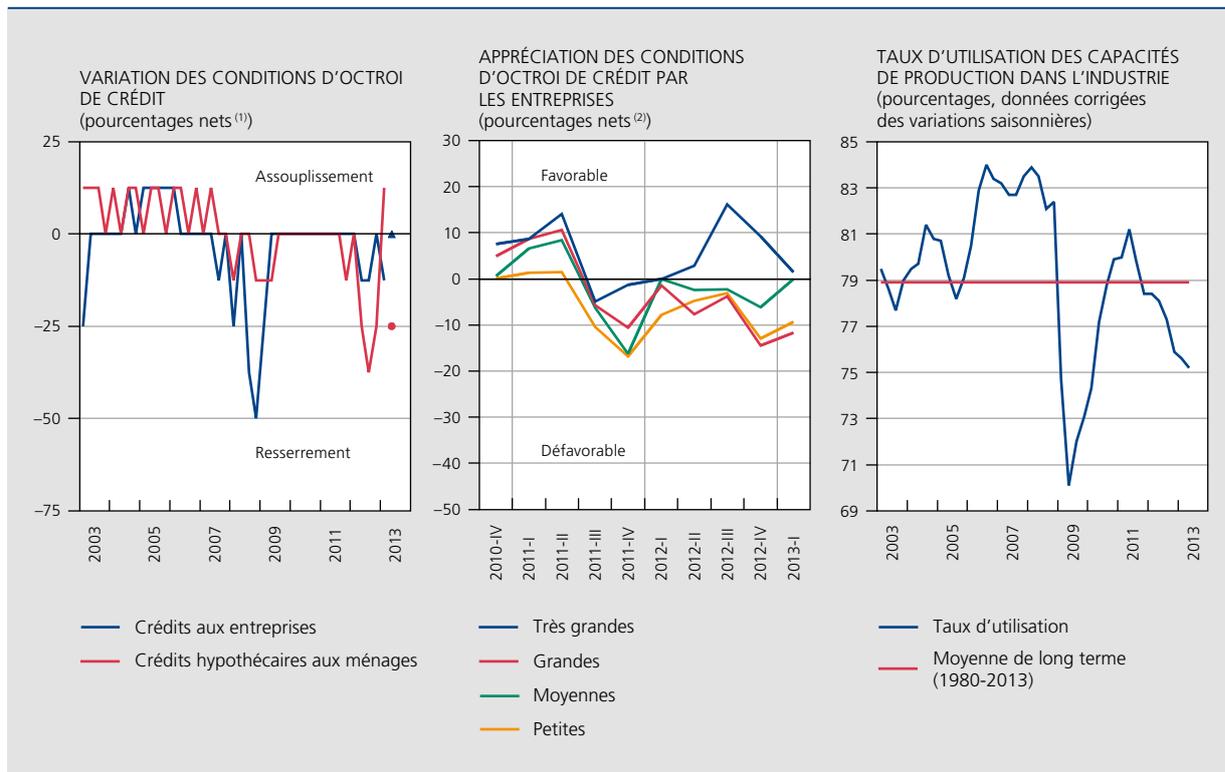
tendance se poursuivra en 2014, les projections indiquant une croissance trimestrielle moyenne de 0,4 %. Cela devrait se traduire par une croissance annuelle comparable à celles observée en 2010 et 2011.

La consommation privée devrait, en volume, demeurer quasiment inchangée cette année, en dépit de l'accélération de sa croissance au second semestre. Sur l'ensemble de l'année, le revenu disponible des particuliers devrait certes afficher une progression limitée en termes réels, mais ce revenu additionnel devrait, d'après les projections, être presque intégralement épargné. Dans un contexte d'incertitude macroéconomique persistante, relative notamment à l'évolution de l'emploi et aux revenus futurs, les particuliers continueront en premier lieu à alimenter l'épargne de précaution. Amorcé en 2012, l'accroissement du taux d'épargne, au départ d'un niveau exceptionnellement bas de quelque 14 % en 2011, se poursuivra donc cette année, même si la part dans le revenu disponible total des revenus autres que ceux du travail, qui sont traditionnellement davantage épargnés, devrait diminuer. La croissance des revenus des particuliers est par ailleurs également freinée par l'augmentation plus faible des revenus du travail et par la hausse des impôts sur les revenus. Après trois années consécutives de croissance minimale, voire négative, la consommation privée

ne devrait repartir réellement à la hausse qu'en 2014 et même à ce moment-là, elle devrait rester encore inférieure à 1 %. Là aussi, une part plus que proportionnelle de la croissance des revenus – qui devrait être beaucoup plus importante qu'en 2013 tout en restant modeste en raison notamment de la modération salariale – devrait être allouée à l'épargne. Même avec l'embellie conjoncturelle, les ménages ramèneront leur épargne – dans laquelle ils ont manifestement puisé en 2010 et 2011 pour maintenir leur niveau de consommation – à un niveau se rapprochant de la moyenne de long terme. De plus, la part des revenus autres que ceux du travail devrait aussi s'accroître. L'accroissement du taux d'épargne demeurerait toutefois globalement limité. Il pourrait aussi être négativement influencé par le rendement réel extrêmement faible des actifs financiers, qui rend l'épargne relativement moins attrayante.

Contrairement à la consommation privée, les investissements en logements devraient à nouveau enregistrer une croissance réelle négative en 2013, et ce pour la troisième année consécutive. Indéniablement, l'incertitude macroéconomique pèse aussi, et sans doute davantage encore, sur cette composante des dépenses des particuliers. L'octroi de crédits constitue cependant un autre frein à ces investissements. Les taux d'intérêt des prêts hypothécaires

**GRAPHIQUE 4** CONDITIONS DE CRÉDIT ET UTILISATION DES CAPACITÉS



Source : BNB.

(1) Pourcentages nets pondérés des banques qui indiquent si les critères (non liés aux taux d'intérêt) d'octroi de crédits se sont assouplis (+) ou resserrés (-) par rapport au trimestre précédent. Attentes des banques pour le deuxième trimestre de 2013 (enquête sur la distribution du crédit bancaire).

(2) Enquête trimestrielle sur les conditions de crédit : dans le cas des conditions générales, le pourcentage net est calculé comme étant la différence entre le pourcentage d'entreprises indiquant une appréciation favorable (+) ou défavorable (-).

sont certes historiquement bas, mais tout indique que les ménages éprouvent de plus en plus de difficultés à obtenir un tel crédit auprès d'un établissement financier. Ainsi, l'enquête sur la distribution du crédit bancaire montre que les conditions de crédit appliquées aux prêts hypothécaires se sont nettement durcies depuis la mi-2012, même si un léger assouplissement aurait été observé au premier trimestre de 2013. Cet accès plus limité au crédit pèse sur la construction de logements ainsi que sur l'activité dans le secteur de la construction. La croissance en volume de ces investissements ne devrait redevenir positive qu'à partir du premier trimestre de 2014, à la suite d'un apaisement de l'incertitude et d'un amoindrissement des restrictions de crédits.

Les investissements des entreprises devraient également s'inscrire en net recul au premier semestre de 2013. Cette évolution est également en partie imputable aux perspectives incertaines et aux restrictions de crédit. S'agissant de ce dernier élément, les institutions financières font état, dans l'enquête sur la distribution du crédit bancaire, d'un resserrement des conditions au

deuxième semestre de 2012 et d'un autre au premier trimestre de 2013. La situation est toutefois nuancée et diffère suivant la taille de l'entreprise : bien que les entreprises de toutes tailles aient indiqué une détérioration au premier trimestre de cette année dans l'enquête trimestrielle sur les conditions de crédit, celles de très grande taille continuent d'apprécier les conditions de crédit assez favorablement. Cela suggère que ce sont surtout les petites et moyennes entreprises qui éprouvent, depuis quelques trimestres déjà, davantage de difficultés à financer des projets d'investissement par voie d'emprunts. Les possibilités de financement interne seront, elles aussi, probablement très limitées, après la forte baisse de l'excédent brut d'exploitation des entreprises en 2012 et dans la perspective d'une croissance réelle modérée de ce même excédent en 2013 en raison de la conjoncture relativement morose. De plus, l'utilisation des capacités dans l'industrie manufacturière est en ce moment clairement en deçà de sa moyenne de long terme, ce qui laisse à penser qu'un raffermissement de l'activité sera d'abord absorbé par une utilisation plus intensive des installations existantes

et, ensuite seulement, par de nouveaux investissements. Cela étant, selon les estimations, les investissements en volume des entreprises devraient remonter progressivement à partir du troisième trimestre de 2013. Sur l'ensemble de l'année, ils devraient toutefois encore diminuer de plus de 1 % avant d'afficher une croissance nettement positive en 2014.

Malgré les efforts de consolidation, la consommation publique continue de croître en termes réels. Elle devrait même s'accélérer sur l'horizon des projections pour atteindre une croissance réelle, en termes annuels, de près de 1 % en 2013 et de 1,5 % en 2014. À cet égard, il convient de rappeler que ces projections ne tiennent pas compte des mesures futures qui pourraient être prises lors du contrôle budgétaire pour 2013 ou dans le cadre de l'élaboration du budget pour 2014. En revanche, les investissements publics devraient fortement diminuer en termes réels en 2013, ce qui est plutôt habituel pour une année qui suit des élections locales.

### 3. Marché du travail

L'emploi réagit généralement avec un peu de retard à l'évolution de l'activité économique. Le repli conjoncturel survenu au cours de l'année 2012 et les perspectives peu optimistes pour 2013 ont dès lors aussi des conséquences sur les projections relatives au marché du travail. En 2014, malgré la reprise de la croissance économique, l'emploi devrait continuer de se contracter, mais dans une moindre mesure.

La diminution du volume de travail lors de la récession de 2008 et 2009 avait été largement amortie par la baisse du nombre d'heures ouvrées par personne, grâce notamment aux mesures anticrise qui visaient à préserver un nombre maximum d'emplois. Le régime préexistant, du chômage temporaire avait joué à ce moment-là un rôle-clé. Étant donné qu'après plusieurs années de crise, de nombreuses entreprises disposent aujourd'hui de moins de réserves financières, que les mesures anticrise ont pris

**TABLEAU 4 OFFRE ET DEMANDE DE TRAVAIL**

(données corrigées des effets de calendrier, moyennes annuelles, sauf mention contraire)

	2009	2010	2011	2012	2013 e	2014 e
	(pourcentages de variation)					
PIB en volume .....	-2,8	2,4	1,9	-0,3	0,0	1,1
Volume de travail .....	-1,6	0,9	1,9	0,2	-0,2	0,0
Emploi intérieur en personnes .....	-0,2	0,7	1,4	0,2	-0,4	-0,1
	(variations en milliers de personnes)					
Emploi intérieur .....	-8,8	30,8	61,6	8,2	-17,7	-6,0
<i>p.m. Variation en cours d'année<sup>(1)</sup></i> .....	-24,3	58,9	53,1	-8,9	-26,4	9,2
Salariés .....	-13,3	25,0	52,0	2,2	-21,3	-9,2
dont:						
Branches sensibles à la conjoncture .....	-38,1	3,4	34,5	-6,5	-28,4	-21,1
Administration publique et enseignement .....	13,8	6,7	0,8	-3,2	-3,1	-1,4
Autres services .....	11,0	14,9	16,8	11,9	10,2	13,3
Indépendants .....	4,5	5,8	9,6	6,0	3,6	3,2
Travailleurs frontaliers .....	1,1	0,5	-2,3	-0,4	0,0	0,0
Emploi total .....	-7,7	31,3	59,3	7,8	-17,7	-6,0
Demandeurs d'emploi inoccupés .....	50,6	13,7	-19,8	14,5	30,2	31,8
<i>p.m. Variation en cours d'année<sup>(1)</sup></i> .....	59,7	-10,3	-11,7	24,4	39,6	16,3
Population active .....	42,9	45,0	39,5	22,3	12,5	25,8
<i>p.m. Taux de chômage harmonisé<sup>(2)</sup></i> .....	8,0	8,4	7,2	7,6	8,3	8,7

Sources: CE, ICN, ONEM, BNB.

(1) Différence entre le quatrième trimestre de l'année considérée et le quatrième trimestre de l'année précédente.

(2) Pourcentages de la population active (15-64 ans), données non corrigées des effets de calendrier.

fin et que les conditions d'accès au régime du chômage temporaire sont devenues plus strictes<sup>(1)</sup>, il est devenu moins aisé pour les entreprises de faire encore de la rétention de main-d'œuvre (*labour hoarding*) dans une mesure aussi large en cas de nouveau repli conjoncturel. Cette option n'est d'ailleurs tenable que lors d'un affaiblissement temporaire de la conjoncture et elle l'est beaucoup moins lorsque la stagnation perdure.

En 2013, dans un contexte de croissance nulle de l'activité, le volume de travail devrait légèrement diminuer. Compte tenu des facteurs précités, l'emploi intérieur ne devrait pas être soutenu par une réduction de la durée moyenne du travail et devrait même afficher un repli un peu plus marqué que le volume de travail. Certes, le nombre de jours de chômage temporaire devrait encore s'accroître, mais la durée moyenne du travail devrait tout de même légèrement augmenter en raison, entre autres, des conditions d'accès plus strictes à certaines formes de crédit-temps à temps partiel et parce qu'en début de reprise conjoncturelle, les entreprises décident généralement, dans la mesure du possible, d'amener leur personnel à augmenter leur nombre d'heures de travail avant de procéder à de nouveaux engagements. Malgré

cette légère progression, le nombre d'heures ouvrées par personne demeure encore largement inférieur au niveau atteint avant la grande récession.

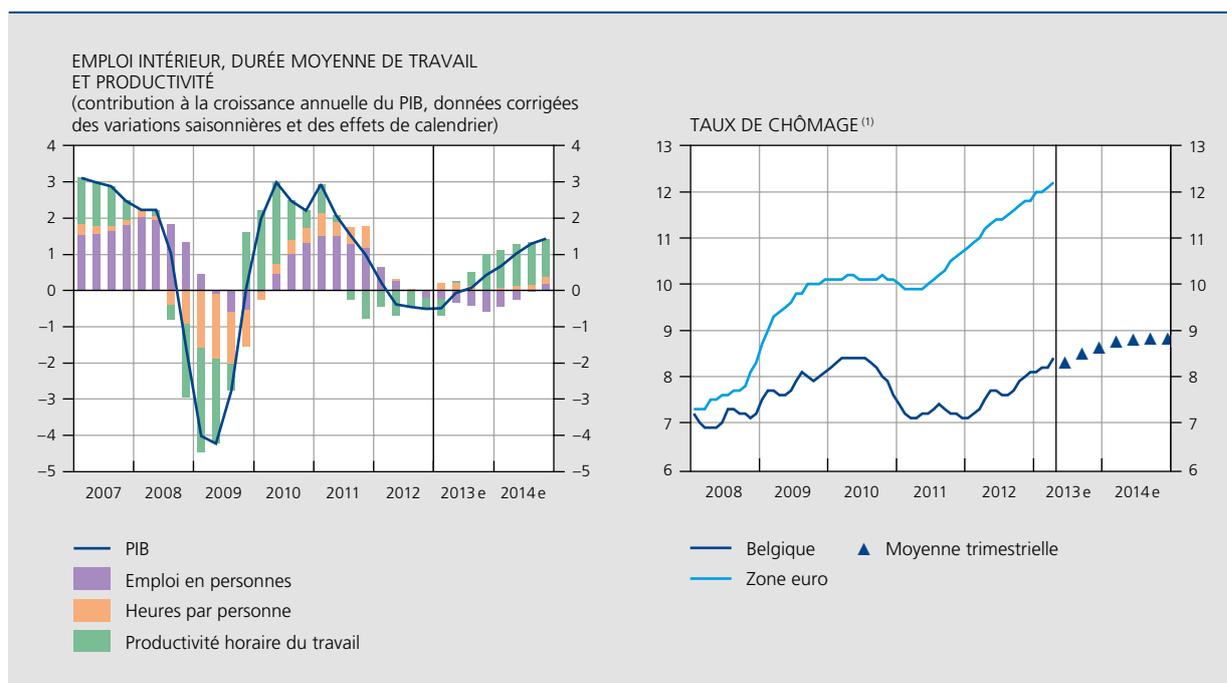
Le nombre de salariés devrait diminuer sensiblement au cours de la période de projection, naturellement en premier lieu dans les branches sensibles à la conjoncture, mais également, dans une moindre mesure, dans les administrations publiques et l'enseignement, en raison de la consolidation budgétaire au niveau fédéral, ainsi que dans les communautés et les régions. S'agissant des branches sensibles à la conjoncture, les pertes d'emplois toucheraient principalement l'industrie.

En revanche, l'emploi salarié dans les « autres services », largement subventionnés, qui avait constitué un facteur de stabilisation pendant les années de crise, devrait continuer de croître en 2013 et 2014. Le recours au système des titres-services, qui subventionnent une partie du coût salarial de l'aide ménagère, a fourni une contribution particulièrement importante à l'emploi au cours des dernières années, et il devrait continuer à augmenter tant en 2013 qu'en 2014. Toutefois, les contrôles plus stricts et les hausses récentes du prix des titres-services, ainsi qu'un effet de saturation, devraient quelque peu ralentir le rythme de croissance.

(1) Il a été décidé que les employeurs faisant un usage excessif du système de chômage temporaire devraient payer une « cotisation de responsabilisation ».

## GRAPHIQUE 5 MARCHÉ DE TRAVAIL

(données corrigées des variations saisonnières)



Sources : CE, ICN, BNB.

(1) Taux de chômage harmonisé, en pourcentage de la population active.

La diminution du nombre de salariés devrait en partie être compensée par la progression du nombre d'indépendants, même si celle-ci devrait s'avérer nettement plus faible que durant les années précédentes. Cela n'est pas seulement lié à la faiblesse persistante de la conjoncture, mais également à certains facteurs institutionnels qui jouent actuellement un rôle moins important, comme le régime transitoire en matière de libre circulation des personnes qui s'appliquait aux pays ayant adhéré à l'UE en 2004. Ce régime – supprimé depuis 2009 –, qui visait à protéger les marchés du travail des « anciens » États membres de l'UE d'un choc d'offre, était en effet largement contourné par le statut d'indépendant, qui n'était pas concerné par ces restrictions. Une telle mesure ne s'applique plus qu'aux personnes originaires de Roumanie et de Bulgarie, pays ayant adhéré à l'UE en 2007, et ce jusqu'au 31 décembre 2013.

Du fait de ces évolutions, l'emploi intérieur devrait se réduire, en moyenne annuelle, de quelque 18 000 personnes en 2013 et d'environ 6 000 en 2014.

Le recul de l'emploi dû au ralentissement conjoncturel, d'une part, et l'élargissement de la population active, d'autre part, entraîneront une nouvelle hausse du chômage en 2013 et 2014, qui touchera au final plus de 620 000 personnes. Les récentes réformes du chômage et des prépensions visent à aider les chômeurs à trouver

le plus vite possible un (nouvel) emploi et à allonger la carrière professionnelle active. En raison du repli conjoncturel et de la faiblesse de la demande de main-d'œuvre, ces mesures n'auront sans doute pas un impact important pour l'instant. C'est notamment pour ces raisons que le taux de chômage des personnes âgées de 15 à 64 ans sera amené à augmenter, pour atteindre 8,3 % en moyenne en 2013 et 8,7 % en 2014.

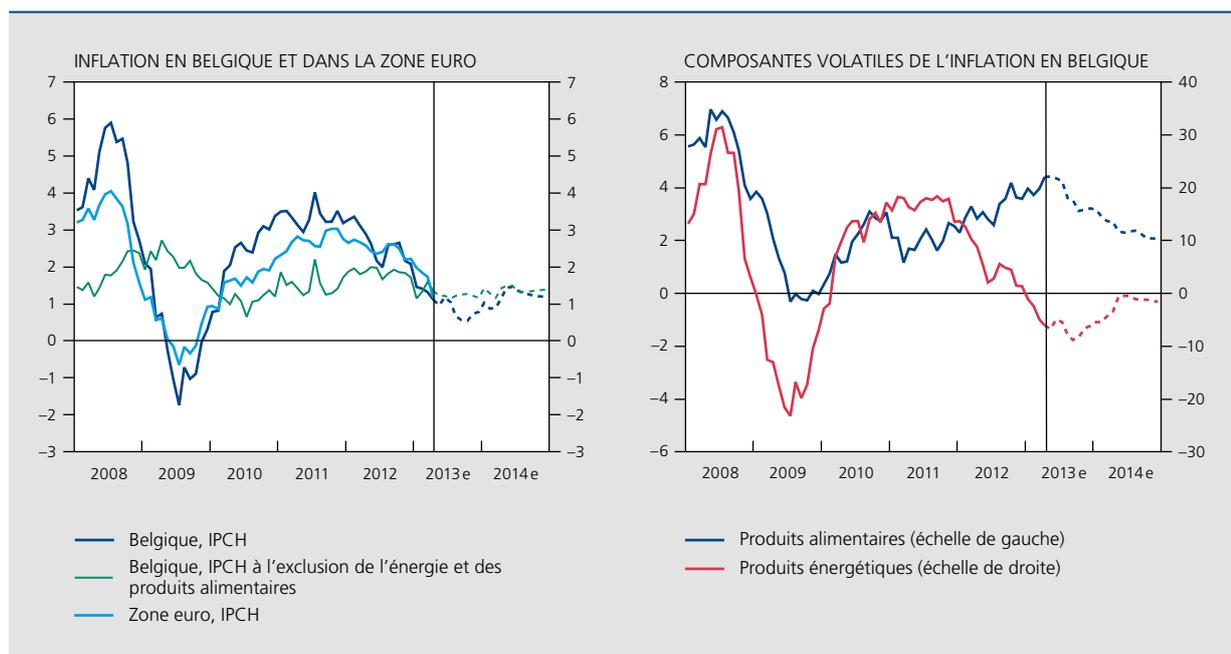
#### 4. Prix et coûts

Selon les projections actuelles, l'inflation des prix à la consommation mesurée par l'IPCH s'établirait à 1 % en 2013, contre environ 1,4 % dans la zone euro, et à 1,2 % en 2014. Supérieure à 2 % durant toute l'année 2012 – avec une moyenne de 2,6 % –, la hausse des prix est demeurée largement en deçà de ce taux à partir de janvier 2013.

La décélération observée tient essentiellement aux prix des produits énergétiques, qui, après avoir encore augmenté de 6 % en 2012, afficheraient en 2013 une baisse d'une ampleur comparable. Ces prix devraient se caractériser par des taux de croissance négatifs sur une base annuelle tout au long de 2013, de même que, dans une moindre mesure, en 2014.

#### GRAPHIQUE 6 INFLATION

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



Sources : CE, BNB.

Ces évolutions sont imputables, d'une part, aux cotations des produits pétroliers sur les marchés internationaux ainsi qu'au comportement de l'euro face au dollar et, d'autre part, aux changements survenus sur le marché du gaz et de l'électricité. Alors qu'il était resté stable en moyenne annuelle entre 2011 et 2012, le cours du baril de Brent devrait s'inscrire en repli sur l'ensemble de l'année 2013, les projections actuelles tablant sur une moyenne de 105 dollars en 2013, contre 112 en 2012. Parallèlement, le taux de change de l'euro face au dollar s'afficherait à 1,31, contre 1,28 en 2012. La combinaison d'un niveau moins élevé du cours du Brent et d'un euro légèrement plus fort accentue la diminution du cours du pétrole en euros en 2013 par rapport à 2012. Par ailleurs, après le gel des indexations à la hausse des tarifs du gaz et de l'électricité entre avril et décembre 2012, plusieurs fournisseurs ont annoncé des réductions substantielles de leurs tarifs à partir de janvier 2013, à la suite d'importants changements des parts de marché. En outre, les formules d'indexation pour les contrats à prix variables ne pourront dorénavant plus être basées que sur les cotations boursières des marchés européens du gaz et de l'électricité, et ne pourront donc plus se référer au prix du pétrole, même si une période de transition a été accordée sous certaines conditions pour le gaz, jusqu'à la fin de l'année 2014.

Au contraire de l'énergie, les produits alimentaires voient, eux, leurs prix grimper plus rapidement qu'en 2012, ce qui atténue le ralentissement de l'inflation totale. Ainsi, le renchérissement des produits alimentaires non transformés, qui avait atteint 3,4 % en 2012, devrait encore se renforcer en 2013. En effet, en raison des conditions d'offre défavorables liées aux mauvaises conditions

météorologiques locales pour les fruits et les légumes, les prix de cette catégorie devraient gonfler de 4,4 % en 2013. Par ailleurs, le rythme moyen annuel de la hausse des prix des produits alimentaires transformés devrait lui aussi s'accélérer en 2013, pour s'établir à 3,5 %, contre 3,1 % en 2012. Cette évolution reflète, d'une part, la répercussion de la remontée des prix mondiaux des matières premières alimentaires observée en 2012, particulièrement pour les céréales, notamment en raison de la sécheresse aux États-Unis, et, d'autre part, l'effet des nouveaux relèvements des accises sur le tabac en 2013.

Les majorations de taxes indirectes dans les services et l'augmentation des prix dans le secteur des communications observée en janvier 2012 ont pour une large part expliqué l'accroissement de la tendance sous-jacente de l'inflation en 2012, qui s'est établie en moyenne à 1,9 %. En 2013, la tendance sous-jacente n'est plus influencée par ces facteurs et a donc fortement décéléré dès janvier, contribuant, dans une moindre mesure que l'énergie, à l'affaiblissement de l'inflation totale. Les projections actuelles, tenant compte du contexte économique morose, tablent, pour la tendance sous-jacente, sur une moyenne de 1,3 % pour l'ensemble de l'année 2013 et de 1,4 % pour 2014.

Après avoir atteint un pic de 4,1 % en 2012, l'évolution des coûts salariaux par unité produite dans le secteur privé devrait revenir à 1,8 % en 2013, et même passer en territoire négatif, à -0,2 %, en 2014, selon les hypothèses retenues et étant donné le climat conjoncturel attendu. Ainsi, bien qu'en 2012 la compétitivité des producteurs belges ait encore été affectée par cette progression plus vive que celle enregistrée chez les trois principaux

**TABLEAU 5** INDICATEURS DE PRIX ET COÛTS  
(pourcentages de variation par rapport à l'année précédente)

	2010	2011	2012	2013 e	2014 e
IPCH .....	2,3	3,4	2,6	1,0	1,2
Indice-santé .....	1,7	3,1	2,7	0,9	1,1
Tendance sous-jacente de l'inflation <sup>(1)</sup> .....	1,1	1,5	1,9	1,3	1,4
Déflateur du PIB .....	2,0	2,0	2,0	1,6	0,9
Coûts salariaux dans le secteur privé					
Coûts salariaux par heure ouvrée .....	0,9	2,2	3,3	1,8	0,9
dont indexation .....	0,5	2,7	2,8	1,6	0,9
Productivité du travail <sup>(2)</sup> .....	1,5	0,1	-0,8	0,0	1,1
Coûts salariaux par unité produite .....	-0,6	2,1	4,1	1,8	-0,2

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

(1) Mesurée au moyen de l'IPCH hors produits alimentaires et produits énergétiques.

(2) Valeur ajoutée en volume par heure ouvrée par les travailleurs salariés et les indépendants.

partenaires de la Belgique, à savoir l'Allemagne, la France et les Pays-Bas, la situation devrait se stabiliser en 2013 et tendre vers une légère amélioration en 2014.

Cette évolution sera favorablement influencée en 2014 par le redressement graduel des gains de productivité du travail qui, à la fin de 2011 et surtout en 2012, avaient subi le tassement de l'activité, avec des répercussions encore sensibles en 2013. Les coûts salariaux horaires constituent un autre facteur déterminant: après être passés de 2,2 % en 2011 à 3,3 % en 2012, les coûts salariaux horaires dans le secteur privé retombent à 1,8 % en 2013 et à 0,9 % en 2014. Ces mouvements reflètent dans une large mesure ceux de l'indexation des salaires. Après s'être accru de 3,1 % en 2011 et de 2,7 % en 2012, l'indice-santé, qui sert de référence pour l'indexation des salaires, augmenterait, selon les projections, de 0,9 % en 2013 et de 1,1 % en 2014. Le changement dans le calcul de l'indice-santé (notamment dû à l'inclusion de l'effet baissier des soldes) contribue à ce ralentissement en 2013. Néanmoins, compte tenu des décalages dans l'application des mécanismes d'indexation par les différentes commissions paritaires, l'ajustement automatique des salaires engendrera encore en 2013 des hausses légèrement plus importantes, même si l'inflation amorce un recul depuis la fin de 2012. En 2014, cet effet se concrétisera dans

un essoufflement sensible de la progression des salaires. Outre l'indexation, l'hypothèse retenue pour l'évolution des coûts salariaux horaires dans le secteur privé en 2013 et en 2014 prend en considération un gel des salaires conventionnels réels, comme prévu dans les dispositions du projet d'accord interprofessionnel pour la période 2013-2014 imposé par le gouvernement. L'évolution des autres facteurs de formation des salaires serait neutre en 2013 et légèrement positive en 2014.

## 5. Finances publiques

### 5.1 Solde de financement

D'après les données provisoires publiées par l'ICN à la fin de mars 2013, le déficit des administrations publiques belges s'est élevé à 3,9 % du PIB en 2012. Dans le contexte macroéconomique décrit ci-dessus, il reviendrait à 2,9 % du PIB en 2013, avant de se creuser à nouveau en 2014, pour atteindre 3,3 % du PIB.

L'amélioration du solde de financement en 2013 serait, avant tout, due aux facteurs non récurrents. En particulier, le déficit de 2012 avait été plombé par le capital injecté

**TABLEAU 6** COMPTES DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES<sup>(1)</sup>  
(pourcentages du PIB)

	2010	2011	2012	2013 e	2014 e
<b>Ensemble des administrations publiques</b>					
Recettes .....	48,7	49,5	50,9	51,4	51,1
Recettes fiscales et parafiscales .....	43,1	43,5	44,7	45,2	45,3
Autres .....	5,5	6,0	6,2	6,1	5,8
Dépenses primaires .....	49,1	49,9	51,3	51,1	51,3
Solde primaire .....	-0,4	-0,4	-0,5	0,3	-0,2
Charges d'intérêts .....	3,4	3,3	3,5	3,2	3,1
<b>Besoin (-) ou capacité de financement</b> .....	<b>-3,8</b>	<b>-3,7</b>	<b>-3,9</b>	<b>-2,9</b>	<b>-3,3</b>
<i>p.m. Effet des facteurs non récurrents</i> .....	<i>0,0</i>	<i>-0,2</i>	<i>-0,4</i>	<i>0,4</i>	<i>0,0</i>
<b>Soldes de financement par sous-secteur</b>					
Pouvoir fédéral .....	-3,0	-3,4	-3,4	-2,6	-2,9
Sécurité sociale .....	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0
Communautés et régions .....	-0,7	-0,2	-0,1	-0,2	-0,3
Pouvoirs locaux .....	0,0	-0,1	-0,3	-0,2	0,0

Sources: ICN, BNB.

(1) Selon la méthodologie utilisée dans le cadre de la procédure concernant les déficits publics excessifs (EDP).

par le pouvoir fédéral dans Dexia. En 2013, par contre, les éléments non récurrents, telles les recettes attendues de la régularisation fiscale, devraient avoir une incidence favorable sur le solde de financement. En 2014, la disparition de ces facteurs non récurrents constituerait le principal déterminant du creusement du déficit.

Les charges d'intérêts exerceraient à nouveau une influence favorable sur le solde budgétaire en 2013. En effet, après avoir légèrement augmenté en 2012, leur poids en pourcentage du PIB devrait repartir à la baisse en 2013 et en 2014, essentiellement à la suite de la diminution marquée des taux d'intérêt, tant à court qu'à long termes.

L'évolution du solde de financement serait aussi facilitée par les efforts que les différents niveaux de pouvoir ont déjà décidé de consentir.

En revanche, la conjoncture pèserait sur les finances publiques en 2013, tandis que son effet sur le solde de financement serait globalement neutre en 2014.

Selon les projections, qui tiennent compte uniquement des mesures déjà annoncées et suffisamment précisées, des efforts de consolidation sont encore nécessaires pour atteindre les objectifs du programme de stabilité d'avril 2013. Ce dernier prévoit un déficit de 2,5 % du PIB en 2013, puis de 2 % du PIB en 2014, année pour laquelle aucun budget n'a encore été élaboré. En 2013, l'écart entre les projections de la Banque et l'objectif du programme de stabilité s'explique principalement par deux facteurs. Premièrement, le cadre macroéconomique est un peu moins favorable que celui retenu dans les budgets. Il s'agit du principal facteur d'explication de l'écart de 0,1 point de pourcentage du PIB par rapport à l'objectif de 2,5 % du gouvernement pour les finances fédérales. Deuxièmement, les projections aboutissent à un léger déficit tant pour les communautés et régions que pour les pouvoirs locaux – pour ces derniers, notamment en raison de la révision à la hausse du déficit de 2011 dans les comptes des administrations publiques de l'ICN –, tandis que le programme de stabilité table sur un équilibre pour l'ensemble de ces sous-secteurs.

## 5.2 Recettes

Les recettes publiques exprimées en pourcentage du PIB progresseraient de 0,5 % en 2013, avant de se contracter de 0,3 % en 2014. La nouvelle hausse du ratio des recettes en 2013 provient essentiellement de mesures fiscales et parafiscales structurelles, tandis que l'impact des facteurs temporaires se stabilise et que les recettes

non fiscales et non parafiscales s'inscrivent en baisse par rapport à l'année précédente.

Outre l'expansion de la lutte contre la fraude fiscale et parafiscale, les mesures structurelles les plus importantes peuvent être regroupées en quelques grandes catégories. Ainsi, la poursuite de l'harmonisation de la fiscalité sur les revenus mobiliers, à 25 % sauf exceptions, et l'alourdissement de la taxation des plus-values et des primes d'assurance-vie généreraient près de 0,2 % de PIB de recettes supplémentaires issues des revenus du capital. Les sociétés sont quant à elles touchées par un nouveau taux de référence pour le calcul des intérêts notionnels, désormais établi sur la moyenne des taux des OLO à dix ans du troisième trimestre – plutôt que de l'année complète – de la pénultième année avant l'exercice d'imposition. Par ailleurs, les recettes à l'impôt des personnes physiques augmenteraient, en conséquence, notamment, de la suppression de la déduction pour une partie des investissements réalisés en vue d'économiser l'énergie et de la transformation des déductions d'impôts en réductions fiscales. Enfin, les taxes indirectes profiteraient du relèvement des accises sur le tabac et sur l'alcool et d'un renforcement des règles en matière de TVA sur les biens d'investissement à usage mixte, c'est-à-dire à la fois professionnel et privé.

**TABLEAU 7** MESURES ET FACTEURS STRUCTURELS EN MATIÈRE DE RECETTES PUBLIQUES  
(millions d'euros, sauf mention contraire; variations par rapport à l'année précédente)

	2013 e	2014 e
Impôts .....	1 934	951
dont:		
Revenus du capital .....	679	59
Variation du pourcentage de la déduction fiscale pour capital à risque .....	386	517
Déduction pour investissements faits en vue d'économiser l'énergie	206	136
Impôts sur les biens et les services ..	385	329
Lutte contre la fraude fiscale et meilleure perception .....	249	0
Cotisations de sécurité sociale .....	-207	-124
Recettes non fiscales et non parafiscales .....	-478	-763
<b>Total</b> .....	<b>1 249</b>	<b>64</b>
<i>p.m. Idem, pourcentages du PIB</i> .....	<i>0,3</i>	<i>0,0</i>

Sources: Documents budgétaires, BNB.

Les cotisations de sécurité sociale devraient diminuer en 2013, sous l'effet des mesures de réduction structurelle décidées, dont l'objectif est d'améliorer la compétitivité. L'effet de ces mesures serait toutefois atténué par les recettes exceptionnelles résultant de la vague de licenciements en cours, les primes versées par les employeurs étant soumises à des impôts et à des cotisations sociales.

Les recettes non fiscales et non parafiscales de nature structurelle s'inscrivent également largement en recul. Les rétributions payées par le secteur financier pour les aides et garanties dont il bénéficie s'affaibliraient ainsi fortement en 2013.

Les facteurs temporaires avaient amplement profité aux recettes fiscales et autres en 2012. Leur importance devrait pratiquement se stabiliser pour ce qui est des recettes fiscales en 2013. En effet, les recettes attendues de la régularisation fiscale, notamment, devraient globalement compenser les aubaines qu'avaient constituées le paiement tardif de la rente nucléaire et la perception avancée sur les réserves des assurances-vie en 2012. Au niveau des recettes non fiscales et non parafiscales, les quelques nouveaux éléments temporaires en 2013 – tels des remboursements par bpost de subsides antérieurs ou par l'UE de droits de douane trop perçus – ne compensent pas totalement la disparition des éléments positifs de l'année précédente.

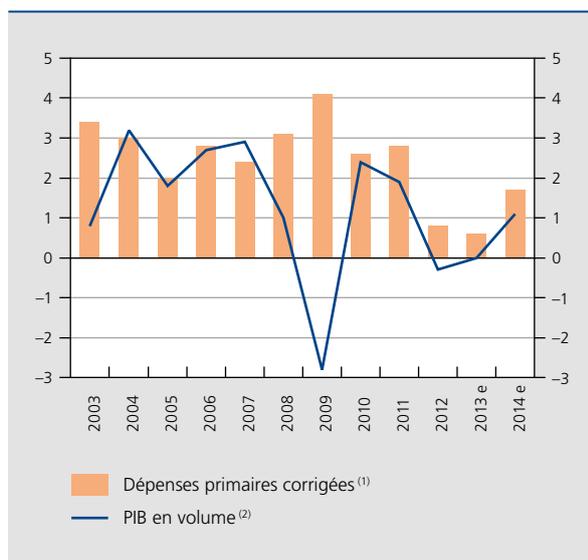
La diminution du ratio des recettes en 2014 proviendrait, notamment, des facteurs temporaires de 2013 qui ne se reproduiraient plus. Elle serait par ailleurs renforcée par une nouvelle régression des rétributions pour garanties versées par le secteur financier, par la contraction des dividendes octroyés par KBC et par le prolongement de la réduction des cotisations de sécurité sociale. Toutefois, ceci devrait être partiellement compensé par les recettes résultant des ventes de permis d'émission de gaz à effet de serre et par l'impact de la baisse du taux de référence utilisé pour le calcul des intérêts notionnels, ainsi que par d'autres facteurs d'ampleur plus limitée.

### 5.3 Dépenses primaires

Rapportées au PIB, les dépenses primaires se replieraient de 0,3 point de pourcentage en 2013, pour s'établir à 51,1 %, avant de repasser à 51,3 % en 2014. En volume, les dépenses primaires se stabiliseraient en 2013, avant d'augmenter de 1,1 % l'année suivante, affichant une évolution alignée sur celle du PIB réel. En effet, la progression des dépenses réelles en 2013 est sensiblement limitée par l'évanouissement de la recapitalisation de Dexia en 2012. Corrigée de l'incidence des facteurs non récurrents

#### GRAPHIQUE 7 DÉPENSES PRIMAIRES DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES ET PIB

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



Sources : ICN, BNB.

(1) Dépenses primaires déflatées par l'IPCH et corrigées de l'incidence des facteurs conjoncturels, non récurrents et budgétairement neutres, ainsi que de l'effet de l'indexation. Ce dernier est l'effet découlant de l'écart entre l'indexation effective des rémunérations de la fonction publique et des prestations sociales, d'une part, et l'augmentation de l'IPCH, d'autre part.

(2) Données corrigées des effets de calendrier.

et conjoncturels et des effets de l'indexation, la croissance se monterait à 0,6 % en 2013 et à 1,6 % en 2014.

L'évolution des dépenses primaires corrigées attendue globalement pour 2013 masque des mouvements divergents au sein des sous-secteurs des administrations publiques. Le pouvoir fédéral enregistrerait une hausse des dépenses au-delà de la croissance tendancielle du PIB. Les dépenses de la sécurité sociale augmenteraient à un rythme modéré par rapport à celui du passé, reflétant, notamment, les économies consenties au titre des soins de santé, alors que l'augmentation des dépenses de pensions demeurerait nettement supérieure à celle du PIB, en raison du vieillissement de la population. L'accélération des dépenses des communautés et régions serait très légèrement négative. De même, les dépenses des pouvoirs locaux afficheraient une diminution en termes réels, les investissements reculant après les élections communales et provinciales.

La croissance des dépenses primaires attendue en 2014 est naturellement plus difficile à estimer, étant donné que les budgets correspondants n'ont pas encore été établis. Les projections tiennent compte de l'incidence des mesures prises dans le cadre de l'accord du

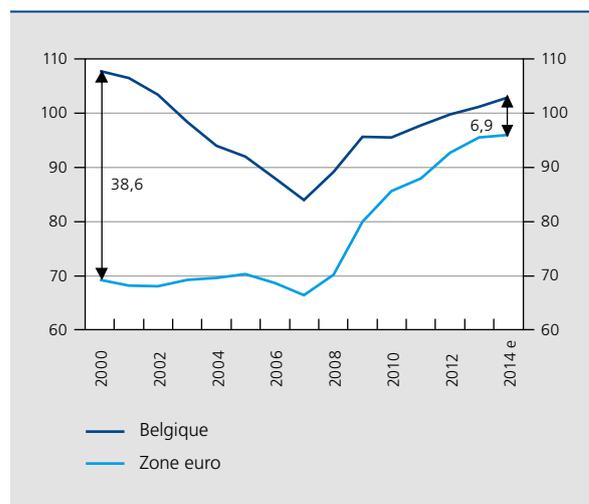
gouvernement fédéral 2012-2014, auxquelles s'ajoutent les économies structurelles prévues dans le budget initial et lors du premier contrôle budgétaire de 2013. Ces mesures conduiraient à une légère contraction des dépenses réelles pour le pouvoir fédéral, mais à une hausse plus soutenue qu'en 2013 pour la sécurité sociale. Ces évolutions resteraient inférieures aux progressions moyennes observées dans le passé; c'est également le cas pour les dépenses de l'ensemble des communautés, régions et pouvoirs locaux

## 5.4 Endettement

À la fin de 2012, le taux d'endettement de la Belgique s'élevait à 99,8 % du PIB, ce qui représente une augmentation de 15,8 points de pourcentage depuis 2007. Selon les projections, la dette des administrations publiques devrait se chiffrer à 101,1 % du PIB à la fin de 2013. En 2014, la dette progresserait toujours, pour s'établir à 102,9 % du PIB.

La hausse du ratio d'endettement en 2013 serait exclusivement imputable à l'évolution des facteurs endogènes. En effet, le niveau du solde primaire devrait être insuffisant pour compenser la faiblesse du taux de croissance nominal du PIB. Les facteurs exogènes devraient exercer une influence neutre sur la dette cette année, différentes opérations se neutralisant. Les prêts accordés dans le cadre du FESF ainsi que les injections de capital dans le MES et la BEI devraient contribuer à augmenter le ratio d'endettement, tandis que le remboursement de KBC et

**GRAPHIQUE 8** DETTE BRUTE CONSOLIDÉE DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES  
(en pourcentage du PIB)



Sources : CE, ICN, BNB.

la vente de Royal Park Investments devraient contrebalancer cet effet à la hausse.

Dans le programme de stabilité d'avril 2013, le gouvernement a annoncé son intention de maintenir le ratio d'endettement sous la barre des 100 % du PIB. Il s'est engagé à identifier des mesures potentielles pour y arriver d'ici la fin du mois de juin. Ces mesures n'ont pas encore été intégrées dans les projections.

**TABLEAU 8** COMPARAISON AVEC LES ESTIMATIONS DES AUTRES INSTITUTIONS  
(croissance annuelle du PIB en volume, en pourcentage)

Institution	Date de publication	Dernières prévisions		Prévisions précédentes	
		2013	2014	Date de publication	2013
Bureau fédéral du Plan	Mai 2013 <sup>(1)</sup>	0,2	1,2	Septembre 2012 <sup>(2)</sup>	0,7
Belgian Prime News	Avril 2013	0,3	1,2	Septembre 2012	0,6
FMI	Avril 2013	0,2	1,2	Octobre 2012 <sup>(3)</sup>	0,3
CE	Mai 2013	0,0	1,2	Novembre 2012	0,7
Consensus Economics	Avril 2013	0,1	1,1	Novembre 2012	0,4
OCDE	Mai 2013	0,0	1,1	Novembre 2012	0,5
BNB	Juin 2013	0,0	1,1	Décembre 2012	0,0

Sources : Belgian Prime News, Bureau fédéral du plan, FMI, CE, Consensus Economics, OCDE, BNB.

(1) Perspectives économiques 2013-2018.

(2) Budget économique.

(3) European Economic Forecast – Autumn 2012.

## 6. Appréciation des facteurs de risque

Si les prévisions de la Banque de décembre 2012 étaient sensiblement plus pessimistes que celles des autres institutions, les projections de printemps présentées ici sont tout à fait en ligne avec celles des autres institutions. Ces dernières ont en effet revu leurs prévisions à la baisse au début de 2013. Dès lors, les dernières prévisions de croissance de la Commission européenne et de l'OCDE pour la période 2013-2014 concordent presque parfaitement avec celles de la Banque. Dans le budget économique de février 2013, le Bureau fédéral du Plan prévoyait encore une croissance légèrement plus élevée pour cette année, mais les Perspectives économiques 2013-2018 publiées en mai 2013 font état, pour 2014, d'une croissance qui ne diffère que très légèrement de l'estimation de la Banque, et identique à celles prévues par la CE, le FMI et l'OCDE.

Cette convergence remarquable des différentes prévisions macroéconomiques ne peut toutefois détourner l'attention de l'incertitude conjoncturelle qui prévaut encore actuellement et des risques notables qui vont dès lors de pair avec ces prévisions. En particulier, la récente dégradation des indicateurs de conjoncture au début du printemps évoquée plus haut appelle à une grande prudence.

Compte tenu du haut degré d'ouverture de l'économie belge, sa croissance dépend naturellement avant tout des évolutions extérieures. À cet égard, les principaux risques se situent clairement dans la zone euro. Ainsi, il n'est nullement exclu que, en raison du processus de désendettement toujours en cours dans de nombreux pays, la zone euro ait besoin de plus de temps pour renouer avec un rythme de croissance comparable à celui des autres régions du monde. Un certain découragement vis-à-vis des réformes à mener, couplé à un regain d'incertitude

concernant la soutenabilité de l'endettement (des secteurs privé et public) dans plusieurs pays, d'une part, et des évolutions institutionnelles dans la zone euro, d'autre part, pourrait également entraver la reprise. À cet égard, les conséquences des retards récemment accumulés dans l'assainissement des finances publiques sont encore incertaines. Si, dans certains cas, cette situation est susceptible de soutenir la demande à court terme, elle comporte également des risques de compromettre un retour rapide à une croissance robuste à moyen terme. Enfin, des évolutions disparates en matière de compétitivité dans la zone euro peuvent également comporter certains risques. L'amélioration de la compétitivité dans les États périphériques qui ont été les plus durement touchés par la crise pourrait se faire en partie aux dépens de la croissance des exportations des pays du centre qui mettent plus de temps à engager leurs réformes. Par ailleurs, l'incertitude entourant le redressement de l'économie mondiale – notamment en Chine – reste, elle aussi, importante.

À l'échelon purement national, l'incertitude actuelle et l'accès plus difficile au crédit risquent de peser davantage sur la demande intérieure que ce sur quoi tablent les présentes projections. Dans le contexte du recul de l'emploi, l'épargne de précaution pourrait, en dépit du rendement extrêmement faible des actifs financiers, croître au-delà de ce qui est incorporé dans les prévisions, augmentant encore le taux d'épargne des particuliers. Au vu des incertitudes accrues quant aux perspectives de la demande, et des difficultés à financer des projets d'investissement par l'emprunt, la reprise des investissements et des recrutements par les entreprises risque également de se manifester plus tardivement que ce que l'on prévoit actuellement. D'un autre côté, une croissance mondiale plus robuste est également susceptible d'induire des effets de confiance positifs plus marqués, et de donner lieu à un redressement plus rapide de la demande intérieure.

## Annexe

### PROJECTIONS POUR L'ÉCONOMIE BELGE: SYNTHÈSE DES PRINCIPAUX RÉSULTATS

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

	2010	2011	2012	2013 e	2014 e
<b>Croissance</b> (données corrigées des effets de calendrier)					
PIB en volume .....	2,4	1,9	-0,3	0,0	1,1
Contributions à la croissance:					
Dépenses intérieures, hors variation des stocks .....	1,3	1,2	-0,2	-0,2	1,2
Exportations nettes de biens et de services .....	0,7	-0,1	0,2	0,3	0,0
Variation des stocks .....	0,3	0,7	-0,2	-0,1	0,0
<b>Prix et coûts</b>					
Indice des prix à la consommation harmonisé .....	2,3	3,4	2,6	1,0	1,2
Indice-santé .....	1,7	3,1	2,7	0,9	1,1
Déflateur du PIB .....	2,0	2,0	2,0	1,6	0,9
Termes de l'échange .....	-1,6	-1,2	-0,2	0,2	0,1
Coûts salariaux par unité produite dans le secteur privé .....	-0,6	2,1	4,1	1,8	-0,2
Coûts salariaux horaires dans le secteur privé .....	0,9	2,2	3,3	1,8	0,9
Productivité horaire dans le secteur privé .....	1,5	0,1	-0,8	0,0	1,1
<b>Marché du travail</b>					
Emploi intérieur (variation annuelle moyenne, en milliers de personnes) .....	30,8	61,6	8,2	-17,7	-6,0
<i>p.m. Variation en cours d'année<sup>(1)</sup>, en milliers de personnes</i> ...	58,9	53,1	-8,9	-26,4	9,2
Volume total de travail <sup>(2)</sup> .....	0,9	1,9	0,2	-0,2	0,0
Taux de chômage harmonisé <sup>(3)</sup> .....	8,4	7,2	7,6	8,3	8,7
<b>Revenus</b>					
Revenu disponible réel des particuliers .....	-1,2	-0,9	0,7	0,3	1,1
Taux d'épargne des particuliers (pourcentages du revenu disponible) .....	15,3	14,1	15,0	15,2	15,5
<b>Finances publiques<sup>(4)</sup></b>					
Solde de financement (pourcentages du PIB) .....	-3,8	-3,7	-3,9	-2,9	-3,3
Solde primaire (pourcentages du PIB) .....	-0,4	-0,4	-0,5	0,3	-0,2
Dette publique (pourcentages du PIB) .....	95,6	97,8	99,8	101,1	102,9
<b>Compte courant</b> (selon la balance des paiements, pourcentages du PIB) .....					
	1,9	-1,1	-1,4	-0,5	-0,3

Sources: CE, DGSIE, ICN, BNB.

(1) Différence entre le quatrième trimestre de l'année considérée et le quatrième trimestre de l'année précédente.

(2) Nombre total d'heures ouvrées dans l'économie.

(3) Pourcentages de la population active (15-64 ans), données non corrigées des effets de calendrier.

(4) Selon la méthodologie utilisée dans le cadre de la procédure concernant les déficits publics excessifs (EDP).

# Dynamique structurelle du commerce extérieur de la Belgique

E. Dhyne  
C. Duprez

## Introduction

Le mouvement de libéralisation des échanges commerciaux et financiers, la réduction des coûts de transport et les progrès réalisés en matière de technologies de l'information et de la communication ont donné lieu à une mutation en profondeur de l'environnement international. L'interpénétration des économies s'est ainsi fortement accrue, ce qui s'est traduit par une intensification des échanges internationaux de biens et de services. Dans ce contexte, la nature des marchandises et des services échangés s'est diversifiée, de même que la liste des partenaires commerciaux s'est étendue.

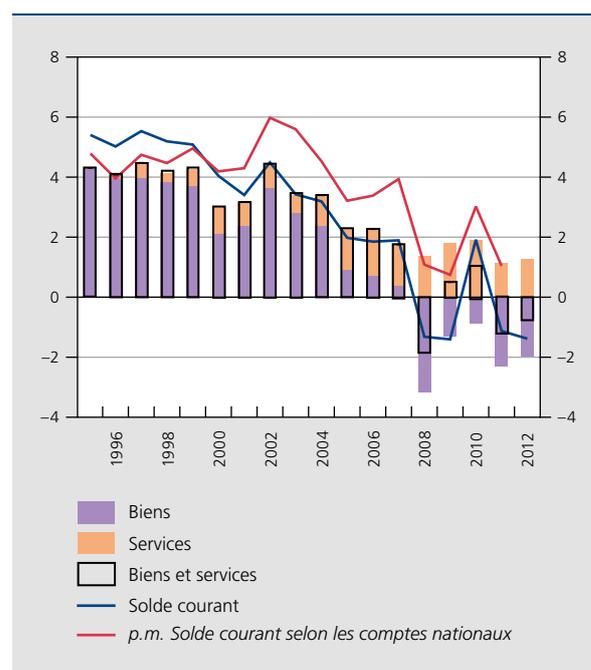
Le présent article entend exposer la dynamique structurelle du commerce extérieur de la Belgique de 1995 à 2011<sup>(1)</sup>. L'objectif est double. Il s'agit, d'une part, d'évaluer les changements structurels apparus ces 15 dernières années et, d'autre part, de fournir une première analyse de la récente période de crise. L'étude se veut dans un premier temps macroéconomique, fondée sur l'examen des agrégats utilisés traditionnellement pour juger de la compétitivité extérieure d'une économie, avant de se pencher sur des données microéconomiques permettant une analyse plus fine de la dynamique au niveau des entreprises.

## 1. Analyse macroéconomique

Dans la mesure où elle propose une vue consolidée de l'économie, la balance des opérations courantes constitue

un indicateur pertinent permettant de détecter d'éventuels déséquilibres. Un déficit de la balance courante signifie en effet qu'un pays dépense plus qu'il ne produit. Cela peut être le reflet de déséquilibres intérieurs, comme par exemple un déficit budgétaire excessif, une croissance anormalement vive des crédits, un marché immobilier surévalué, une progression inadaptée des salaires, etc.

**GRAPHIQUE 1** ÉVOLUTION DE LA BALANCE COMMERCIALE  
(soldes, en pourcentage du PIB, selon la balance des paiements)



Sources: ICN, BNB.

(1) Sous réserve de disponibilité des données. Au moment de la rédaction de cet article, les données pour 2012 n'étaient en général pas encore disponibles.

Ces types de déséquilibres deviennent intenable à long terme. Il convient dès lors de les corriger le plus rapidement possible au moyen d'une politique visant à maintenir en équilibre le potentiel de production et la demande de la population. Le levier de la dévaluation de la monnaie n'étant plus disponible dans une union monétaire, les ajustements doivent provenir de changements dans le fonctionnement structurel de l'économie. En général, des mesures de ce type ne sortent leurs effets qu'à moyen ou à long terme; celles-ci doivent donc être mises en œuvre en temps opportun.

En Belgique, l'évolution du solde des opérations courantes avec le reste du monde selon les données de la balance des paiements a été orientée à la baisse de manière progressive mais régulière durant les années 2000, principalement en raison d'un recul du solde des échanges de biens et de services. Ce dernier est ainsi revenu d'un surplus moyen de 4,3 % du PIB sur la période 1995-1999 à un déficit moyen de 0,1 % du PIB sur la période 2009-2012.

Les évolutions des échanges de biens, d'une part, et de services, d'autre part, ont toutefois été assez dissemblables. Parce qu'en valeur ils représentent près de 80 % des échanges extérieurs de la Belgique, les flux de biens déterminent en grande partie les fluctuations observées au niveau du solde courant. En revanche, le solde des échanges de services s'est inscrit durablement en hausse à partir de 1995. Cela n'a cependant pas été suffisant pour contrebalancer la chute de celui du commerce de marchandises, de sorte qu'au final, le solde commercial s'est rétréci.

### 1.1 Le solde des biens s'est détérioré

En Belgique, la baisse du solde de marchandises est en grande partie imputable à la hausse des importations nettes de produits énergétiques. Les variations des soldes des autres catégories de marchandises se sont en effet grosso modo neutralisées. D'une part, le surplus des produits chimiques, en ce compris les produits pharmaceutiques, s'est élargi entre 1995 et 2012. D'autre part, le solde des machines et matériel de transport, incluant les véhicules routiers, et, dans une moindre mesure, celui des matières brutes non comestibles, se sont sensiblement réduits. Le premier mouvement reflète une diminution de la spécialisation de la Belgique dans le secteur de la construction automobile, alors que le second résulte d'un recours accru à des inputs métallifères en provenance de l'étranger. Au final, le solde de la catégorie dite des combustibles minéraux du commerce extérieur (catégorie CTCL-3), qui comprend le pétrole, le gaz et l'énergie électrique, s'est détérioré de 15,6 milliards

d'euros entre 1995 et 2012, entraînant une contraction similaire au niveau du résultat total des marchandises.

Si l'on compare l'évolution du solde des biens de la Belgique avec celles, plus favorables, de l'Allemagne et des Pays-Bas, l'on peut relever deux différences notables. Premièrement, les Pays-Bas affichent un solde des produits énergétiques moins déficitaire que la Belgique. Deuxièmement, ces deux pays s'appuient sur les exportations d'autres catégories de biens pour compenser ce solde négatif des produits énergétiques, en particulier sur les exportations de matériel de transport. Les Pays-Bas bénéficient également d'une contribution positive des produits alimentaires et, à l'instar de la Belgique, des produits chimiques, à leur balance commerciale.

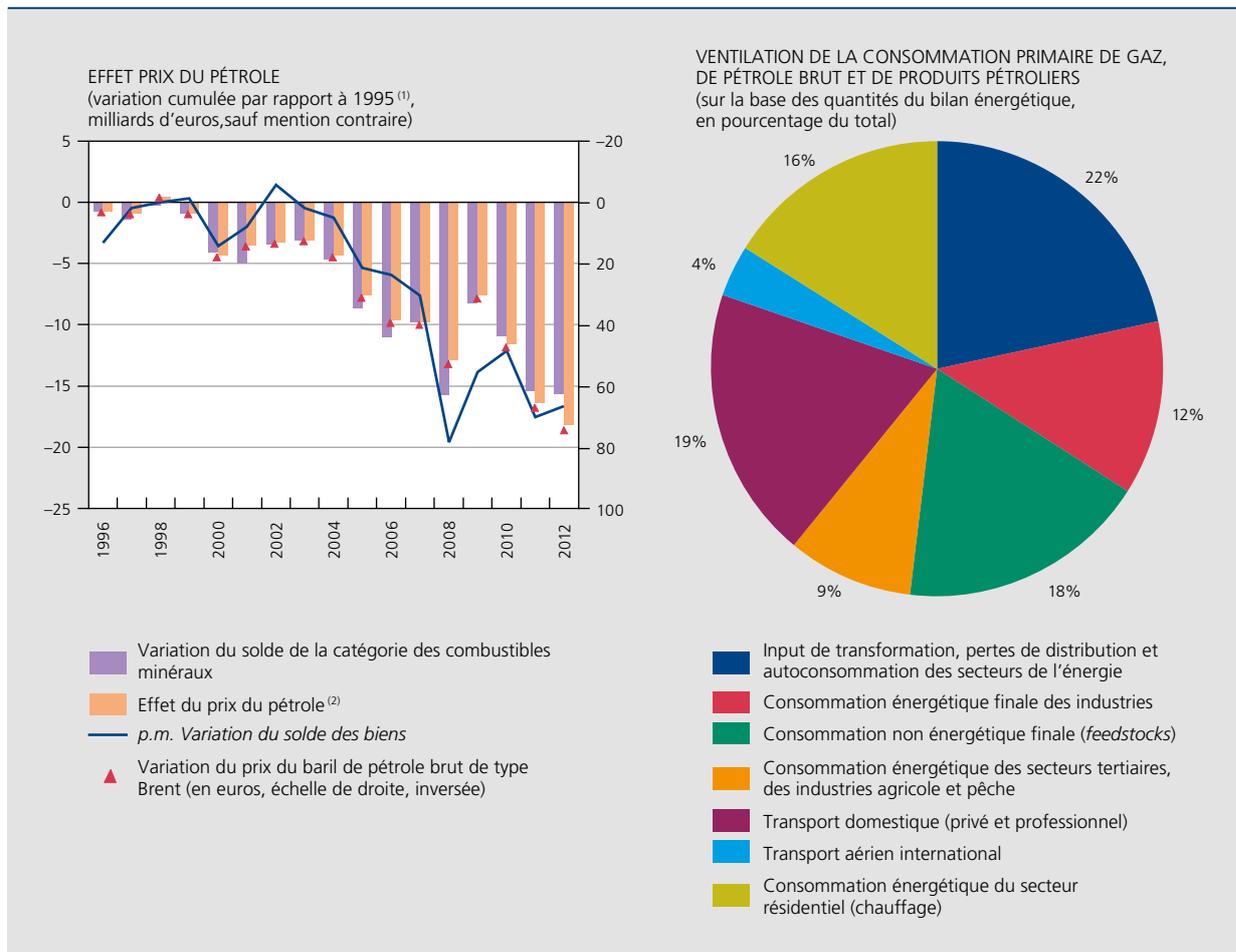
En Belgique, les importations nettes d'hydrocarbures concernent principalement le gaz naturel, le pétrole brut et les produits pétroliers. Ces combustibles couvrent les besoins énergétiques des différents secteurs: consommation finale du secteur des ménages (chauffage, transport), support à la production des secteurs industriels (source d'énergie) et inputs dans certains procédés industriels (fabrication de produits non énergétiques dans la pétrochimie). Le gaz naturel est aussi utilisé comme combustible pour la production d'électricité. Des pertes de transformation se produisent lors du raffinage de pétrole brut en produits pétroliers.

Sur la base du bilan énergétique, il est possible d'identifier les quantités de gaz et de pétrole consommées par les différents secteurs à l'origine de ces importations<sup>(1)</sup>. Ainsi, en 2010,

- quelque 51 % de la consommation de gaz et de pétrole sont liés à des activités industrielles:
  - 22 % pour la production d'électricité, principalement à partir de gaz;
  - 12 % pour des consommations énergétiques (utilisation d'énergie – principalement du gaz – dans les processus de production);
  - 18 % pour des usages non énergétiques (produits pétroliers utilisés comme matières premières dans la pétrochimie);
- 9 % de la consommation relèvent des secteurs tertiaire, de l'agriculture et de la pêche;
- 23 % sont utilisés pour des prestations de transport (sans distinction possible entre transport professionnel ou privé), dont 4 % pour le transport aérien international;

(1) Approvisionnement en énergies primaires (destinées à la consommation) = Production + Importations – Exportations – Soutages maritimes internationaux + Variation des stocks = Consommation  
Dans le cas de la Belgique, la production de gaz et de pétrole étant nulle, Importations – Exportations – Soutages + Variation des stocks = Consommation = 43 Mtep (millions de tonnes équivalent pétrole)

**GRAPHIQUE 2 IMPORTATIONS NETTES DE COMBUSTIBLES MINÉRAUX**



Sources: AIE, ICN, BNB.

(1) Données selon le concept national.

(2) L'effet prix du pétrole en t est calculé comme suit:  $\text{solde CTCl3}_{1995} * (\text{prix du pétrole}_t / \text{prix du pétrole}_{1995}) - \text{solde CTCl3}_{1995}$ .

– 16 % sont destinés aux ménages (principalement à des fins de chauffage, dont 55 % de gaz).

Reflétant notamment la pression de la demande mondiale sur ces ressources, les prix relatifs des matières premières, et en particulier du pétrole, ont progressé de manière marquée durant la dernière décennie. Une évaluation de l'effet de la variation du prix du pétrole<sup>(1)</sup> sur le solde des combustibles minéraux et, partant, sur celui des biens dans son ensemble, permet de montrer que celui-ci est décisif dans le cas de la Belgique.

Les cours des matières premières sont cependant largement déterminés sur les marchés internationaux. Ils

(1) L'effet du prix du pétrole en t est calculé selon une approche cumulée de la façon suivante:

$$\text{solde CTCl3}_{1995} * (\text{prix du pétrole}_t / \text{prix du pétrole}_{1995}) - \text{solde CTCl3}_{1995}$$

s'imposent donc aux agents économiques en Belgique comme ailleurs en Europe, et il n'est pas exclu que de nouveaux renchérissements des matières premières continuent de peser sur le solde commercial de la Belgique à l'avenir. Afin d'atténuer cette pression, et la perte de revenus qu'elle induit pour l'ensemble de l'économie, il importe d'améliorer le taux de couverture en volume et de limiter la détérioration des termes de l'échange. Pour ce faire, il convient de pouvoir ajuster l'évolution des prix à l'exportation sur celle des prix à l'importation, et ce sans affecter défavorablement les volumes exportés.

Cette capacité d'adapter à la hausse les prix des exportations dépend notamment de la nature des produits exportés: en règle générale, la marge de manœuvre est nettement plus étroite pour les fabricants de biens très standardisés. Ces produits sont en effet caractérisés par une offre potentielle abondante, les appareils de

production pouvant être facilement répliqués. De surcroît, dans la mesure où les matières premières constituent également des inputs dans la production de biens et de services destinés à l'exportation, la remontée de leurs cours fragilise les producteurs belges, qui sont par ailleurs confrontés à des coûts des facteurs de production domestiques relativement élevés. Ces difficultés sont moins prononcées pour les producteurs de biens incorporant un contenu en connaissance plus important. Ceux-ci présentent en effet l'avantage d'être en général différenciés par rapport à ceux produits par les offreurs concurrents.

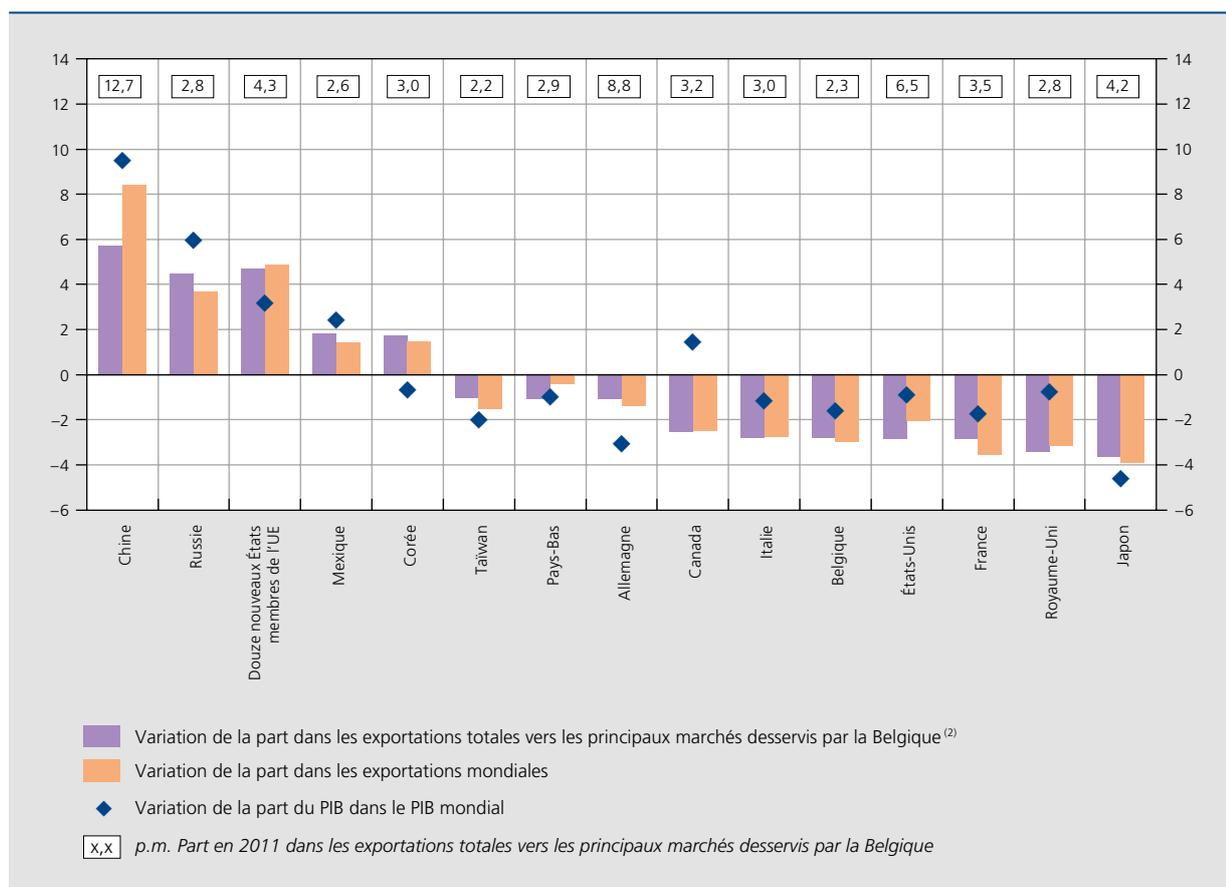
Plusieurs indicateurs permettent d'appréhender, de façon indirecte, le contenu en connaissance des produits exportés. Par exemple, si l'on considère les dépenses de R&D ainsi que les taux d'innovation, tant en processus qu'en produits ou en marketing, la Belgique obtient des scores qui sont assez défavorables par rapport aux niveaux observés en Allemagne, aux Pays-Bas et en France, tout

en étant globalement supérieurs à la moyenne du reste de l'UE. Ces taux d'innovation réduits se traduisent également par un nombre de brevets par million d'habitants plus faible que dans les trois pays voisins. Un autre élément déterminant est lié à l'entrepreneuriat. Il semble que, comparativement aux pays voisins et à la moyenne de l'UE, le pourcentage de jeunes ou de futurs entrepreneurs au sein de la population soit moindre en Belgique.

## 1.2 Performances globales des exportations de biens

Au final, la diminution du solde commercial est le reflet d'un manque de dynamisme des exportations de biens en valeur de la Belgique. Ce dernier peut également être illustré par le différentiel entre la progression des importations des pays partenaires et celle des exportations de biens de la Belgique, qui indique des pertes régulières de

**GRAPHIQUE 3** GAINS / PERTES DE PARTS DE MARCHÉ DES PRINCIPAUX EXPORTATEURS  
(biens<sup>(1)</sup>, en valeur, pourcentages annuels moyens, période 1995-2011, sauf mention contraire)



Sources : CNUCED, FMI, ICN.

(1) Données selon le concept national pour la Belgique.

(2) Les 30 principaux marchés par ordre d'importance dans les exportations de la Belgique entre 1995 et 2011.

parts de marché à l'exportation. Même s'ils se sont inscrits en retrait par rapport à l'expansion annuelle moyenne de 7,8 % du marché mondial dans sa totalité, les exportateurs belges s'orientant en moyenne encore trop peu vers les marchés émergents à croissance rapide, les marchés géographiques spécifiquement desservis par les exportations de la Belgique ont néanmoins crû de 7,1 % par an en moyenne entre 1995 et 2011<sup>(1)</sup>. Cette progression est analogue à celle des marchés géographiques spécifiques pour une sélection de pays européens. Toutefois, avec une augmentation annuelle moyenne de 4,8 %, les exportations de la Belgique n'ont pas affiché la même vigueur, de sorte que les pertes de parts de marché se sont établies à 2,2 % en moyenne annuelle. En analysant les performances des exportations de la Belgique sur chacun de ses 20 principaux marchés pris individuellement<sup>(2)</sup>, il apparaît que la Belgique perd des parts de marché partout, sauf à Hong Kong, qui est cependant le plus petit en importance d'entre eux.

De même, alors qu'elle s'est également inscrite en deçà de l'évolution de la demande mondiale totale, la progression annuelle moyenne de la demande de produits exportés par la Belgique, à 7,5 %, est demeurée appréciable au regard de celle adressée à une sélection de pays européens<sup>(3)</sup>. Les marchés géographiques de la Belgique ayant augmenté de 7,1 %, le léger handicap de la Belgique relève davantage de la destination géographique des exportations que du type de produits exportés. La demande concernant ces derniers ayant été plutôt dynamique, le décalage par rapport aux exportations s'est avéré plus considérable, de sorte que les pertes de parts de marché de la Belgique y ont atteint 2,6 % en moyenne par an.

Une comparaison internationale indique que les Pays-Bas et l'Allemagne ont essuyé moins de pertes de parts de marché sur les principaux marchés desservis par les exportateurs belges<sup>(4)</sup>, alors que celles subies par la France<sup>(5)</sup>, le Royaume-Uni et le Japon ont été plus lourdes. Globalement, la plupart des économies qui étaient actives de longue date dans les échanges internationaux, parmi lesquelles la Belgique, ont régressé. En revanche, les économies émergentes, et en particulier la Chine, la Russie et les nouveaux États membres de l'UE, ont gagné des parts de marché. Ces développements s'inscrivent cependant dans une tendance plus générale d'intégration accrue de ces économies à la production mondiale.

### 1.3 Évolution des exportations de services

Même si ce mouvement n'a pas été suffisant pour compenser la chute des exportations nettes de marchandises, le solde des échanges de services s'est inscrit durablement

en hausse à partir de 1995, les bons résultats de la Belgique en la matière s'expliquant par le dynamisme de ses exportations plutôt que par la faiblesse de ses importations. Si l'on compare la Belgique aux autres pays de la zone euro, il apparaît ainsi que la part des flux de services dans le PIB figure parmi les plus élevées. De même, alors que la part des exportations de marchandises de la Belgique dans le commerce mondial en valeur a chuté de plus d'un tiers au cours de la période 1995-2012, la part correspondante des services est demeurée constante, aux alentours de 2,3 %. Dans le même temps, celle dans les exportations mondiales de services est également restée stable en Allemagne, à un niveau proche de 6,5 %, alors qu'elle est retombée, respectivement, de 6,9 à 5 % en France et de 3,7 à 2,5 % aux Pays-Bas.

La position centrale de la Belgique dans le tissu économique européen est l'un des principaux facteurs ayant contribué à ces bons résultats quant aux échanges extérieurs de services (Duprez, 2011). D'une part, le pays a pu s'appuyer sur ses exportations nettes de services vers les organismes internationaux qui y ont leur siège, comme les institutions européennes<sup>(6)</sup>, ainsi que sur les activités qu'elles entraînent dans leur sillage, notamment au niveau des entreprises multinationales. D'autre part, cette situation au cœur de l'Europe a favorisé un rôle d'intermédiation, qui s'est traduit par le développement de services connexes à l'internationalisation du commerce. Les services de transport et de logistique ont ainsi pu se déployer, en particulier grâce à l'importance du port d'Anvers dans les flux de marchandises.

Les bonnes performances générales de la Belgique en matière d'échanges de services ne se reflètent toutefois pas dans toutes les catégories. Les exportations de services liés aux technologies de l'information et de la communication n'ont notamment pas enregistré d'essor notable. Par ailleurs, la part des services fortement axés sur l'innovation, comme les prestations de R&D ou la valorisation des brevets, est encore faible. L'ensemble de ces services

(1) Le pourcentage de variation des marchés géographiques est calculé comme suit : l'évolution des importations en euros de  $\pm$  240 pays partenaires est pondérée par la structure géographique des exportations de biens de la Belgique. Les marchés en  $t$  sont calculés selon la structure géographique en  $t-1$ .

(2) Par ordre d'importance : DE, FR, NL, UK, IT, US, ES, LU, IN, CH, SE, IL, PL, CN, AT, TR, JP, RU, DK et HK.

(3) Le pourcentage de variation des marchés par produit est calculé comme suit : l'évolution des importations mondiales en euros de  $\pm$  260 produits de la nomenclature CTCL-3 est pondérée par la structure par produit des exportations de biens de la Belgique. Les marchés en  $t$  sont calculés selon la structure par produit en  $t-1$ .

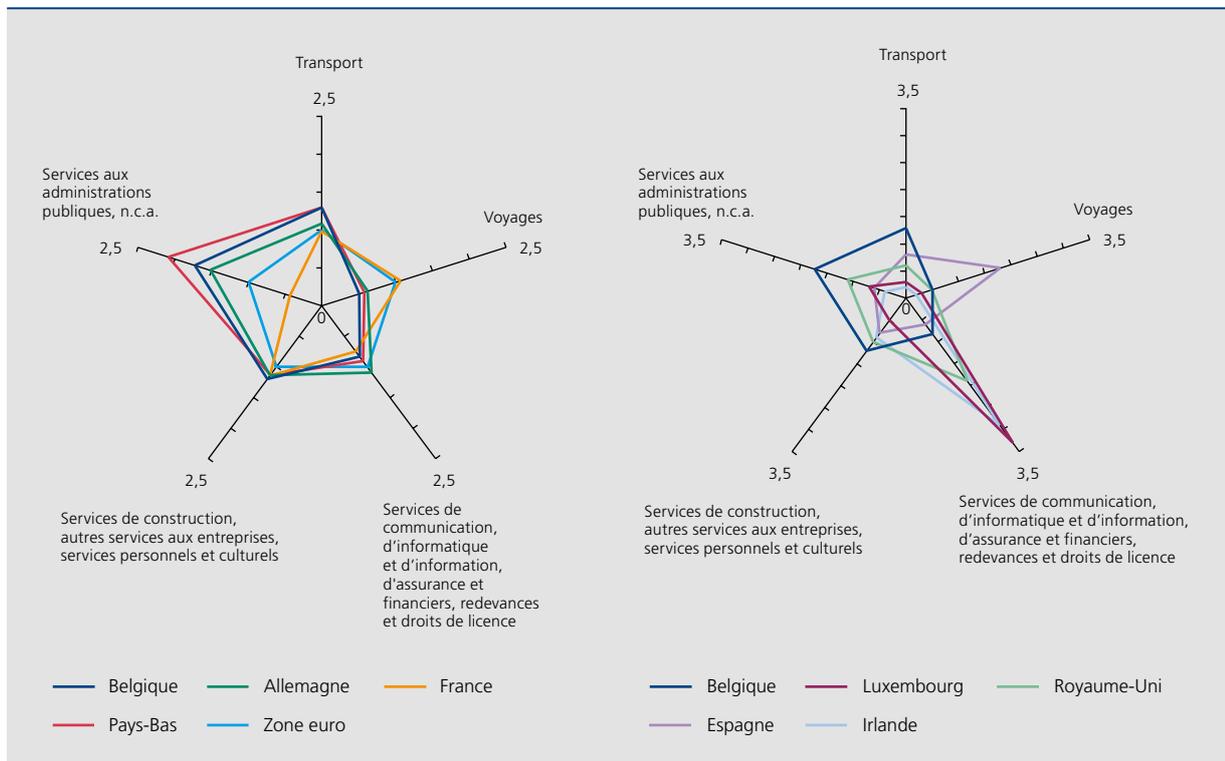
(4) Sont ici pris en considération les 20 pays précités, auxquels s'ajoutent PT, CZ, IE, EL, FI, BR, HU, AE, CA et NO.

(5) Précisons que, alors que le transit de biens représente une part significative des flux d'exportations des Pays-Bas et de l'Allemagne (via, notamment, les ports de Rotterdam et de Hambourg), celui-ci semble en revanche limité en France.

(6) Précisons que, lorsque la nature des services fournis le permet, une partie des services aux institutions ne sont pas comptabilisés dans la catégorie des services aux administrations publiques mais imputés dans les catégories définies de services, de sorte que la spécialisation dans ce domaine est calculée *a minima* pour chaque pays.

#### GRAPHIQUE 4 EXPORTATIONS DE SERVICES: INDICES D'AVANTAGES COMPARATIFS RÉVÉLÉS<sup>(1)</sup>

(moyenne 2009-2011)



Sources : CE, BNB.

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

constituent pourtant un catalyseur de la croissance dont toute l'économie pourrait bénéficier.

## 2. Analyse microéconomique du commerce extérieur

Au-delà de l'examen des flux agrégés d'échanges extérieurs, une analyse plus fine de la population des entreprises belges opérant sur les marchés internationaux donne des indications supplémentaires quant à la dynamique des exportations de biens, en particulier durant la crise récente.

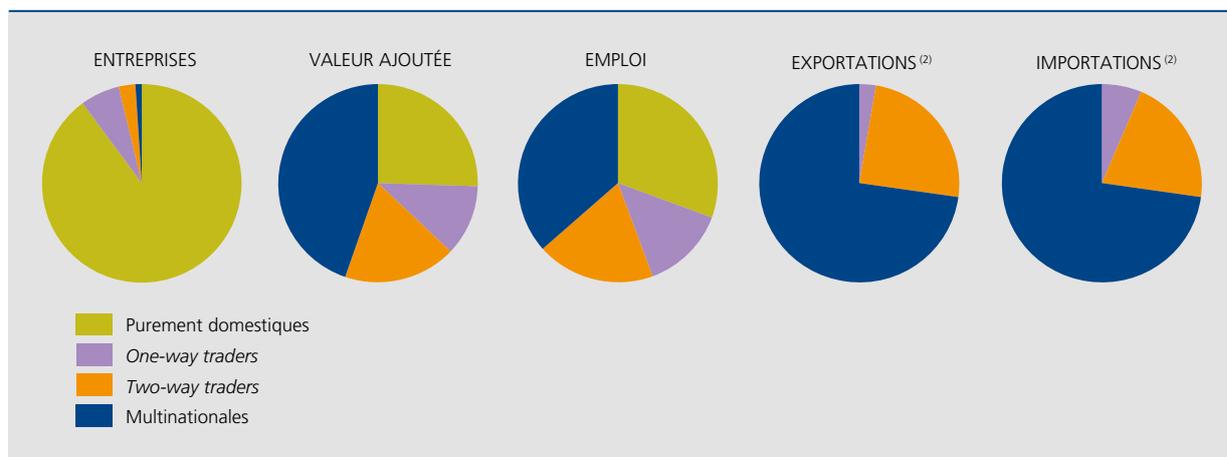
Un tel examen se fonde sur une source d'informations extrêmement détaillées, reprenant l'ensemble des transactions effectuées par des entreprises résidentes avec le reste du monde, par pays de destination (pour les exportations) ou de provenance (pour les importations) et par type de biens. La classification des produits pour laquelle il a été opté est la classification HS6, qui répartit les exportations entre plus de 5 000 catégories<sup>(1)</sup>. Comme pour les séries macroéconomiques présentées dans la section

précédente, seules les transactions utilisées pour l'établissement des statistiques du commerce extérieur selon le concept national, c'est-à-dire à l'exclusion des flux de transit et d'une partie du quasi-transit, sont prises compte. Ces données sont tirées soit des déclarations en douane, pour le commerce extracommunautaire, soit des déclarations Intrastat, pour le commerce intracommunautaire. N'ont été retenues que les entreprises dont les exportations à destination de l'UE excédaient 1 million d'euros aux prix de 2006 ou dont les exportations extracommunautaires représentaient au moins 100 000 euros aux prix de 2006<sup>(2)</sup>.

(1) Par exemple, les exportations et importations de voitures sont réparties entre quatre catégories HS6, en fonction de leur cylindrée. La liste complète des produits HS6 peut être téléchargée sur le site [http://ec.europa.eu/eurostat/ramon/index.cfm?TargetUrl=DSP\\_PUB\\_WELC](http://ec.europa.eu/eurostat/ramon/index.cfm?TargetUrl=DSP_PUB_WELC).

(2) En ce qui concerne les flux d'importations, les critères retenus sont de, respectivement, 700 000 et 50 000 euros aux prix de 2010 pour l'ensemble des importations intracommunautaires et extracommunautaires. Les critères appliqués au commerce intracommunautaire sont basés sur la réglementation européenne fixant le seuil de déclaration Intrastat. Pour les exportations, le critère de 1 million d'euros est en vigueur depuis 2006. Pour les importations, le critère de 700 000 euros a été introduit en 2010. Afin de procéder à un contrôle pour l'évolution des prix, le critère de déclaration est corrigé pour l'évolution du déflateur de PIB. Un montant minimum de déclaration Extrastat a également été appliqué afin de supprimer les petits exportateurs/importateurs occasionnels.

GRAPHIQUE 5 STRUCTURE DE L'ÉCONOMIE BELGE, EN 2005<sup>(1)</sup>



Sources : données individuelles de la Centrale des bilans, combinées aux données du commerce extérieur, de la balance des paiements et de l'enquête sur les investissements directs à ou de l'étranger.

(1) Secteur privé, à l'exclusion des banques et compagnies d'assurances.

(2) Commerce de biens et de services.

Après nettoyage des données de transaction et application des critères définis ci-dessus, les données prises en considération couvrent entre 82 et 92 % des exportations et importations de biens de la Belgique selon le concept national.

## 2.1 Les entreprises belges dans un monde globalisé

### 2.1.1 La situation en 2005

En prélude à l'analyse de l'évolution des exportations de biens des entreprises belges, il convient tout d'abord de préciser le degré d'intégration des entreprises belges au sein de l'économie mondiale. Pour cela, outre les données d'exportations et d'importations de biens, les données individuelles d'exportations et d'importations de services, de même que les données individuelles de l'enquête sur les investissements directs à ou de l'étranger, ont été mobilisées. Celles-ci reprennent, pour chaque entreprise belge, l'ensemble des transactions internationales de services ainsi que l'ensemble des transactions d'investissements directs à ou de l'étranger dans laquelle une entreprise belge est impliquée (soit comme filiale d'un groupe étranger, soit comme maison mère d'une multinationale). Toutes ces informations ont ensuite été combinées aux données de la Centrale des bilans pour déterminer le degré d'intégration à l'économie mondiale des entreprises belges.

En 2005, dernière année pour laquelle des données exhaustives du commerce international de services par

entreprise sont disponibles, parmi les 309 550 entreprises (hors banques et compagnies d'assurances) ayant déposé leurs comptes annuels auprès de la Centrale des bilans, 90 % étaient actives uniquement sur le marché belge et ne faisaient pas partie d'un groupe international, 6 % étaient des *one-way traders*, c'est-à-dire soit importatrices soit exportatrices et 3 % étaient des *two-way traders*, c'est-à-dire à la fois exportatrices et importatrices; enfin, 1 % d'entre elles faisaient partie d'un groupe international, soit comme filiale d'une société étrangère, soit comme maison mère d'une multinationale belge.

Le nombre de multinationales actives en Belgique est donc relativement limité (2 979 en 2005). Ces dernières représentent cependant près de 45 % de la valeur ajoutée et 36 % des emplois dans le secteur privé, hors banques et compagnies d'assurances. Elles sont particulièrement importantes pour le commerce extérieur de la Belgique puisqu'elles s'arrogent à elles seules près de 73 % des exportations et importations de biens et de services.

Ces éléments illustrent l'importance de la compétitivité externe des entreprises pour l'économie belge. En effet, si à peine 10 % d'entre elles sont actives sur les marchés internationaux, elles génèrent 75 % de la valeur ajoutée et 70 % des emplois dans le secteur privé.

Comme cela a été mis en évidence par de nombreuses études, tant internationales (par exemple Bernard et Jensen, 1995, 1999, 2004, Aw et Hwang, 1995, Bernard, Eaton, Jensen et Kortum, 2003, Bernard, Jensen et Schott, 2005, pour les États-Unis, Eaton, Kortum et

Kramarz, 2004, pour la France et Mayer et Ottaviano, 2007, pour une analyse au niveau européen) que belges (Muûls et Pisu, 2007, Dhyne *et al.*, 2010), les multinationales et, plus généralement, les firmes exportatrices ou importatrices sont des sociétés de grande taille, ayant une productivité plus importante et de meilleures perspectives de croissance à long terme que les entreprises purement domestiques.

En effet, sur la base des informations comptables reprises au sein de la Centrale des bilans, près d'un tiers des multinationales actives en 2005 avaient effectué, en 2004 ou en 2005, un investissement dans des actifs intangibles, comme un investissement en R&D ou en brevets et licences, en *goodwill* ou en marques et droits similaires, contre à peine 7 % des entreprises purement domestiques durant la même période.

### 2.1.2 Les entreprises exportatrices belges – Évolution sur la période 1995-2011

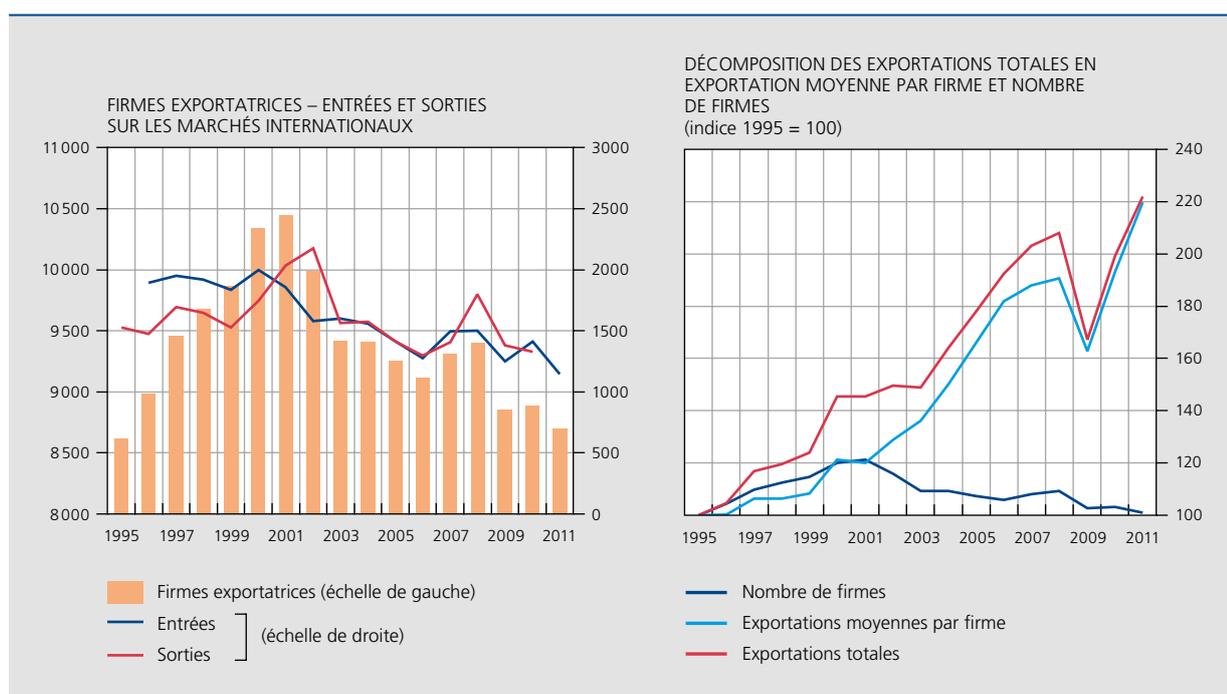
En complément à la vision statique présentée ci-dessus, une analyse de l'évolution du nombre de firmes exportatrices de biens au cours de la période 1995-2011 met en évidence une diminution constante du nombre d'entreprises exportatrices à partir de 2002. En effet, si, au cours de la période 1995-2001, le nombre d'exportateurs est passé de 8 618 à 10 449, seules 8 703 sociétés exportaient encore

des biens en 2011. Toutefois, cette baisse du nombre de firmes exportatrices ne s'est pas traduite par un recul de nos exportations totales, celles-ci étant principalement le reflet de l'importante augmentation du montant moyen exporté par entreprise.

Ces évolutions nettes masquent cependant d'importants mouvements annuels d'entrées et de sorties sur les marchés internationaux. De fait, sur la période 1995-2011, 1 635 entreprises sont, en moyenne, entrées chaque année sur les marchés internationaux, alors que 1 604 en sont sorties. Pour les jeunes exportateurs, il semble qu'il soit difficile de pérenniser des activités au-delà d'un an. En effet, le taux de survie à un an des nouveaux exportateurs sur les marchés internationaux n'est que de 60 %, et il tombe à 23 % à un horizon de cinq ans.

Les entreprises exportent par nature plusieurs produits vers plusieurs marchés. En effet, l'entreprise exportatrice moyenne exportait 14,2 produits HS6 en 1995. Ce nombre a eu tendance à augmenter au cours de la période, pour atteindre 22,1 en 2011. À cette date, 12 % des exportateurs ne négociaient qu'un seul produit HS6. En 2011, la société exportatrice moyenne desservait 14 destinations différentes (soit quatre de plus qu'en 1995). Seules 10 % des firmes n'étaient actives que dans un pays et 4 % n'étaient exportatrices que d'un seul produit vers une destination unique.

GRAPHIQUE 6 NOMBRE DE FIRMES EXPORTATRICES ET MONTANTS EXPORTÉS



Source : données individuelles du commerce extérieur, concept national.

Les exportations belges sont toutefois extrêmement concentrées au sein d'un nombre réduit de très grands exportateurs. Cette forte concentration s'est même accrue au cours des 16 dernières années. Le dernier percentile de la distribution des firmes exportatrices (c'est-à-dire 87 entreprises) s'arrogeait 50 % des exportations de biens de la Belgique (c'est-à-dire 105 milliards d'euros) en 2011, alors que 80 % d'entre elles ne représentaient que 10 % du total.

## 2.2 Décomposition de la croissance des exportations

Si l'analyse agrégée de l'évolution des exportations belges fournit une indication sur la dynamique globale du commerce extérieur de la Belgique, elle ne permet pas d'en identifier les sources, que seul l'examen des flux d'exportation au niveau microéconomique peut mettre en évidence.

D'un point de vue microéconomique, la croissance agrégée des exportations entre  $t-1$  et  $t$  peut être subdivisée en deux composantes principales.

La première est liée au fait que certaines relations commerciales internationales actives en  $t-1$  ne le sont plus en  $t$ , tandis que d'autres sont nouvellement créées en  $t$ . Ce processus de création/destruction de transactions internationales est appelé la composante extensive de la croissance des exportations. Les exportations (dé)croissent parce que le volume des nouvelles transactions est plus (moins) important que celui des transactions détruites.

La seconde est liée à la croissance des transactions commerciales internationales qui ont été maintenues entre  $t-1$  et  $t$ . Elle s'appelle la composante intensive de la croissance des exportations.

L'importance de la composante extensive dépend de la définition de la transaction internationale retenue aux fins de l'analyse. Pour cette étude, une transaction internationale représente l'exportation, par une entreprise belge, d'un produit HS6 particulier vers un pays de destination spécifique. La composante extensive de la croissance des exportations peut donc avoir trois sources : une composante « firmes », une composante « pays » et, enfin, une composante « produits ».

La composante « firmes » représente la marge extensive due aux entrées et aux sorties des entreprises sur les marchés internationaux considérés dans leur globalité. La composante « pays » est la marge extensive due aux entrées et aux sorties en  $t$  d'un pays de destination par

des firmes exportatrices existantes. Enfin, la composante « produits » correspond quant à elle à la marge extensive associée à l'introduction ou au retrait de produits HS6 particuliers par les entreprises exportatrices existantes dans leurs différents pays de destination.

En 1995, la banque de données présentée ci-dessus reprenait 366 563 transactions individuelles (firme x pays x produit). Elle en comptait 876 414 en 2011. La croissance du nombre de transactions observée au cours des 16 dernières années témoigne de l'importance de la marge extensive dans l'évolution du commerce extérieur. En fait, durant cette période, 89 % (respectivement 90 %) des firmes exportatrices ont modifié chaque année leur portefeuille de pays de destination (respectivement de produits). À peine 3 % des firmes exportatrices ne recourent qu'à la marge intensive pour se développer sur les marchés internationaux.

Afin de mesurer la contribution des différentes composantes de la croissance des exportations, la définition de cette dernière entre deux périodes est celle proposée par Davis et Haltiwanger (1992). Elle permet de calculer un taux de croissance associé aux créations/destructions de transactions. Elle est donnée par

$$\dot{X}_{it} = 2 \frac{X_{it} - X_{it-1}}{X_{it} + X_{it-1}}$$

où  $X_{it}$  représente le montant de la transaction  $i$  observé pour l'année  $t$  et  $\dot{X}_{it}$  le taux de croissance de cette transaction entre  $t$  et  $t-1$ .<sup>(1)</sup>

La croissance agrégée s'obtient comme

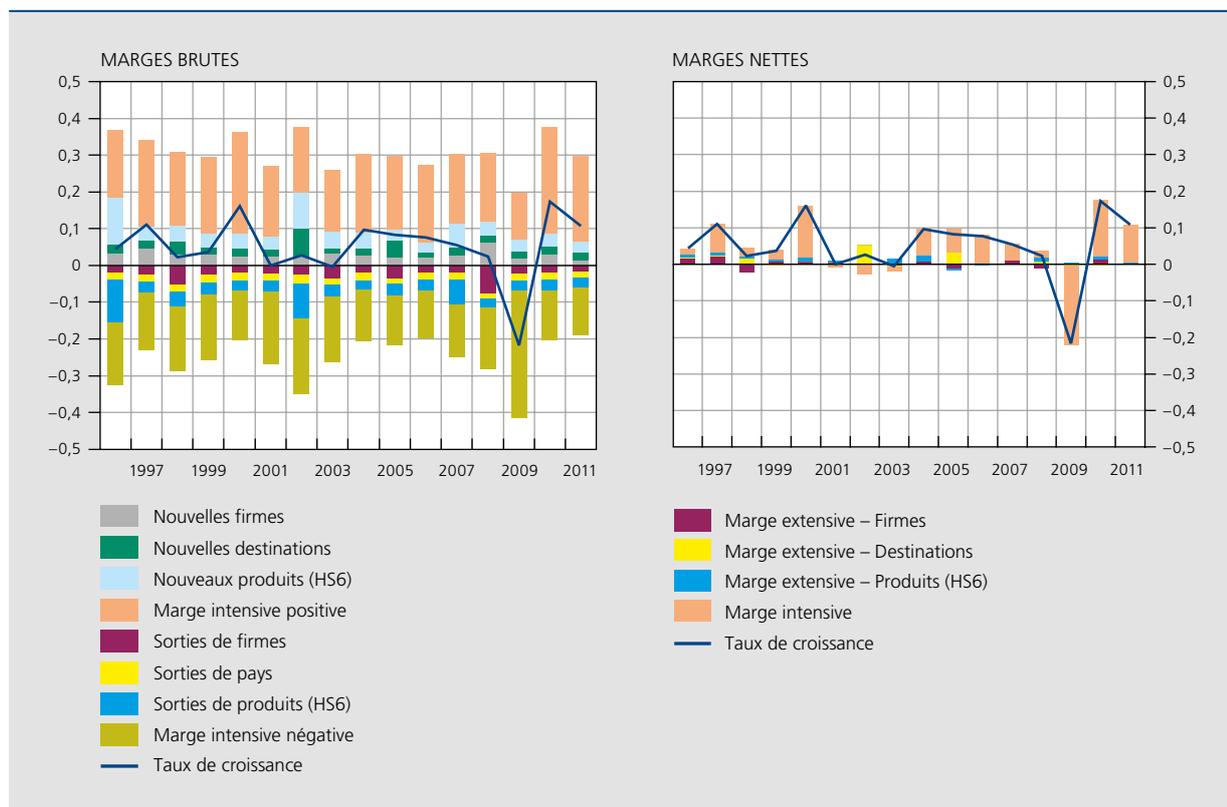
$$\dot{X}_t = \sum_{i=1}^N \frac{X_{it} + X_{it-1}}{X_t + X_{t-1}} \dot{X}_{it}$$

où  $X_t$  représente le montant total des exportations pour l'année  $t$  et  $\dot{X}_t$  le taux de croissance des exportations entre  $t$  et  $t-1$ .

Une répartition des différentes contributions individuelles à la croissance des exportations entre les différentes marges extensives et intensives définies ci-dessus met en évidence une contribution nette relativement faible des diverses composantes de la marge extensive, mis à part en 2002 et en 2005, où la composante « pays » semble avoir concouru significativement à la croissance agrégée. Ces deux contributions importantes de la composante « pays » étant liées

(1) Selon cette définition, la création d'une nouvelle transaction induit un taux de croissance de +2, alors que la définition classique d'un taux de croissance induirait un taux de croissance de +∞. De même, selon cette définition, la destruction d'une transaction induit un taux de croissance de -2, contre -1 selon la définition classique.

GRAPHIQUE 7 DÉCOMPOSITION DE LA CROISSANCE ANNUELLE DES EXPORTATIONS – MARGES EXTENSIVES ET INTENSIVES



Source : données individuelles du commerce extérieur, concept national.

à des événements exceptionnels concernant un nombre très limité d'entreprises, elles n'ont aucune interprétation macroéconomique et doivent donc être considérées comme des événements purement idiosyncratiques. Mis à part en 2002 et en 2005, la progression des exportations belges a donc eu principalement pour source la composante intensive de la croissance, en particulier à partir de 2000. La croissance nette du volume des transactions établies représente en effet de 80 à 95 % de la croissance agrégée.

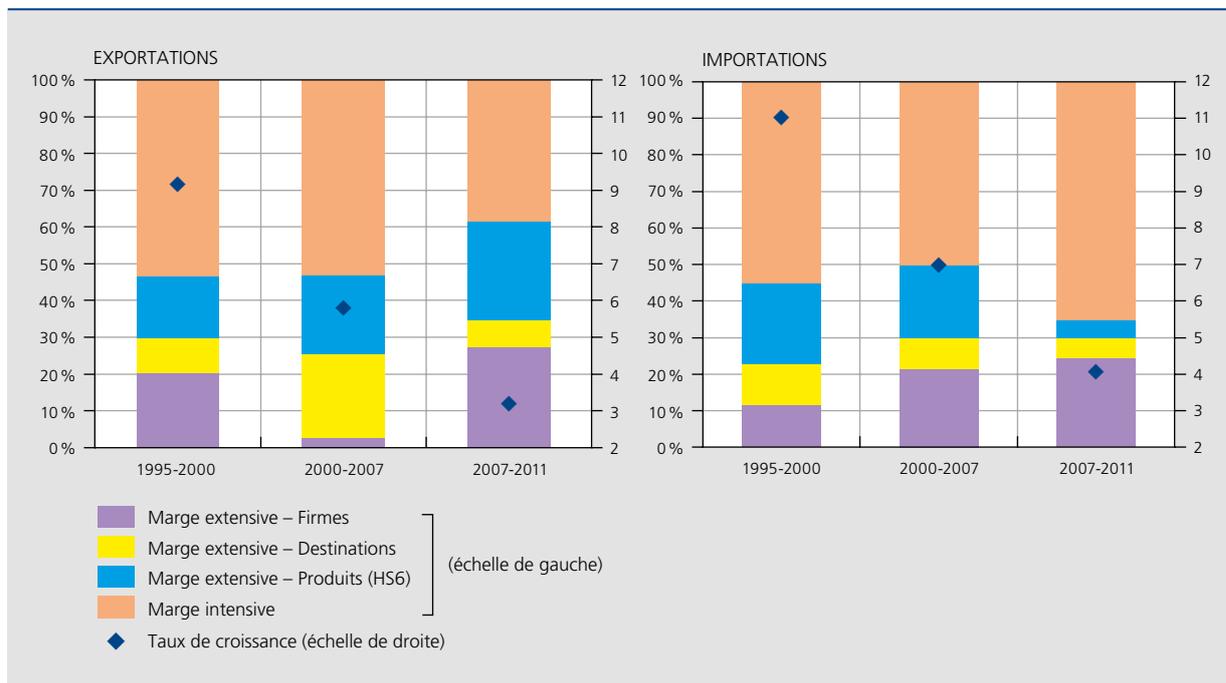
Cette décomposition de la croissance met également en évidence le fait que la crise du commerce international en 2009 a surtout entraîné une réduction des montants exportés vers les marchés existants, plutôt que la cessation complète des relations commerciales (cf. Behrens *et al.*, 2010). Le maintien de la plupart de celles-ci a permis aux exportateurs belges de bénéficier rapidement de la reprise de la demande mondiale en 2010. Un profil de croissance similaire a été observé pour les importations des entreprises belges, qui trouve également principalement son origine dans la marge intensive.

Une décomposition plus fine de la marge intensive en « marge intensive due aux transactions créées au cours

des trois dernières années » et « marge intensive due aux autres transactions » montre toutefois que ce sont les relations récemment créées qui contribuent le plus à la croissance intensive. Il convient en particulier de mentionner que l'évolution de la marge intensive en 2009 et en 2010 a une composition totalement différente. La baisse des flux commerciaux en 2009 est essentiellement imputable aux « anciennes » transactions (établies avant 2006), alors que la hausse observée en 2010 a, pour moitié, été le résultat de l'intensification de relations commerciales créées entre 2007 et 2009.

Les contributions nettes relativement faibles de la marge extensive à la progression des exportations masquent des modifications très importantes dans la structure des exportations belges. Comme indiqué précédemment, la quasi-totalité des firmes exportatrices remanient leur portefeuille de pays-produits chaque année. Ces révisions substantielles sont mises en exergue dans les contributions brutes à la croissance des marges extensives et intensives. Par exemple, la très faible contribution nette de la marge extensive « produits » dissimule en fait de notables contributions positives (associées à l'introduction de nouveaux produits sur des marchés existants) et négatives (associées

**GRAPHIQUE 8** DÉCOMPOSITION DE LA CROISSANCE DES EXPORTATIONS ET DES IMPORTATIONS À LONG TERME – MARGES EXTENSIVES ET INTENSIVES



Source : données individuelles du commerce extérieur, concept national.

à la sortie de produits sur des marchés existants). Un tel phénomène indique que les exportateurs belges s'adaptent à la concurrence internationale en modifiant régulièrement leur portefeuille « produits » sur les différents marchés sur lesquels ils sont actifs. Les contributions brutes de la marge extensive « firmes » traduisent également les grands changements dans la composition de la population des firmes exportatrices.

Une analyse de la progression des exportations à plus long terme modifie également sensiblement l'importance relative de la contribution des marges extensives à la hausse de nos exportations. En effet, une analyse de la contribution des différentes marges de croissance sur de plus longues périodes (1995-2000, 2000-2007 et 2007-2011) met en évidence un accroissement significatif de la contribution relative des marges extensives.

Si la composante « pays » semble en général jouer un rôle assez mineur dans la croissance agrégée des exportations (moins de 10 % de la progression cumulée au cours des périodes 1995-2000 et 2007-2011), les deux autres composantes extensives semblent être une source importante de hausse des exportations à long terme. Au cours des trois sous-périodes examinées, les différentes composantes de la marge extensives ont en effet représenté de 47 à 61 % de la croissance cumulée durant celles-ci.

Comme indiqué ci-dessus, la période 1995-2000 a été caractérisée par un accroissement du nombre total d'exportateurs (le nombre de firmes exportatrices a augmenté de 1 723 unités), ce qui s'est traduit par une contribution de 20 % de la marge extensive « firmes » à la croissance cumulée des exportations. La contribution de la marge extensive « firmes » est restée légèrement positive au cours de la deuxième sous-période, sur fond de réduction du nombre d'exportateurs (l'on a observé une perte nette de 1 031 entreprises exportatrices). Au cours de la période récente, la contribution de la marge extensive « firmes » a également été significative (de l'ordre de 27 % de la croissance cumulée), mais elle s'est faite dans un contexte de hausse globale du volume des exportations assez faible comparé aux deux autres sous-périodes, ce qui relativise quelque peu l'ampleur de cette contribution.

Une différence majeure par rapport à la décomposition de la croissance annuelle est le rôle majeur joué par la marge extensive « produits ». Au cours des deux premières périodes, cette composante a été responsable d'environ 20 % de la croissance cumulée. Cette contribution de la composante « produits » a été particulièrement importante durant la période de crise récente. Elle a alors en effet concouru pour plus de 27 % à la croissance cumulée.

Certes, cette plus vive contribution de la marge extensive durant la crise (60 % de la progression si l'on considère l'ensemble des marges extensives) s'est faite dans un contexte de croissance cumulée faible, durant laquelle de forts mouvements adverses de marges intensives ont été observés. Ceux-ci ont pu réduire la contribution de la marge intensive à la croissance cumulée. Toutefois, une décomposition similaire de la hausse des importations montre que, si la contribution des marges extensives au cours des deux premières sous-périodes était comparable à celle enregistrée pour les exportations, la situation a été sensiblement différente durant la crise, alors que l'environnement de croissance était relativement identique à celui des exportations. Entre 2007 et 2011, les importations ont, contrairement aux exportations, surtout augmenté grâce à la marge intensive.

La décomposition de la croissance à long terme des exportations sur la période 2007-2011 semble donc indiquer que, durant la crise, les exportateurs belges ont sensiblement modifié leur portefeuille « produits » sur les marchés sur lesquels ils étaient actifs. Il convient de noter que cette contribution plus forte de la marge « produits » n'est pas le résultat isolé d'un nombre réduit d'entreprises. Entre 2007 et 2011, près de 300 000 nouvelles « transactions » (un produit exporté par une entreprise vers un pays de destination) ont en effet été créées par les entreprises existantes sur des marchés existants, tandis que, dans le même intervalle, un peu plus de 200 000 transactions ont cessé. Ce changement notable dans le

portefeuille de produits a principalement concerné les produits chimiques, le matériel électrique et les machines. Globalement, les évolutions observées semblent indiquer un repositionnement des entreprises belges dans l'exportation de produits à contenu technologique important ou moyennement important et à destination des marchés émergents (Europe de l'Est, Chine, Inde).

## Conclusions

Tant l'analyse des données macroéconomiques que celle des données microéconomiques du commerce extérieur de la Belgique ont mis en évidence les modifications considérables de la structure des exportations belges. Ces changements structurels ont été des facteurs significatifs de croissance externe pour les entreprises belges. Ces dernières doivent veiller à se positionner sur des segments de niche à fort contenu technologique afin de préserver ou d'élargir leur part de marché à l'étranger.

Le processus de transformation de l'économie belge se reflète dans l'importance que joue la marge extensive dans la croissance sur de longues périodes de nos exportations depuis 1995. Ce processus semble même s'être intensifié durant la crise récente. En effet, comme indiqué ci-dessus, la progression de nos exportations au cours des cinq dernières années a surtout trouvé son origine dans la diversification du portefeuille « produits » des exportateurs belges.

## Bibliographie

- Aw B. et A. R. Hwang (1995), « Productivity and the export market: A firm-level analysis », *Journal of Development Economics*, 47(2), 313-332.
- Behrens K., G. Corcos et G. Mion (2010), *Trade crisis? What trade crisis?*, NBB Working Paper 195.
- Bernard A. et J. B. Jensen (1995), « Exporters, jobs and wages in U.S. manufacturing: 1976-1987 », *Brookings Papers on Economic Activity*, 67-112.
- Bernard A. et J. B. Jensen (1999), « Exceptional export performance: Cause, effect or both? », *Journal of International Economics*, 47(1), 1-25.
- Bernard A., J. Eaton, J. B. Jensen et S. Kortum (2003), « Plants and productivity in international trade », *American Economic Review*, 93(4), 1268-1290.
- Bernard A. et J. B. Jensen (2004), « Exporting and productivity in the USA », *Oxford Review of Economic Policy*, 20(3), 343-357.
- Bernard A., J. B. Jensen et P. Schott (2005), *Importers, exporters and multinationals: A portrait of firms in the U.S. that trade goods*, NBER Working Paper 11404.
- Davis S. et J. Haltiwanger (1992), « Gross job creation, gross job destruction, and employment reallocation », *Quarterly Journal of Economics*, 107(3), 819-63.
- Dhyne E., C. Fuss et C. Mathieu (2010), *Labour demand adjustment: Does foreign ownership matter?*, NBB Working Paper 207.
- Duprez C. (2011), « Échanges internationaux de services: Une contribution croissante au solde courant de la Belgique », BNB, *Revue économique*, 59-75, décembre.
- Eaton J., S. Kortum et F. Kramarz (2004), « Dissecting trade: Firms, industries, and export destinations », *American Economic Review*, 94(2), 150-154.
- Mayer T. et G. Ottaviano (2007), *The happy few: New facts about the internationalisation of European firms*, Bruegel/CEPR EFIM2007 Report, Bruegel Blueprint Series.
- Muûls M. et M. Pisu (2007), *Imports and exports at the level of the firm: Evidence from Belgium*, NBB Working Paper 114.

# La démographie des entreprises

Fabienne Verduyn

## Introduction

Le présent article procède à une analyse des évolutions démographiques des entreprises belges entre 2001 et 2012. À l'image de la démographie classique, qui examine l'évolution de la taille et de la composition d'une population sur la base des statistiques relatives aux naissances et décès, ainsi qu'aux flux migratoires, le présent article porte sur les variations induites dans la population des entreprises par les créations, les faillites, les dissolutions et les liquidations. Il concerne exclusivement la dynamique de la population d'entreprises et ne traite dès lors pas de la relation entre, d'une part, les évolutions observées dans la population d'entreprises et, d'autre part, l'emploi et/ou la valeur ajoutée.

L'analyse se limite aux entreprises qui, en vertu de leur forme juridique, sont tenues de déposer chaque année leurs comptes annuels auprès de la Centrale des bilans. Il s'agit donc des entreprises belges dont la responsabilité des actionnaires et associés est limitée à leur apport. Cette modalité permet d'obtenir une image claire des évolutions des PME comme des grandes entreprises, en faisant abstraction des indépendants. Les résultats de l'étude s'écartent de ce fait des chiffres que Graydon et le SPF Économie publient mensuellement. En effet, la population sur laquelle se base Graydon comprend toute entité exerçant une activité commerciale, de sorte que s'y retrouvent aussi bien des personnes morales que des sociétés unipersonnelles. Le SPF Économie, quant à lui, se concentre sur les entreprises assujetties à la TVA. Il s'agit donc tant de sociétés unipersonnelles que de personnes morales exerçant une activité soumise au régime de la TVA.

Il convient donc de faire preuve de prudence dans la comparaison des résultats, en raison non seulement de l'utilisation de populations différentes, mais également des

divergences en matière de sources. Les recensements de faillites utilisés pour cette étude émanent de la Banque-carrefour des entreprises (BCE) et correspondent aux faillites publiées au Moniteur belge. Les chiffres en matière de faillites publiés par le SPF Économie et Graydon portent sur les procédures en faillite ouvertes auprès des tribunaux de commerce. Les instances précitées tiennent leurs informations en droite ligne du tribunal et n'attendent pas la publication au Moniteur belge. Comme le prononcé et la publication de la faillite ne s'opèrent pas nécessairement le même mois, il peut en résulter des divergences.

L'article commence par examiner l'évolution du nombre total de créations, de faillites, de dissolutions et de liquidations entre 2001 et 2012. Afin de pouvoir analyser l'évolution réelle, ces données sont comparées au nombre total d'entreprises actives. Ceci permet également de brosser une image de la dynamique des entreprises et de la phase de développement dans laquelle se trouve l'économie au cours d'une période donnée. L'article présente par ailleurs un aperçu du nombre net de créations et de faillites, ainsi que de l'incidence du climat conjoncturel sur les évolutions démographiques.

L'article procède ensuite à une analyse géographique des créations, des faillites, des dissolutions et des liquidations, afin de mettre en perspective le processus de développement économique et la dynamique dans une région donnée. Cette analyse se fait aux niveaux des régions, des provinces ainsi que des arrondissements. L'objectif premier de cette analyse de la dimension spatiale est d'examiner dans quelles régions se concentre la dynamique entrepreneuriale et d'établir d'éventuelles modifications notables au cours des dix dernières années.

Enfin, l'étude cherche à déterminer si l'année de création de l'entreprise a une quelconque incidence sur le taux de

survie moyen. En procédant à une analyse régionale et sectorielle, l'étude vise à examiner si le taux de survie est plus élevé dans certaines régions ou branches d'activité que dans d'autres. Et elle examine s'il existe un âge critique auquel les entreprises risquent davantage la faillite que des entreprises plus récentes ou plus anciennes.

## 1. Méthodologie

### 1.1 Source

La démographie des entreprises pour la période 2001-12 est analysée à partir de données de la Banque-carrefour des entreprises (BCE), organisme géré par le SPF Économie. Toutes les informations publiques de cette banque de données sont enregistrées par la Centrale des bilans dans une base de données distincte (BNB-BCE). La BCE constitue une source unique de données de base sur les personnes physiques et morales<sup>(1)</sup> exerçant une activité économique en Belgique.

Outre ces données de base, cette banque de données contient des informations relatives à la date de début et, le cas échéant, de cessation des activités de l'entreprise. La date de cessation mène à des informations sur le motif de la cessation, ce qui permet d'opérer une distinction entre les entreprises sortantes dont la cessation est motivée par l'arrêt effectif de leurs activités (liquidation ou faillite) et celles dont la cessation s'explique par des modifications relevant du droit de la propriété (fusion, reprise ou scission).

La BCE fournit également un aperçu des activités exercées par l'entreprise. Comme les codes d'activités ne présentent à ce jour aucune uniformité au niveau de l'autorité fédérale, ils sont ventilés par administration instrumentante. Pour l'attribution du code d'activités, cet article utilise le même ordre de sources administratives que celui utilisé pour l'élaboration des comptes nationaux<sup>(2)</sup>.

### 1.2 Méthode

Comme mentionné plus haut, cette analyse démographique se limite aux entreprises qui, en vertu de leur forme juridique, sont tenues de déposer chaque année leurs comptes annuels auprès de la Centrale des bilans. Certaines de ces formes juridiques ne concernent toutefois pas des entreprises du secteur privé, mais des entreprises relevant du secteur non marchand ou des pouvoirs publics. Ces formes juridiques n'étant pas des entreprises au sens véritable du terme et étant en revanche susceptibles

d'engendrer des divergences statistiques, elles ont été écartées. Il s'agit d'ASBL, d'associations de copropriétaires, de groupements européens d'intérêt économique constitués sous des formes variées, et de sociétés de droit public.

Les personnes morales tenues au dépôt de leurs comptes annuels sont ventilées par secteur pour l'analyse de certaines évolutions démographiques. La répartition par activité est déterminée par l'activité principale du siège social et exprimée par le code NACE. Les entreprises sont réparties en plusieurs groupes en fonction de la ventilation par branche d'activité, établie par l'Institut des comptes nationaux, des tableaux emplois-ressources (classification SUT<sup>(3)</sup> 2008).

Certaines entreprises enregistrées dans la BCE n'ont un code d'activités que pour les sièges d'exploitation et non pour le siège social. Comme elles sont nombreuses à être dans ce cas, il a été décidé, pour les besoins de la présente analyse, de reprendre le code d'activités du siège d'exploitation comme activité principale du siège social lorsque tous les sièges d'exploitation exercent la même activité. Dans le cas contraire, l'entreprise est classée dans le groupe dénommé « activité inconnue ».

Pour la ventilation régionale de la démographie des entreprises par régions, provinces ou arrondissements, l'adresse du siège social est celle qui apparaît dans la BCE. L'activité économique n'est toutefois pas toujours exercée à l'adresse du siège social. Les grandes entreprises, en particulier, ont leur siège social sur un seul site, les entités opérationnelles pouvant être réparties sur l'ensemble du pays. Ce biais sera beaucoup moins important dans les petites entreprises, où la production s'opère généralement à l'adresse du siège social. Il convient d'en tenir compte dans l'interprétation des données par zone géographique, qui requiert par ailleurs une certaine prudence.

### 1.3 Créations

Pour le dénombrement des nouvelles entreprises, c'est la date de début qui entre en ligne de compte. Se pose dès lors la question de savoir s'il y a lieu d'examiner la date de début réelle ou administrative. Une entreprise qui s'inscrit en décembre à la BCE parce qu'elle souhaite débiter ses activités en janvier peut effectivement figurer dans les statistiques tant de décembre que de janvier.

(1) Une personne morale n'est pas nécessairement une entreprise; il peut également s'agir d'une ASBL, d'une association de copropriétaires ou d'un service public.

(2) Les comptes nationaux utilisent le même ordre de sources administratives en matière de code d'activités: les Affaires sociales (ONSS), les administrations provinciales et locales (APL), le SPF Finances (TVA), les greffes, les guichets d'entreprises, la BCE et le SPF Finances (impôt des sociétés).

(3) Abréviation de « Supply and Use Tables ».

Le SERV<sup>(1)</sup> recommande que les chiffres relatifs aux entreprises qui débutent leurs activités soient basés sur l'enregistrement effectué dès la création de l'entreprise. Pour les entreprises tenues au dépôt de leurs comptes annuels, la date de création correspond à la date de la première inscription à la BCE. Il s'agit en principe de la date de dépôt des actes au greffe du tribunal de commerce.

## 1.4 Faillites

Les chiffres en matière de faillites utilisés dans le présent article proviennent de la BCE et sont basés sur le nombre de faillites publiées au Moniteur belge. À la date de publication d'une faillite, la BCE convertit la situation juridique de l'entreprise concernée en «ouverture de faillite»<sup>(2)</sup>. Les chiffres en matière de faillites publiés par le SPF Économie<sup>(3)</sup> et Graydon<sup>(4)</sup> portent sur le nombre de faillites prononcées par les tribunaux de commerce. Comme le prononcé et la publication de la faillite n'ont pas toujours lieu le même mois, il peut en résulter des divergences.

## 1.5 Sorties

Pour déterminer la taille de la population des sorties, l'ensemble des faillites (ouverture de faillite) et des radiations sont regroupées. Par radiation, l'on entend la dissolution, la liquidation ou la cessation d'activité d'une entreprise tenue au dépôt de ses comptes annuels. Les cessations n'incluent pas les sorties en raison d'une fusion, d'une absorption ou d'une dissolution.

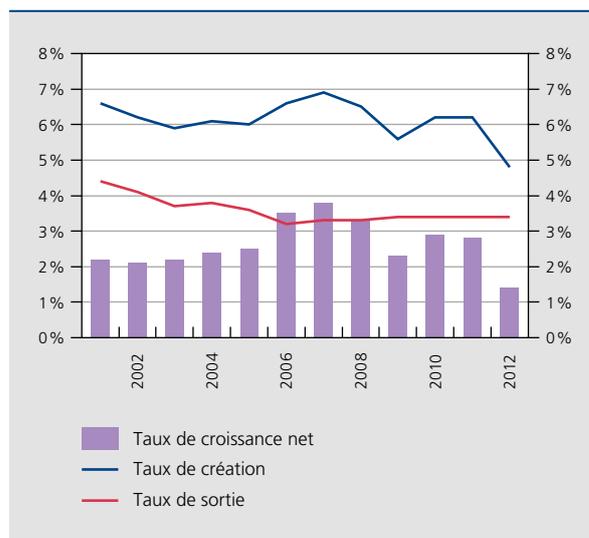
# 2. Influence de la conjoncture sur les évolutions démographiques

## 2.1 Dynamique entrepreneuriale

Le graphique 1 montre l'évolution du taux de création, de sortie et de croissance net de 2001 à 2012. Le taux de création est le rapport entre le nombre de créations et le nombre d'entreprises actives au cours de l'année précédente. Le taux de sortie est le rapport entre le nombre de radiations et d'ouvertures de faillites au cours d'une année et le nombre d'entreprises actives au cours de l'année précédente. L'écart entre ces deux indicateurs est le taux de croissance net.

Le taux de création d'entreprises est considéré comme l'un des indicateurs-clés de la croissance économique. En effet, la création d'entreprises accroît la compétitivité des entreprises, ces entrées les contraignant à travailler

GRAPHIQUE 1 TAUX DE CROISSANCE NET DE 2001 À 2012



Source : BCE.

plus efficacement. C'est ainsi que les nouveaux arrivants stimulent l'innovation et contribuent à la hausse de la productivité.

Les taux montrent l'évolution effective des créations et des sorties, qui diffère de celle du solde net des créations et des sorties. Comme le nombre d'entreprises actives a augmenté chaque année entre 2001 et 2012, le nombre de faillites s'est lui aussi accru chaque année au cours de cette période. Pour pouvoir évaluer objectivement l'augmentation du nombre de faillites, il faut dès lors rapporter le solde net des créations et sorties au nombre d'entreprises actives.

Ces taux esquissent par ailleurs la dynamique entrepreneuriale et le stade de développement de l'économie. Un taux élevé de créations et de sorties suggère un nombre élevé de jeunes entreprises et, partant, une économie jeune et qui attire l'activité. Il ne faut donc pas nécessairement s'inquiéter de voir des chiffres élevés de création et de sorties. C'est ce qu'illustre le graphique pour les années 2001 et 2003. En 2001, le taux de création et de sortie était très élevé, à 6,6 et 4,4 % respectivement. En 2003, ces valeurs s'étaient toutes deux repliées, à 5,9 et 3,7 % respectivement. Or, ces deux années présentent

(1) Sociaal-Economische Raad van Vlaanderen, ou Conseil socioéconomique de Flandre (2009), Aanbeveling over bronnen over startende ondernemingen (bedrijfsdemografie). Overzicht en evaluatie van bronnen over startende ondernemingen in Vlaanderen en België, Bruxelles

(2) L'ouverture de faillite est une situation juridique portant le code 50 dans la BCE.

(3) Service public Économie, P.M.E., Classes moyennes et Énergie (2009), Panorama de l'économie belge: 2008, Bruxelles.

(4) Graydon publie dans un communiqué de presse mensuel les chiffres des faillites en Belgique.

le même taux de croissance net de 2,2 %. Les changements permanents observés dans la démographie des entreprises du fait de l'arrivée de nouvelles entreprises et de la sortie d'entreprises vieillissantes ont poussé la productivité et l'innovation à la hausse, ce qui a favorisé la croissance économique.

Au cours de la période 2001-12, la Belgique a connu un taux de croissance net positif. En 2012, le taux de croissance net a atteint son plus bas niveau (1,4 %). Cela s'explique principalement par la forte baisse du taux de création, de 6,2 % en 2011 à 4,8 % en 2012. En 2009 également, le taux de croissance net avait fortement diminué par rapport à l'année précédente. Pour ces deux années, l'influence de la basse conjoncture sur le taux de croissance net est mise clairement en évidence.

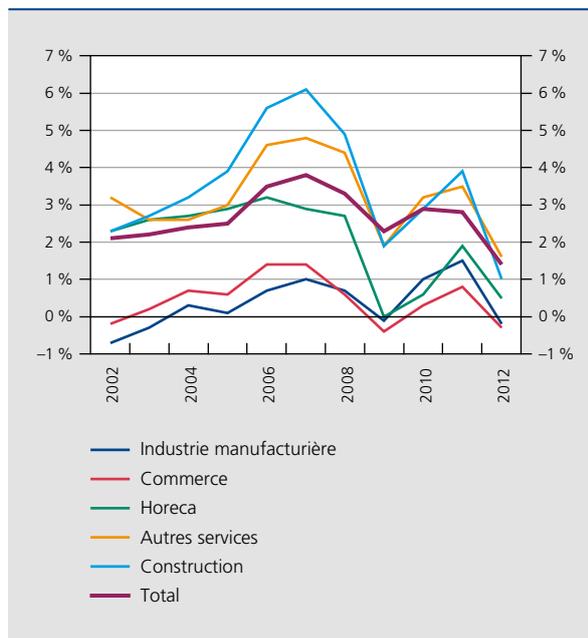
Le taux de croissance net a atteint son plus haut niveau en 2007, à 3,8 %, en raison de la haute conjoncture qui s'est manifestée principalement par une hausse du taux de création, de 6,6 % en 2006 à 6,9 % en 2007. Cette année-là, l'on a donc atteint le niveau le plus élevé de la période examinée. Bien que le nombre de créations en 2011 (26 960 entreprises) ait été supérieur à celui de 2007 (26 442 entreprises), le taux de création est demeuré, à 6,2 %, en dessous du niveau de 2007, ce qui peut s'expliquer par la hausse de 14,2 % du nombre d'entreprises actives.

## 2.2 Taux de croissance net par secteur

Une ventilation du taux de croissance net selon les cinq secteurs principaux montre que le taux de l'industrie manufacturière et celui du commerce se situent bien en deçà du taux de croissance (cf. graphique 2). En 2002, 2003, 2009 et 2012, le nombre de sorties enregistrées dans ces secteurs a même été supérieur au nombre de créations, induisant donc un taux de croissance net négatif. Jusqu'en 2005, l'horeca a connu un taux bien supérieur au taux de croissance net de l'ensemble des secteurs (« total »). À partir de 2006, un revirement s'est opéré : le taux de croissance net présente une forte baisse dans ce secteur, entièrement imputable au taux de création, qui est revenu de 8,4 % en 2008 à 5,8 % en 2009. Ce faisant, le nombre de créations s'est retrouvé au même niveau que le nombre de sorties, ramenant à zéro le taux de croissance net. Ensuite, le taux de croissance net a connu une nouvelle progression mais est resté bien inférieur au taux de croissance net de l'ensemble des secteurs.

Le taux de croissance net des secteurs de la construction et des services est demeuré supérieur au total durant la plupart des années. En 2009 et 2012, deux années de

**GRAPHIQUE 2** TAUX DE CROISSANCE NET PAR SECTEUR DE 2001 À 2012



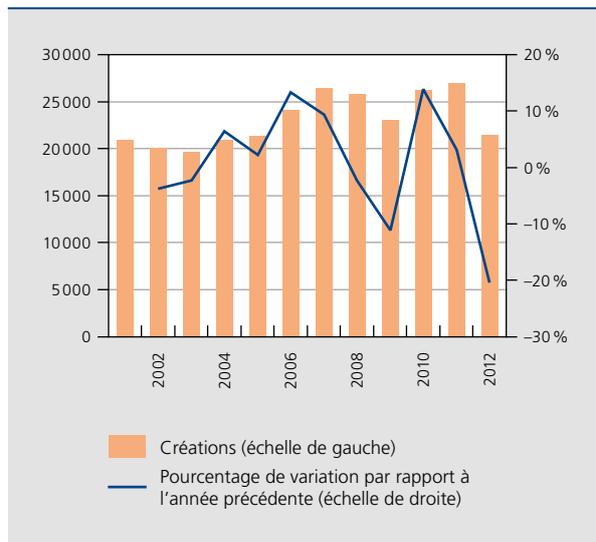
Source : BCE.

contraction économique, le taux de croissance net de la construction, des services et de l'horeca a visiblement réagi de manière beaucoup plus forte à la conjoncture que dans d'autres secteurs. Son repli a été de 2,5 à 3 points de pourcentage, alors que dans l'industrie manufacturière et le commerce, le taux a diminué de moins de 1 point de pourcentage en 2009 et de moins de 1,5 points de pourcentage en 2012. Il faut dire qu'en 2012, la crise a eu une incidence plus prononcée sur le taux de croissance net qu'en 2009. Au cours de ces deux années, le recul du taux de croissance net a été occasionné exclusivement par le repli du taux de création.

## 2.3 Évolution des créations

Les chiffres relatifs aux créations présentent un tableau différent, quelque peu plus nuancé, que le taux de création (cf. graphique 3). Bien que les créations aient affiché une évolution fluctuante concordant avec la conjoncture et les prévisions en la matière, l'on a enregistré une croissance de 2,6 % à un an d'intervalle au cours de la période 2001-11. En ce qui concerne les créations, 2011 a été, au cours de la période sous revue, l'année comptant le plus grand nombre de nouvelles entreprises (26 960). En 2012, le nombre de créations a diminué de 20,4 % par rapport à l'année précédente, reculant ainsi au niveau de 2005. En raison de cette forte baisse, le taux de croissance

**GRAPHIQUE 3** ÉVOLUTION DU NOMBRE TOTAL DE CRÉATIONS  
(pourcentage de variation par rapport à l'année précédente)



Source : BCE.

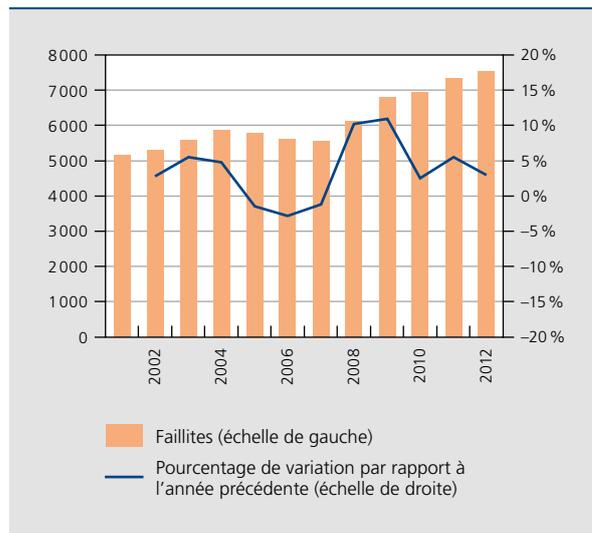
moyen à un an d'intervalle ne s'établit qu'à 0,2 % pour la période allant de 2001 à 2012. Cette baisse notable est plus prononcée qu'au début de la crise et est sans doute l'une des conséquences du flux incessant d'informations négatives qui a défavorablement influencé les attentes conjoncturelles.

## 2.4 Évolution des faillites

De 2001 à 2004, 2004 a constitué, avec 5 865 faillites enregistrées, le pic d'une hausse ininterrompue depuis 2001 du nombre de faillites (cf. graphique 4). Dans les années 2005 à 2007, cette tendance s'est légèrement inversée, avant d'afficher à nouveau une forte hausse, de respectivement 10,2 % en 2008 et 10,9 % en 2009. Pourtant, il s'est avéré à ce moment-là que l'on n'avait pas encore battu le record de faillites, puisqu'au cours de la période 2001-12, le record absolu a été atteint en 2012, avec 7 554 entreprises déclarées en faillite par les tribunaux.

L'éclatement de la crise financière au cours de l'été de 2008 a eu une incidence immédiate sur le nombre de faillites enregistrées. Cette hausse s'est clairement reflétée dans les statistiques des trois derniers trimestres de 2008, qui ont chacun constitué un record par rapport aux chiffres de la même période des années précédentes. Au cours du premier trimestre de 2008, les tribunaux ont même déclaré un peu moins de faillites (1 411) qu'au cours du même trimestre de 2007 (1 417). Au cours des

**GRAPHIQUE 4** ÉVOLUTION DU NOMBRE TOTAL DE FAILLITES  
(pourcentage de variation par rapport à l'année précédente)



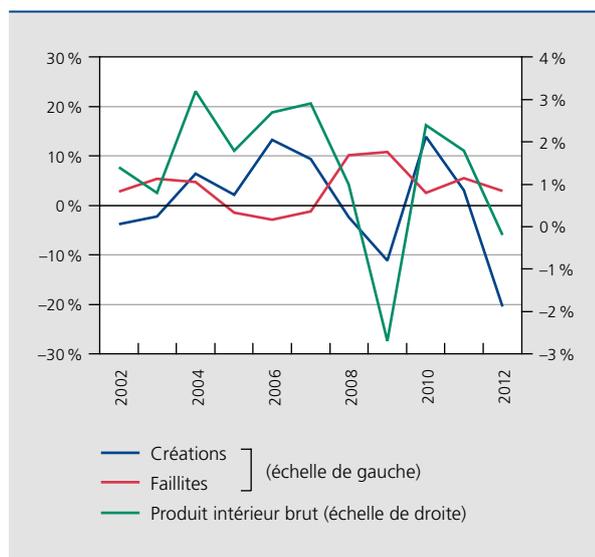
Source : BCE.

deuxième, troisième et quatrième trimestres de 2008, le nombre de faillites a grimpé de 10,4, 22,3 et 11,2 % respectivement par rapport à la même période de l'année précédente. Et à mesure que les problèmes du système financier débouchaient sur une véritable crise économique, un nombre toujours plus élevé d'entreprises ont été confrontées à la faillite au cours des années suivantes.

## 2.5 Créations, faillites et climat conjoncturel

Il est important de noter que la création d'entreprises est particulièrement dépendante du climat conjoncturel (cf. graphique 5). En 2009 et 2012, le nombre de créations a fortement baissé, de 11,1 et 20,4 % respectivement, sous l'influence de la récession économique. Le ralentissement de la croissance du produit intérieur brut s'est immédiatement traduit par une diminution du nombre de nouvelles entreprises. C'est ainsi que le nombre de créations a chuté en 2008 de 2,3 %, alors que l'économie affichait encore une légère croissance de 1 %, taux inférieur à celui de l'année précédente, lorsque cette croissance s'élevait encore à 2,8 %. En 2009, l'économie a enregistré une croissance négative de 2,7 %, ce qui a apparemment eu un effet plus que proportionnel sur le nombre de créations. La forte baisse du nombre de créations en 2012 a toutefois été saisissante, dans la mesure où la contraction du produit intérieur brut au cours de cette année a été moins forte qu'en 2009 (-0,2 %). Comme indiqué précédemment, cet élément était manifestement l'hypothèse selon laquelle

**GRAPHIQUE 5** ÉVOLUTION DU NOMBRE TOTAL DE CRÉATIONS, DE FAILLITES ET DU PRODUIT INTÉRIEUR BRUT (pourcentage de variation par rapport à l'année précédente)



Sources : BCE, BNB.

les attentes conjoncturelles peuvent également avoir une influence significative sur l'entrepreneuriat.

Conformément aux attentes, l'évolution conjoncturelle exerce également une influence sur l'évolution des faillites, certes de manière un peu moins prononcée que celle des créations. L'année 2005 constitue une exception à cet égard, puisque la croissance économique au cours de cette année a ralenti par rapport à l'année précédente. Le pourcentage de variation à un an d'intervalle du produit intérieur brut en volume s'est établi à 3,2 % en 2004 et à 1,8 % seulement en 2005. Malgré cela, les faillites ont affiché une diminution de 1,5 % par rapport à 2004. Les autres années, les faillites ont présenté la même évolution que le produit intérieur brut. En 2008, la croissance de la production a reculé de 1 % et le nombre de faillites a fait un bond de 10,2 %. En 2009, année de récession, le nombre de faillites a fortement progressé (10,9 %). En 2012, l'on a assisté à la même évolution, mais la hausse du nombre de faillites a été moins nette qu'en 2009 (3 %).

### 3. Démographie régionale : une image nuancée

#### 3.1 Évolutions démographiques par région

##### 3.1.1 Créations, faillites et sorties

L'analyse des évolutions démographiques relatives aux années 2001, 2011 et 2012 au niveau régional montre que ces évolutions diffèrent tout de même quelque peu entre elles (cf. tableau 1). En ce qui concerne les entreprises actives, aucun glissement notable n'est apparu entre les trois régions. Le nombre le plus élevé d'entreprises actives se situe en Flandre, avec 191 211 entreprises en 2001 et 267 704 entreprises en 2012. Par rapport au total belge, la part de la Flandre a atteint 60 %, tant en 2001 qu'en 2012. En Wallonie, le nombre d'entreprises actives est passé de 72 169 en 2001 à 105 562 en 2012. Comparé au nombre total d'entreprises belges, il ne s'agit que d'une légère progression, de 22,7 % à 23,7 %. Dans la Région de Bruxelles-Capitale, le nombre d'entreprises est passé de 54 623 en 2001 à 72 061 en 2012. La part de Bruxelles est revenue de 17,2 % à 16,3 %.

Durant l'année de crise 2012, le nombre de créations d'entreprises dans les trois régions s'est sensiblement réduit par rapport à l'année précédente, mais le recul le plus marqué s'est produit en Flandre, où le nombre de nouvelles entreprises a plongé de 23 %. Il a baissé de 14,7 % dans la Région de Bruxelles-Capitale et de 19,2 % en Wallonie. La comparaison entre le nombre de créations d'entreprises en 2001 et en 2012 montre que celles-ci ont augmenté de 14,8 % et 8,8 % respectivement dans la région de Bruxelles-Capitale et en Wallonie au cours de cette période. En Flandre, le nombre d'entreprises créées a été inférieur de 3,6 % à celui de 2001, en raison de la crise économique.

Outre le nombre de nouvelles entreprises, le nombre de faillites s'est aussi inscrit en nette progression. La comparaison du nombre de faillites en 2001 et en 2012 fait apparaître une hausse beaucoup plus vive dans la Région de Bruxelles-Capitale (73,3 %) qu'en Flandre (39,2 %) et en Wallonie (37,8 %). L'on note toutefois que tant la Région de Bruxelles-Capitale (-5,4 %) que la Wallonie (-2,2 %) ont vu le nombre de faillites reculer en 2012 par rapport à l'année précédente. Seule la Flandre a vu le nombre de faillites augmenter en 2012, de 11,1 % par rapport à 2011. L'évolution tant des créations d'entreprises que des faillites montre que la Flandre est plus durement touchée par la crise actuelle.

**TABLEAU 1** CRÉATIONS, FAILLITES ET SORTIES PAR RÉGION EN 2001, 2011 ET 2012

Région	Entreprises actives	Créations	Faillites	Sorties
<b>Bruxelles</b>				
Unités				
2001 .....	54 623	3 831	1 121	3 123
2011 .....	71 213	5 145	2 053	3 129
2012 .....	72 061	4 399	1 943	2 954
Pourcentages				
Δ2011/2001 .....	30,4	34,3	83,1	0,2
Δ2012/2011 .....	1,2	-14,7	-5,4	-5,5
Δ2012/2001 .....	31,9	14,8	73,3	-5,4
<b>Flandres</b>				
Unités				
2001 .....	191 211	12 099	2 658	7 946
2011 .....	262 845	15 154	3 331	8 219
2012 .....	267 704	11 668	3 700	8 441
Pourcentages				
Δ2011/2001 .....	37,5	25,3	25,3	3,4
Δ2012/2011 .....	1,8	-23	11,1	2,7
Δ2012/2001 .....	40,0	-3,6	39,2	6,2
<b>Wallonie</b>				
Unités				
2001 .....	72 169	4 939	1 380	3 096
2011 .....	103 302	6 650	1 944	3 687
2012 .....	105 562	5 373	1 902	3 757
Pourcentages				
Δ2011/2001 .....	43,1	34,6	40,9	19,1
Δ2012/2011 .....	2,2	-19,2	-2,2	1,9
Δ2012/2001 .....	46,3	8,8	37,8	21,4

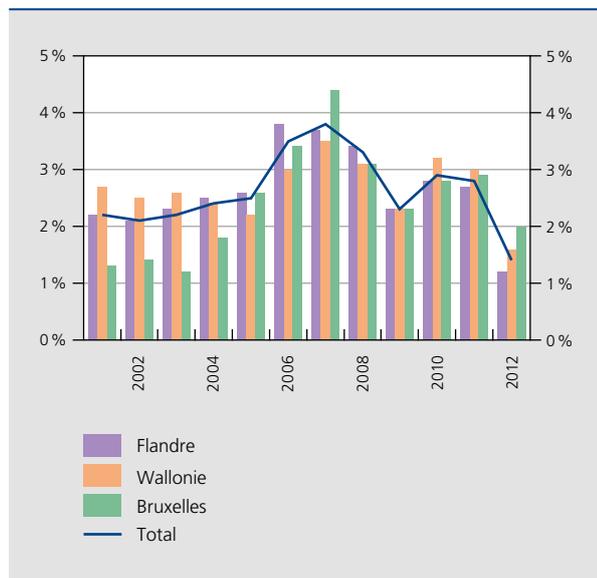
Source : BCE.

### 3.1.2 Taux de croissance net

Le taux de croissance net, c'est-à-dire la différence entre les créations et les sorties d'entreprises par rapport au nombre d'entreprises actives, donne un autre éclairage des évolutions démographiques par région que l'analyse des nombres d'entreprises (cf. graphique 6). En 2001, la différence entre les créations et les sorties d'entreprises était la plus marquée en Flandre, avec 4 153 entreprises, suivie de la Wallonie avec 1 843 entreprises et de la Région de Bruxelles-Capitale avec 708 entreprises. Le rapport de ces chiffres nets vis-à-vis du nombre d'entreprises actives pour l'année précédente fait toutefois apparaître que le taux de croissance net le plus élevé était celui de la Wallonie (2,6 %), suivie de la Flandre (2,2 %) et de la Région de Bruxelles-Capitale (1,3 %).

En 2012, c'est toujours en Flandre que les nombres nets ont augmenté le plus vigoureusement (3 227 entreprises); elle est suivie de la Wallonie (1 616 entreprises) et de la Région de Bruxelles-Capitale (1 385 entreprises). L'image était à nouveau différente en se basant sur le taux de croissance net. La Flandre a affiché, à 1,2 %, le taux de croissance le plus faible depuis 2001, ce qui illustre l'incidence notable de la crise économique dans cette région. Bien que le taux de croissance net de la Wallonie ait été, à 1,5 %, légèrement supérieur à celui de la Flandre, il s'agit par ailleurs de la valeur la plus basse pour l'ensemble de la période 2001-2012. La Région de Bruxelles-Capitale est encore parvenue à afficher un taux de croissance net de 2 % en 2012. Cette valeur était plus élevée que la croissance observée durant la période 2001-2004. Le taux de croissance le plus faible pour la Région

**GRAPHIQUE 6** TAUX DE CROISSANCE NET PAR RÉGION DE 2001 À 2012



Source : BCE.

de Bruxelles-Capitale a été enregistré en 2003 (1,1%). À cette époque, les résultats de la Flandre et de la Wallonie étaient bien meilleurs, atteignant respectivement 2,3% et 2,5%.

C'est au cours des années 2006, 2007 et 2008 que les trois régions ont connu les taux de croissance les

plus vigoureux de l'ensemble de la période 2001-2012. En 2006, le taux de croissance net de la Flandre s'est établi à 3,8%, soit un niveau supérieur aux 3,5% de la Belgique. En 2007, c'est au tour de la Région de Bruxelles-Capitale d'afficher, avec 4,4%, un taux de croissance net bien supérieur aux 3,8% de la Belgique dans son ensemble. La crise financière de 2009 a mis un terme aux taux de croissance élevés dans les trois régions. Il est remarquable de constater qu'en 2009, tant la Flandre que la Wallonie et Bruxelles ont affiché le même taux de croissance net de 2,2%, alors qu'en 2012, ce taux n'a atteint que 1,2% en Flandre, soit un niveau nettement inférieur à celui des deux autres régions.

### 3.2 Évolutions démographiques par province et pour la région de Bruxelles-Capitale

#### 3.2.1 Créations

En 2001, la province d'Anvers occupait la première place en matière de création d'entreprises, avec 4 151 nouvelles entreprises, suivie de la Région de Bruxelles-Capitale avec 3 831 nouvelles entreprises (cf. tableau 2). En 2006 également, le nombre le plus élevé de nouvelles entreprises a été enregistré dans la province d'Anvers, mais la croissance par rapport à 2001 y a été, à 13,6%, inférieure à celle de la Région de Bruxelles-Capitale (17,9%). Une analyse sectorielle fait apparaître que cette différence durant la période antérieure à la crise est imputable au secteur le plus important dans les deux régions, à savoir

**TABEAU 2** CRÉATIONS PAR PROVINCE (2001-2012) ET POUR LA RÉGION DE BRUXELLES-CAPITALE

Province	Unités				Pourcentages		
	2001	2006	2011	2012	Δ2006/2001	Δ2011/2006	Δ2012/2011
Bruxelles	3 831	4 518	5 145	4 399	17,9	13,9	-14,5
Anvers	4 151	4 714	4 744	3 759	13,6	0,6	-20,8
Limbourg	1 546	1 895	2 126	1 584	22,6	12,2	-25,5
Flandre orientale	2 431	2 899	3 281	2 479	19,3	13,2	-24,4
Brabant flamand	1 888	2 190	2 336	1 861	16,0	6,7	-20,3
Flandre occidentale	2 083	2 322	2 667	1 985	11,5	14,9	-25,6
Hainaut	1 682	1 869	2 092	1 724	11,1	11,9	-17,6
Liège	1 422	1 581	1 938	1 619	11,2	22,6	-16,5
Luxembourg	303	348	343	296	14,9	-1,4	-13,7
Namur	610	731	887	723	19,8	21,3	-18,5
Brabant wallon	922	1 103	1 390	1 011	19,6	26,0	-27,3

Source : BCE.

le commerce<sup>(1)</sup>, où le nombre de créations d'entreprises est resté inchangé à Anvers, alors qu'il a progressé de 10,7 % à Bruxelles. Dans d'autres branches également, les créations d'entreprises ont augmenté plus rapidement à Bruxelles qu'à Anvers, notamment dans les activités immobilières, ainsi que dans le secteur des transports et de l'entreposage, où le nombre de nouvelles entreprises a diminué à Anvers de 3,9 % et 3,5 % respectivement et a augmenté à Bruxelles de 28,7 % et 62,5 % respectivement. Enfin, dans le secteur de l'horeca, Bruxelles a affiché, à 58,2 %, une hausse nettement plus vive qu'Anvers (16,3 %).

En 2011, le nombre de créations d'entreprises dans la province d'Anvers a stagné au niveau de 2006, et c'est la Région de Bruxelles-Capitale, où le nombre de nouvelles entreprises a continué de progresser, qui a enregistré le nombre le plus élevé de créations d'entreprises (5 145 nouvelles entreprises). Comme pour la période 2001-2006, cette situation a de nouveau été imputable au secteur le plus important dans les deux régions, à savoir le commerce, pour lequel les créations à Anvers en 2011 ont été inférieures de 10,1 % à celles de 2006, tandis que Bruxelles a enregistré une augmentation de 10,3 %. Les créations dans le secteur des transports et de l'entreposage et dans celui des activités pour la santé humaine ont diminué à Anvers, alors qu'elles ont augmenté à Bruxelles. La stagnation observée dans la province d'Anvers est d'autant plus remarquable qu'à l'exception de la province de Luxembourg, toutes les autres provinces ont affiché une hausse du nombre de créations durant la période 2006-11.

Au cours de la première moitié de la décennie, la progression la plus forte en matière de nouvelles entreprises a été enregistrée dans la province de Limbourg. Cette croissance s'est essentiellement concentrée dans la construction, le commerce et les activités juridiques et comptables. Au cours de la seconde moitié de la décennie, ce sont le Brabant wallon, Liège et Namur qui ont connu une hausse notable du nombre de créations d'entreprises. Dans le Brabant wallon, ce mouvement est imputable aux activités juridiques et comptables, ainsi qu'à la construction. À Liège, il est le fait de la construction et des activités pour la santé humaine, et, à Namur, des mêmes secteurs que dans le Limbourg.

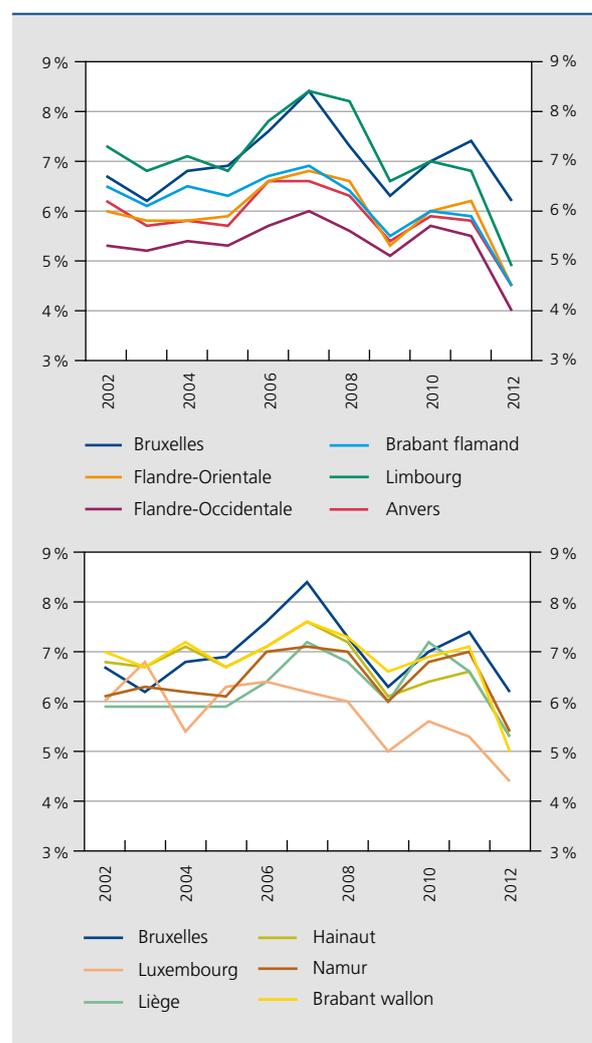
En 2012, le nombre de créations d'entreprises s'est nettement tassé par rapport à 2011 dans l'ensemble des provinces. Cependant, quelques régions se sont avérées moins touchées que d'autres par la crise actuelle. La Région de Bruxelles-Capitale apparaît la plus épargnée,

avec une baisse de 14,5 % « seulement ». Une analyse sectorielle montre que le recul a touché uniquement les secteurs « Activités immobilières » et « Activités financières et d'assurance ». Les provinces de Flandre-Occidentale, de Limbourg et de Flandre-Orientale ont enregistré le repli le plus marqué des créations d'entreprises. Dans ces trois provinces, le nombre de créations a été inférieur de 25 % environ à celui de 2011. En Flandre-Occidentale et en Flandre-Orientale, presque tous les secteurs ont été touchés. Dans le Limbourg, il s'agissait des activités financières et de la construction.

### 3.2.2 Taux de création

L'évolution du taux de création par province présente un aspect différent de celle du nombre de créations (cf. graphique 7). Ainsi, la province d'Anvers n'était absolument

**GRAPHIQUE 7** TAUX DE CRÉATION PAR PROVINCE ET POUR LA RÉGION DE BRUXELLES-CAPITALE



Source : BCE.

(1) La branche « Commerce ; réparation d'automobiles et de motocycles » est désignée dans le texte sous le terme « commerce ».

pas en tête en matière de création d'entreprises durant la période 2001-2012. Le taux de création y a été chaque année plus faible que la moyenne de toutes les provinces. Sur l'ensemble de la période, Anvers n'a laissé derrière elle que les provinces de Flandre-Occidentale, de Flandre-Orientale, de Liège et de Luxembourg.

C'est au cours de la période 2002-04 que les provinces de Limbourg, du Brabant wallon et de Hainaut ont affiché le taux de création le plus élevé. En 2005, ces trois provinces ont été rattrapées par la Région de Bruxelles-Capitale, avec un taux de création de 6,9%. Au cours de la période 2005-08, le taux de création de la Région de Bruxelles-Capitale et de la province de Limbourg a progressé beaucoup plus rapidement que celui des autres provinces. Durant cette période, le taux de création moyen du Limbourg et de Bruxelles s'est établi respectivement à 7,8% et 7,6%, soit un niveau nettement supérieur au taux de création moyen de 6,8%. Après 2009, la crise économique a visiblement exercé une incidence plus prononcée sur le taux de création de la province de Limbourg que sur celui de la Région de Bruxelles-Capitale. À partir de cette date, le taux de création du Limbourg s'est nettement replié, retombant à 4,5% en 2012.

L'on notera le faible taux de création de la province de Flandre-Occidentale sur l'ensemble de la période 2001-12. Ce n'est qu'au cours des années 2009 à 2011 que cette province a affiché des résultats un peu meilleurs que la province de Luxembourg, mais en 2012, elle a à nouveau

enregistré le taux de création le plus bas, à 4%. Son taux de création moyen (5,4%) s'est également avéré le plus faible sur l'ensemble de la période. Les provinces ayant enregistré le taux de création moyen le plus vigoureux sont la province de Limbourg (7,1%), Bruxelles (7%), Namur (6,8%) et le Hainaut (6,7%).

### 3.2.3 Faillites

La province d'Anvers occupe également la première place en matière de faillites. En 2001, elle a compté 1 156 demandes de faillites, suivie de la Région de Bruxelles-Capitale, avec 1 121 demandes (cf. tableau 3). 44,1% des faillites se sont ainsi concentrées dans ces deux provinces. Au cours des années suivantes, le nombre de faillites a progressé beaucoup plus vivement à Bruxelles qu'à Anvers. Alors qu'en 2001, le rapport entre les deux régions était à peu près égal, le nombre de faillites à Bruxelles a atteint, en 2011, 28% du nombre total de faillites, contre 18,3% à Anvers. À Bruxelles, la forte augmentation a principalement été le fait de la construction, des services administratifs et de soutien, des transports et de l'entreposage, ainsi que du secteur horeca. De plus, le nombre de faillites s'y est accru dans le commerce, alors qu'il a baissé dans ce secteur à Anvers.

En dépit de la crise économique, le nombre de faillites a reculé à Bruxelles en 2012. Les principaux secteurs affichant moins de faillites en 2012 que l'année précédente sont la construction et le commerce. À Anvers, en

**TABEAU 3** FAILLITES PAR PROVINCE (2001-2012) ET POUR LA RÉGION DE BRUXELLES-CAPITALE

Province	Unités				Pourcentages		
	2001	2006	2011	2012	$\Delta 2006/2001$	$\Delta 2011/2006$	$\Delta 2012/2011$
Bruxelles	1 121	1 407	2 053	1 943	25,5	45,9	-5,4
Anvers	1 156	1 162	1 340	1 493	0,5	15,3	11,4
Limbourg	274	329	523	519	20,1	59,0	-0,8
Flandre orientale	460	493	617	750	7,2	25,2	21,6
Brabant flamand	377	352	402	451	-6,6	14,2	12,2
Flandre occidentale	391	398	449	487	1,8	12,8	8,5
Hainaut	443	466	748	674	5,2	60,5	-9,9
Liège	495	513	564	613	3,6	9,9	8,7
Luxembourg	78	70	104	86	-10,3	48,6	-17,3
Namur	161	224	247	215	39,1	10,3	-13,0
Brabant wallon	203	199	281	314	-2,0	41,2	11,7

Source : BCE.

revanche, le nombre de faillites a augmenté de 11,4 % par rapport à 2011, et ce essentiellement dans la construction et le commerce.

Entre 2001 et 2006, le nombre de faillites a considérablement progressé, principalement dans les provinces de Namur (39,1 %) et de Limbourg (20,1 %), à la fois dans la construction et dans les transports et l'entreposage. Cette augmentation ne s'explique pas directement par le fait qu'au cours de la même période, un nombre élevé d'entreprises ont également été créées dans ces deux provinces, puisque les provinces de Flandre-Orientale et du Brabant wallon ont également connu une hausse importante des créations, mais que les faillites n'y ont pas augmenté proportionnellement.

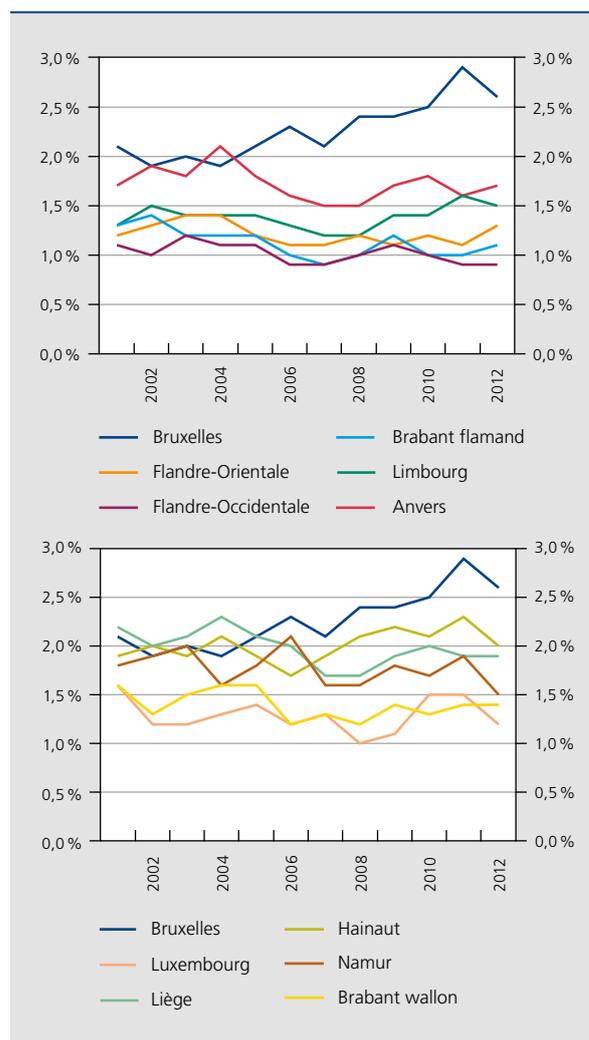
Entre 2006 et 2011, le nombre de faillites s'est surtout accru dans les provinces de Hainaut, de Limbourg et de Luxembourg, et ce essentiellement dans le secteur de la construction. La province de Luxembourg a également affiché un repli sur le plan économique, puisqu'au cours de la même période, le nombre de créations y a reculé de 1,4 %. Une correction s'est produite en 2012 pour toutes les provinces précitées: le nombre de faillites y a en effet diminué par rapport à l'année précédente.

### 3.2.4 Taux de faillite

Le taux de faillite, calculé en rapportant le nombre de faillites à celui des entreprises actives, permet de vérifier si le nombre de faillites est réellement élevé dans une sous-région donnée (cf. graphique 8). Au cours de la période 2002-05, le taux de faillite le plus important a été observé dans la province de Liège. En 2003, la province de Namur présentait un taux de faillite identique à celui relevé à Liège (2,1 %). La Région de Bruxelles-Capitale et la province du Hainaut présentent, depuis 2005 et 2007 respectivement, le taux de faillite le plus élevé. De surcroît, leur taux de faillite affiche une évolution haussière, ce qui accroît progressivement leur écart par rapport aux autres sous-régions. Ainsi, en 2011, le taux de faillite s'établissait à 2,9 % dans la Région de Bruxelles-Capitale et à 2,3 % dans la province du Hainaut. Ces taux sont largement supérieurs à celui enregistré dans la province de Liège qui, avec 1,9 %, occupe la troisième place. Une correction ayant été apportée en 2012, le taux dans les deux provinces est revenu à 2,7 et à 2 %, respectivement.

Au cours de l'ensemble de la période sous revue, le taux de faillite a été le plus bas dans les provinces de Flandre-Occidentale et du Brabant flamand, avec une moyenne de 1,1 %. Le faible taux de faillite en Flandre-Occidentale est indéniablement lié au modeste taux de création. Dans le Brabant flamand, le taux de création élevé n'a pas

**GRAPHIQUE 8** TAUX DE FAILLITE PAR PROVINCE (2001-12) ET DANS LA RÉGION DE BRUXELLES-CAPITALE



Source : BCE.

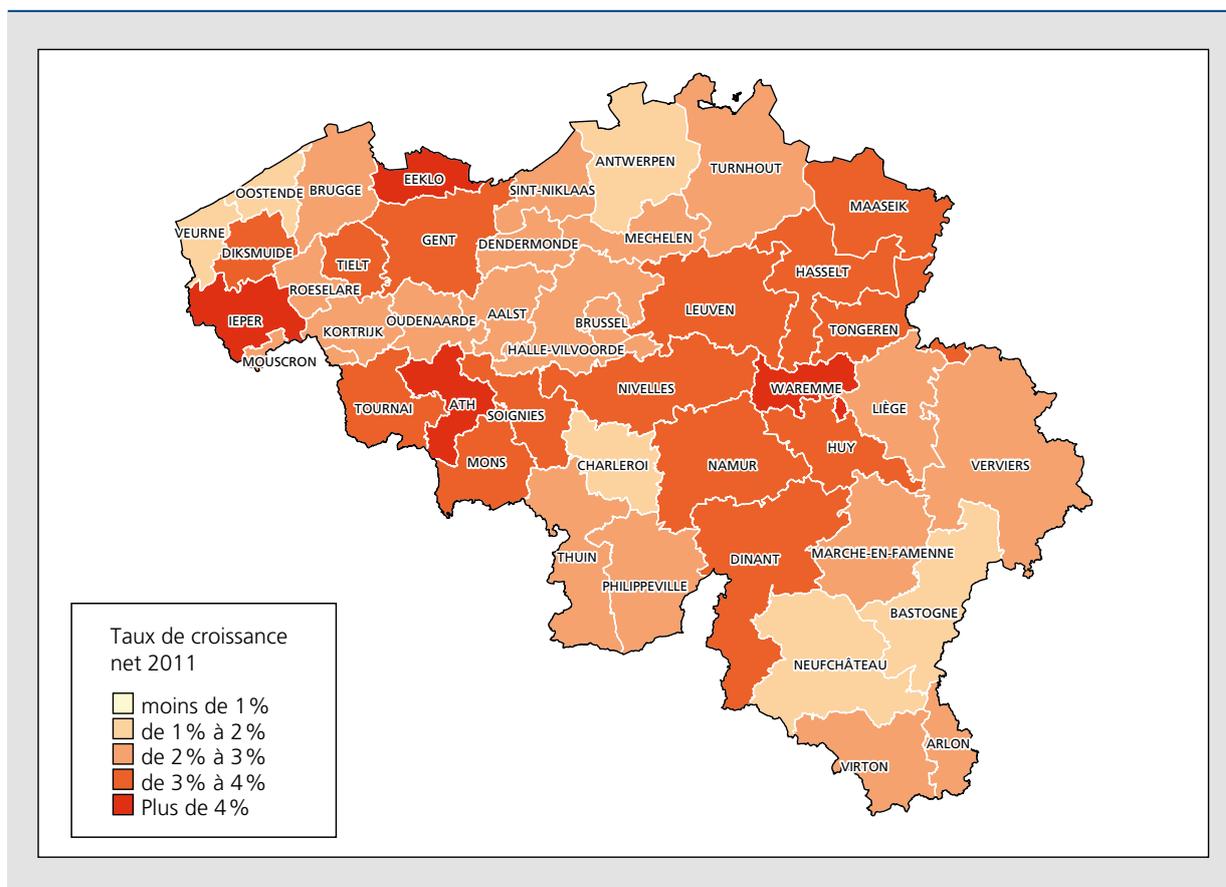
entraîné un accroissement du taux de faillite. Ce phénomène a également été observé dans le Brabant wallon. Le Limbourg présente des taux de création et de faillite importants. Enfin, la province d'Anvers possède un taux de faillite élevé, combiné à un faible taux de création, ce qui témoigne d'un essoufflement de la dynamique des entreprises dans cette province.

### 3.3 Dynamique des entreprises par arrondissement

Les figures 1, 2 et 3 indiquent, pour les années 2002, 2011 et 2012 et pour chaque arrondissement, le taux de croissance net, c'est-à-dire la différence entre les créations et les sorties rapportée au nombre d'entreprises actives enregistré l'année précédente. L'année 2012 pouvant



FIGURE 2 TAUX DE CROISSANCE NET PAR ARRONDISSEMENT EN 2011



Source : BCE.

affiché la dynamique des entreprises la plus modeste de tous les arrondissements.

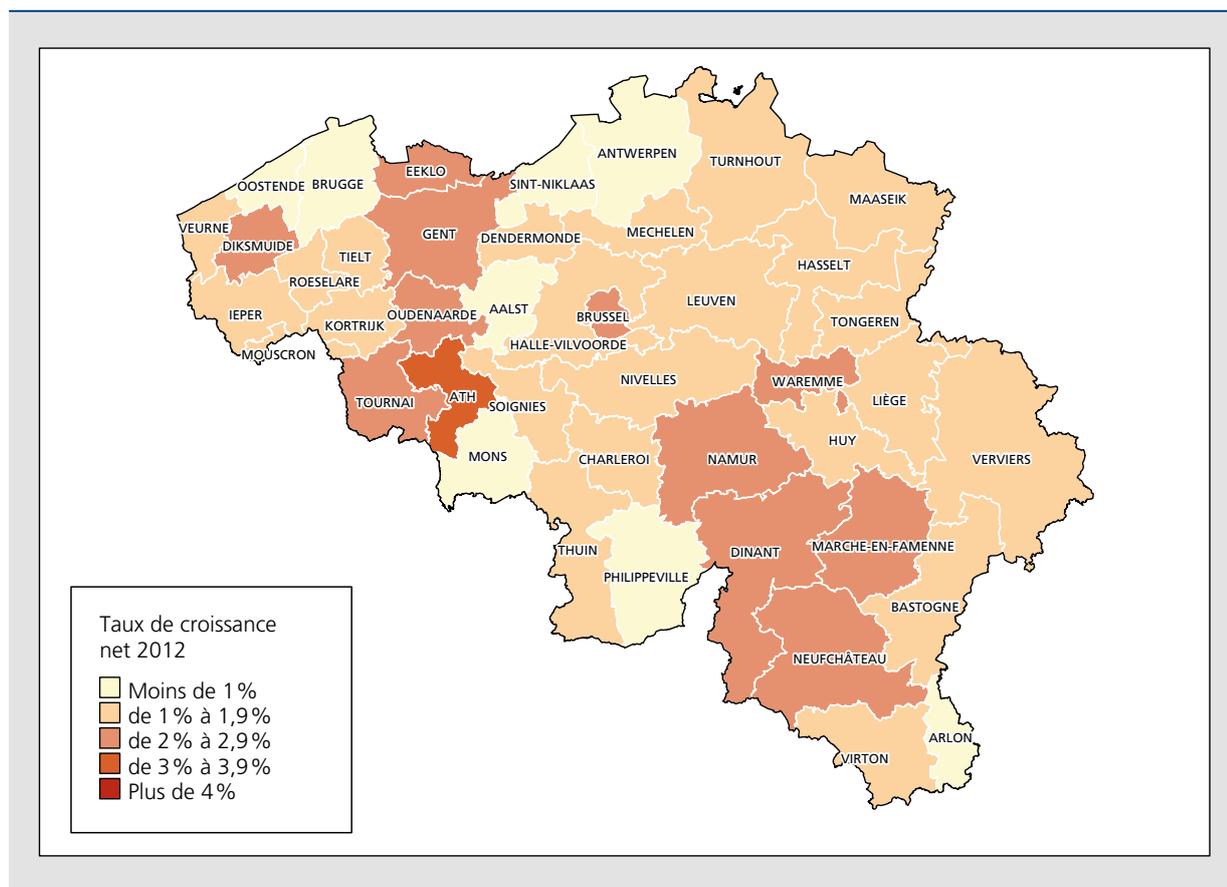
L'arrondissement de Charleroi a, lui aussi, présenté, tant en 2002 qu'en 2011, un taux de croissance net très bas, de respectivement 0,7 et 1,7 %. Charleroi n'a laissé qu'Anvers derrière lui en 2002, et Bastogne, Anvers et Ostende en 2011. En 2012, la dynamique des entreprises à Charleroi a été moins durement touchée par la crise économique que dans les autres arrondissements, et le taux de croissance net s'y est encore élevé à 1,1 %. Charleroi a ainsi fait mieux que 13 arrondissements.

L'arrondissement d'Ath a obtenu de très bons résultats en termes de dynamique des entreprises au cours des trois années sous revue. En 2002, Ath a enregistré le taux de croissance net le plus élevé de tous les arrondissements, avec 5,3 %. En 2011, le taux de croissance net d'Ath a quelque peu reflué pour revenir à 4,2 %. Cependant, seuls Eeklo, Ypres et Waremmé ont fait mieux. En 2012, Ath a à nouveau présenté le taux de

croissance net le plus élevé de tous les arrondissements, avec 3,7 %. Non seulement ce taux n'est inférieur que de 0,4 point de pourcentage à celui de l'année précédente, mais il est aussi supérieur de près de 1 point de pourcentage au taux de l'arrondissement de Tournai, qui occupe la deuxième place.

L'arrondissement d'Eeklo a enregistré la plus forte progression entre 2002 et 2011, avec un taux de croissance net de 1,2 % en 2002 et de 4,7 % en 2011. En 2002, seuls les arrondissements d'Anvers, de Charleroi et de Verviers présentaient un taux plus faible, alors qu'en 2011, Eeklo avait le taux de croissance net le plus élevé. En 2012, l'arrondissement d'Eeklo a été lourdement touché par la crise économique, et le taux de croissance net a fléchi de 2,4 points de pourcentage. Les arrondissements qui ont été encore plus durement touchés sont ceux de Mons et d'Ypres, qui ont tous deux affiché une baisse de 2,7 points de pourcentage, et celui de Soignies, qui a enregistré un recul de 2,5 points de pourcentage.

FIGURE 3 TAUX DE CROISSANCE NET PAR ARRONDISSEMENT EN 2012



Source : BCE.

Les arrondissements de Mouscron et de Philippeville avaient en 2002 un taux de croissance net de 5,2 et 4,2 % respectivement. Mouscron occupait de ce fait la deuxième place, derrière Ath. En 2011, les deux arrondissements ont vu ce ratio chuter de plus de 2 points de pourcentage pour atteindre 2,6 et 2,1 %, respectivement. En 2012, ce repli s'est accentué, et le taux de Mouscron n'était plus que de 1,3 %. À Philippeville, il n'était guère plus question de dynamique des entreprises, puisque le taux était revenu à 0,6 %. Cet arrondissement occupait ainsi l'antépénultième place. Saint-Nicolas, Alost, Mons, Arlon et Bruges sont les autres arrondissements à avoir affiché un taux de croissance net inférieur à 1 % en 2012.

Il appert à nouveau de cette analyse que la dynamique des entreprises s'est sensiblement améliorée dans la Région de Bruxelles-Capitale au cours de la période 2002-12. En 2002, l'arrondissement de Bruxelles-Capitale présentait un taux de croissance net de 1,4 %. Seuls les arrondissements d'Anvers, de Charleroi, de Verviers, d'Eeklo, de Courtrai et de Saint-Nicolas affichaient un taux inférieur.

En 2011, le taux de croissance net s'élevait à 2,9 % et Bruxelles-Capitale faisait mieux que 23 autres arrondissements. Enfin, en 2012, le taux de croissance net s'est établi à 2 %, Bruxelles-Capitale présentant une meilleure dynamique des entreprises que 31 autres arrondissements.

### 3.4 Taux de survie

#### 3.4.1 Taux de survie selon l'année de création

Le tableau 4 présente le nombre total de sorties cinq ans après l'année de création d'une entreprise, ainsi que le taux de survie calculé sur cette base. En moyenne, 87,6 % des entreprises créées au cours de la période 2001-07 opéraient encore après cinq ans. En d'autres termes, 12,4 % avaient cessé leurs activités. Le nombre le plus faible de créations a été enregistré en 2003 (19 633), tandis que le nombre le plus élevé l'a été en 2007 (26 411). Le fait qu'en 2003, le nombre de créations d'entreprises a été inférieur de 34,5 % par rapport à 2007 n'influence

**TABEAU 4** TAUX DE SURVIE DES NOUVELLES ENTREPRISES APRÈS CINQ ANS

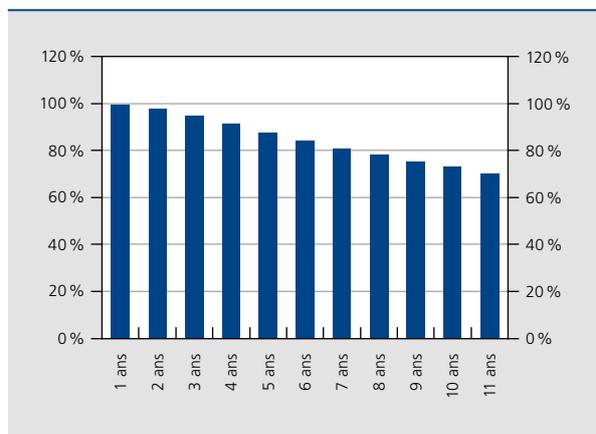
Année de création	Nombre de nouvelles entreprises	Sorties	Taux de survie
2001	20 877	2 700	87,1
2002	20 090	2 446	87,8
2003	19 633	2 381	87,9
2004	20 886	2 488	88,1
2005	21 343	2 690	87,4
2006	24 172	2 932	87,9
2007	26 441	3 382	87,2

Source : BCE.

guère le nombre de sorties cinq ans plus tard, 87,2 % opérant encore. Cela montre que le nombre de sorties est proportionnel au nombre de créations, et que les années au cours desquelles de nombreuses entreprises ont été créées sont également celles où l'on dénombre beaucoup de sorties. Ce résultat semble étayer la théorie selon laquelle les nouvelles entreprises plus performantes poussent les entreprises non concurrentielles hors du marché.

Il ressort du tableau 4 que le taux de survie après cinq ans ne diffère pas sensiblement en fonction de l'année de création. Le graphique 9 montre le taux de survie moyen selon l'année de création pour la période 2001-12. Il apparaît qu'au cours des trois premières années suivant

**GRAPHIQUE 9** TAUX DE SURVIE MOYEN DES NOUVELLES ENTREPRISES SELON L'ANNÉE DE CRÉATION



Source : BCE.

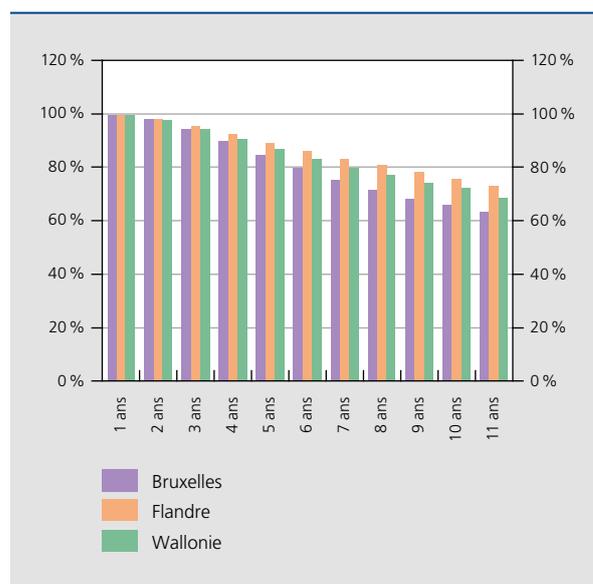
la création, 5,1 % des entreprises seulement sont dissoutes, liquidées ou en faillite. Lors des quatre années suivantes, le nombre de sorties est à chaque fois nettement supérieur, puisqu'il s'établit à 3,6, 3,7, 3,4 et 3,3 % respectivement. Le nombre de sorties diminue ensuite légèrement, mais pas en deçà de 2,4 %.

### 3.4.2 Taux de survie régional

L'analyse régionale montre que le taux de survie moyen est plus élevé en Région flamande que dans les autres régions (cf. graphique 10). Durant les trois premières années suivant celle de création, l'écart entre la Région flamande, la Région wallonne et la Région bruxelloise atteint 0,1, 0,3 et 0,9 % respectivement. À partir de la quatrième année, le taux de survie recule plus rapidement en Région bruxelloise qu'en Région wallonne. Ainsi, onze ans après l'année de création, le taux de survie d'une nouvelle entreprise dans les Régions flamande, wallonne et bruxelloise est de 73,1, 68,7 et 63,4 %, respectivement.

Si l'on ventile par province le taux de survie après cinq ans pour les entreprises créées en 2001, l'on constate que les provinces de Flandre-Occidentale (90,5 %), du Brabant flamand (90,1 %) et du Luxembourg (90,1 %) présentent les taux de survie les plus élevés (cf. tableau 5). Dans ces provinces, plus de neuf entreprises nouvelles sur dix existent toujours à l'issue des cinq premières années. Les provinces du Limbourg, de Flandre-Orientale, du Brabant wallon et de Namur se situent au-dessus de la moyenne

**GRAPHIQUE 10** TAUX DE SURVIE MOYEN DES NOUVELLES ENTREPRISES PAR RÉGION



Source : BCE.

**TABLEAU 5** TAUX DE SURVIE DES NOUVELLES ENTREPRISES APRÈS CINQ ANS PAR PROVINCE ET DANS LA RÉGION DE BRUXELLES-CAPITALE (base = création 2001)

Province	Nombre de nouvelles entreprises	Nombre de cessations et de faillites	Taux de survie
Bruxelles	3 831	592	84,5
Anvers	4 151	580	86,0
Limbourg	1 546	166	89,3
Flandre orientale	2 431	274	88,7
Brabant flamand	1 888	186	90,1
Flandre occidentale	2 083	198	90,5
Hainaut	1 682	248	85,3
Liège	1 422	236	83,4
Luxembourg	303	30	90,1
Namur	610	73	88,0
Brabant wallon	922	110	88,1

Source : BCE.

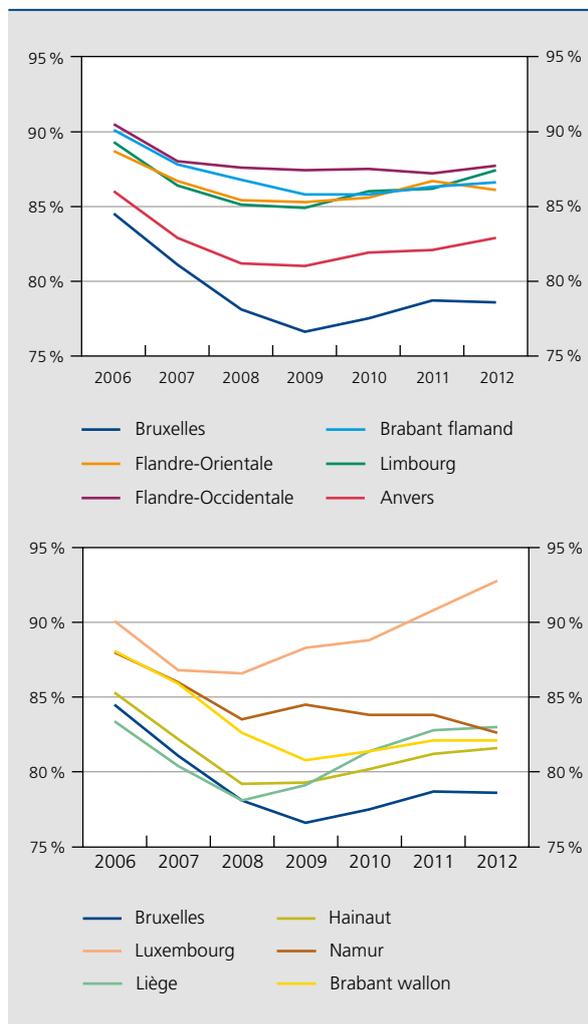
belge de 87,5 %. La province de Liège et la Région de Bruxelles-Capitale ont les taux de survie les plus bas, avec 83,4 et 84,5 %, respectivement.

Une analyse du taux de survie après cinq ans des entreprises créées au cours de la période 2001-07 montre que ce pourcentage a évolué de manière assez prononcée pour certaines sous-régions (cf. graphique 11). Ainsi, le taux de survie a baissé jusqu'en 2009 dans la plupart des provinces, à l'exception de celles du Luxembourg, de Namur et de Liège. La province du Luxembourg, qui présentait l'un des meilleurs taux pour les entreprises créées en 2001 (90,1 %), a atteint un résultat meilleur encore pour les entreprises créées six ans plus tard (92,8 %). Ainsi, la province du Luxembourg a laissé derrière elle la province de Flandre-Occidentale, où le taux de survie est revenu de 90,5 % en 2006 à 87,7 % en 2012. La province de Liège, qui enregistrait en 2006 un taux inférieur à celui de la Région de Bruxelles-Capitale, a connu dès 2009 une amélioration du taux de survie, pour atteindre un pourcentage de 83 % en 2012. Elle a ainsi fait mieux que la Région de Bruxelles-Capitale (78,6 %), le Hainaut (81,6 %), le Brabant wallon (82,1 %), Namur (82,6 %) et Anvers (82,9 %).

### 3.4.3 Taux de survie par branche d'activité

Au cours de la période 2001-12, le taux de survie moyen a aussi présenté des divergences entre branches d'activité

**GRAPHIQUE 11** TAUX DE SURVIE DES NOUVELLES ENTREPRISES APRÈS CINQ ANS PAR PROVINCE ET DANS LA RÉGION DE BRUXELLES-CAPITALE (DE 2006 À 2012)

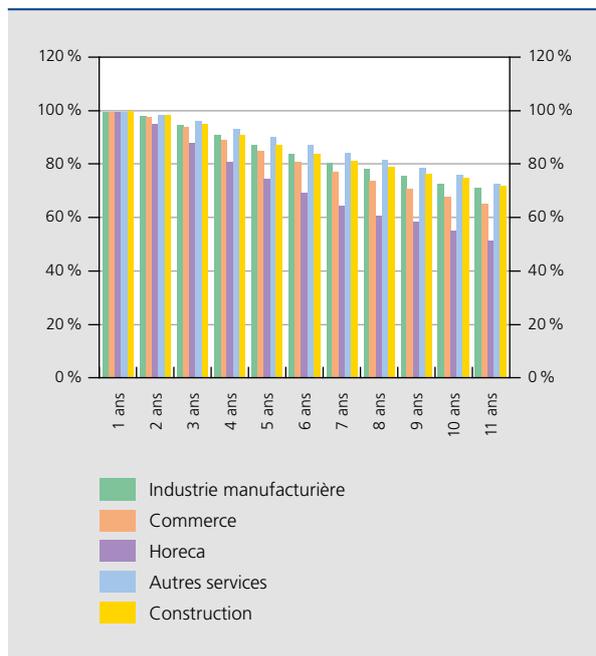


Source : BCE.

(cf. graphique 12). C'est principalement dans l'horeca que le taux de survie a décliné chaque année nettement plus rapidement que dans les autres branches. De toutes les entreprises créées dans l'horeca, seule la moitié environ étaient toujours actives après onze ans. Le taux de survie dans cette branche a reculé chaque année de 4,4 % en moyenne.

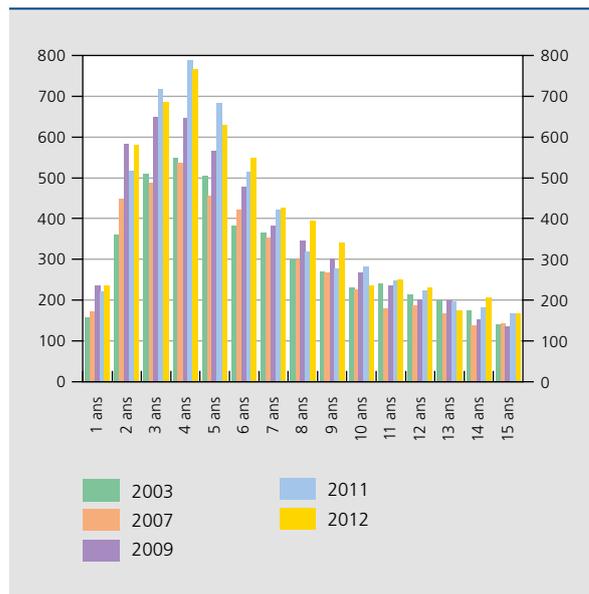
Dans les autres branches d'activité, le taux de survie a évolué de manière plus ou moins identique. Onze ans après avoir été créées, 72,7 % des entreprises étaient encore actives dans le secteur des autres services, 71,7 % dans la construction et 70,9 % dans l'industrie manufacturière. Seule la branche du « commerce » (commerce de gros et de détail; réparation de véhicules automobiles et de motocycles) a fait un peu moins bien, avec 65,3 %.

**GRAPHIQUE 12** TAUX DE SURVIE MOYEN DES NOUVELLES ENTREPRISES PAR BRANCHE D'ACTIVITÉ



Source : BCE.

**GRAPHIQUE 13** NOMBRE D'ENTREPRISES SELON L'ÂGE QUI ONT DÉPOSÉ LE BILAN EN 2003, 2007, 2009, 2011 ET 2012



Source : BCE.

### 3.4.4 Âge en cas de faillite

Le taux de survie selon l'âge a déjà montré que ce dernier avait une influence sur la probabilité de faillite des entreprises. Pour le vérifier, le graphique 13 présente – pour les années 2003, 2007, 2009, 2011 et 2012 – le nombre d'entreprises, selon l'âge (de 1 à 15 ans), ayant déposé le bilan lors d'une année donnée. Ce sont surtout les jeunes entreprises, âgées de trois à cinq ans, qui font faillite. Ce constat a été d'autant plus vrai durant les années de crise économique. Ainsi, le nombre d'entreprises en faillite qui avaient opéré pendant trois à cinq ans a été plus élevé d'environ 50 % en 2011 et de 40 % en 2012 par rapport à 2007. L'incidence de la faible conjoncture peut aussi être observée dans les entreprises plus âgées, fût-ce dans une moindre mesure. Le nombre d'entreprises en faillite ayant atteint l'âge de huit et neuf ans était en 2011 supérieur de respectivement 6,7 et 4,5 % par rapport à 2007. L'évolution observée en 2012 est en net contraste: le nombre d'entreprises en faillite qui avaient opéré pendant huit à neuf ans a été supérieur de quelque 30 % à celui relevé en 2007. Cela peut indiquer que la crise économique qui perdure exerce une incidence sur les chances de survie des entreprises plus âgées.

## Conclusion

Le présent article commence par se pencher en détail sur quelques aspects méthodologiques, attirant l'attention du lecteur sur le fait que la prudence est requise pour la comparaison des chiffres publiés, ces derniers pouvant fortement varier d'une source statistique à l'autre. Ces divergences sont notamment imputables au moment de l'enregistrement et à l'absence d'uniformité dans les codes d'activités.

Contrairement aux publications régulières paraissant dans la presse et aux analyses auxquelles procède entre autres la Commission européenne, l'article s'intéresse uniquement à l'évolution démographique des sociétés. La raison en est que l'incidence structurelle de ces développements, s'agissant de l'innovation et de la productivité d'une économie, est plus largement déterminée par les évolutions au niveau des sociétés. Il constate également que l'évolution démographique des sociétés n'est pas forcément la même que celle des indépendants. Les chercheurs axent dès lors leur recherche sur des cibles quelque peu différentes, partant du principe que la dynamique des sociétés est principalement définie par les opportunités de bénéfices et par la compétitivité, alors que, lorsqu'ils analysent le cas des indépendants, ils considèrent que d'autres facteurs sont également susceptibles de jouer un rôle important, comme le chômage, l'évolution de la population active, etc.

Par ailleurs, d'un point de vue méthodologique, l'article démontre également qu'il faut interpréter les évolutions, tant sur une base relative que sur une base nette, pour comprendre la dynamique des entreprises. En effet, un grand nombre de faillites compensé par un nombre relativement important de créations est le signe d'une économie innovante et novatrice plutôt qu'une manifestation de la crise.

Conformément aux attentes, la démographie des entreprises est déterminée par les évolutions conjoncturelles. Il convient toutefois de souligner que cette incidence se manifeste surtout au niveau des créations. Il appert qu'un ralentissement de la croissance du produit intérieur brut se traduit d'emblée par un recul plus que proportionnel du nombre de créations d'entreprises. À cet égard, la diminution notable des créations observée en 2012 est parlante. S'agissant des faillites, cette corrélation est un peu moins univoque puisque des décalages divers peuvent jouer. L'incidence conjoncturelle est plus évidente dans certains secteurs que dans d'autres. Le secteur de la construction et celui des autres services sont ceux où la dynamique des entreprises est la plus élevée. Il s'agit de branches d'activité très sensibles à la conjoncture. Le secteur de l'horeca occupe une place particulière, dans la mesure où il est souvent cité en exemple en matière de risque élevé de faillite. Jusqu'en 2005, le taux de croissance net de l'horeca a été sensiblement supérieur à celui des autres branches d'activité. Depuis 2006, à la suite de la baisse du taux de création, un retournement s'est opéré, et le taux de croissance net s'est inscrit en vif recul au sein de ce secteur. L'évolution des taux de croissance nets de l'industrie manufacturière et du commerce a cependant été moins marquée que dans les autres branches, mais, ici aussi, il est clair que l'évolution négative a été plus sensible en 2012 qu'en 2009.

L'analyse s'intéresse par ailleurs aux aspects régionaux. Les évolutions démographiques mises en exergue sur le plan régional prouvent qu'il faut se garder de tirer des conclusions généralisées. Une même région peut très bien présenter des évolutions très divergentes dont la moyenne donne une image incomplète et erronée.

Sur le plan régional, c'est la Flandre qui enregistre le taux de croissance net le plus bas des trois régions en 2012 et sur la période 2001-12, et ce exclusivement en raison de la vive diminution du nombre de créations, qui s'est inscrit en recul de 23 % par rapport à 2011. La Flandre s'avère particulièrement touchée par la crise économique. Bien que le taux de croissance net ait été légèrement plus élevé en Wallonie qu'en Flandre, cette région présente aussi la valeur la plus faible pour la période considérée. Seule la Région de Bruxelles-Capitale se démarque pour l'année

de crise qu'a été 2012, affichant un taux de croissance net supérieur à la croissance enregistrée au cours de la période 2001-04.

Au niveau provincial, l'on constate, pour la Flandre, que les provinces de Flandre-Occidentale et d'Anvers affichent des taux de création particulièrement faibles. Comme la province d'Anvers, à l'inverse de celle de Flandre-Occidentale, y ajoute un taux de faillite élevé, il est permis de conclure que la crise actuelle exerce une incidence importante sur la dynamique des entreprises anversoises. La province de Limbourg affiche un taux de création largement supérieur à ceux des autres provinces flamandes. Jusqu'en 2008, c'est la province de Limbourg qui, alternativement avec la Région de Bruxelles-Capitale, affiche le taux de création le plus élevé. Dans le cas du Limbourg, la crise économique y met toutefois un terme. Entre 2001 et 2012, le Limbourg reste néanmoins la province flamande dont le taux de croissance net est le plus élevé. Au niveau des arrondissements, Anvers confirme sa position moins favorable. C'est même le seul arrondissement à afficher un taux de croissance net négatif en 2001. En dépit d'une légère amélioration en 2011 et en 2012, l'arrondissement d'Anvers ne dépasse pas le stade de l'avant-dernière position en termes de taux de croissance net. Enfin, Ostende est l'arrondissement dont le taux de croissance net a accusé le plus vif recul en 2012.

Dans la Région de Bruxelles-Capitale, la dynamique des entreprises est en forte augmentation depuis 2001. Il est à cet égard remarquable de constater que le taux de croissance net est la résultante d'un taux de création très élevé conjugué à un taux de faillite lui aussi très important. L'analyse par arrondissement met également en exergue la position forte de Bruxelles, de même qu'elle montre que cette région résiste relativement mieux à la crise économique.

En Wallonie, les provinces du Brabant wallon et du Hainaut enregistrent les taux de création les plus élevés pour l'ensemble de la période 2001-12. Au sein de la Wallonie, c'est la province du Brabant wallon qui affiche le taux de croissance net le plus élevé en combinant un taux de création élevé avec un taux de faillite faible. La province du Hainaut présente un taux de faillite élevé, et son taux de croissance net s'en trouve dès lors écorné. La province du Luxembourg, qui associe des taux de création, de faillite et de croissance net très faibles, affiche le score le plus mauvais de la Région wallonne. Au niveau des arrondissements, c'est surtout celui d'Ath qui se démarque, avec un taux de croissance net élevé pour toutes les années considérées. Ath enregistre le taux de croissance net le plus élevé de tous les arrondissements, même au cours de l'année de crise qu'a été 2012.

L'analyse du taux de survie montre que l'année de création n'a pour ainsi dire aucune incidence sur le risque de faillite. Certes, les années où les créations d'entreprises sont nombreuses sont aussi celles où l'on recense un grand nombre de sorties. Ce constat semble conforme aux fondements théoriques. D'un point de vue régional, les entreprises ont une plus grande chance de survie en Flandre qu'en Wallonie et, a fortiori, qu'en Région de Bruxelles-Capitale. Une ventilation provinciale montre cependant que ces chances de survie peuvent varier fortement au sein des régions. Plus que la région, c'est la branche d'activité au sein de laquelle l'entreprise est active qui exerce une influence. Conformément aux attentes, l'horeca est le secteur où les chances de survie sont les plus minces. L'âge de l'entreprise joue lui aussi un rôle : les jeunes entreprises

qui existent depuis trois à cinq ans sont les plus fragiles et les plus susceptibles de tomber en faillite.

L'analyse tant régionale que générale des évolutions démographiques montre qu'il faut faire preuve de circonspection et nuancer ses conclusions. En effet, la dynamique des entreprises et, partant, l'avenir d'une économie sont dans une large mesure déterminés par les créations. Ces dernières sont dictées par les attentes (de rentabilité). En exposant l'évolution des faillites d'une manière trop vive et dénuée de nuances, l'on présente une image tronquée de l'état de santé véritable de l'économie, et, de surcroît, l'on influence défavorablement les attentes des acteurs économiques, au risque de décourager les créations d'entreprises, et donc d'entretenir la crise.

# Ampleur et dynamique de l'endettement en Belgique et dans la zone euro

A. Bruggeman  
Ch. Van Nieuwenhuyze

## Introduction

La crise financière actuelle a une fois de plus démontré que notre système économique peut être en proie à des cycles financiers dans le cadre desquels l'octroi de crédits est procyclique, ce qui, en phase ascendante ou de *boom*, est susceptible d'entraîner une vive accélération du taux d'endettement ou *leverage*. Lorsque le taux d'endettement a augmenté au point de devenir intenable, il s'ensuit généralement un processus de *deleveraging*, ou désendettement, pendant une période de *bust* financier, laquelle est le plus souvent précédée d'une crise financière. Des études empiriques fondées sur des récessions historiques qui ont frappé un groupe important de pays avancés ont prouvé que les récessions qui font suite à une telle crise financière sont généralement beaucoup plus graves et durent plus longtemps (cf. par exemple FMI (2009) ou Jordà et al. (2011)). Il appert en outre que l'ampleur du *boom* qui précède la crise exerce elle aussi une incidence importante à cet égard.

Cela dit, une expansion du crédit ne débouche pas systématiquement sur une crise financière. Dans certains cas, elle peut s'avérer être structurelle, par exemple à la suite de changements d'ordre structurel ou institutionnel; elle donne alors lieu à un élargissement et/ou à un approfondissement des marchés financiers (*financial deepening*). Il est donc essentiel de distinguer les expansions de crédits « favorables » de celles qui sont « dangereuses », et ce tant pour les préoccupations relatives au bien-être de la population que dans une perspective de politique macro-prudentielle. Plusieurs initiatives politiques ont été prises à cet égard pour cartographier les éventuels déséquilibres en relation avec une croissance exagérée des crédits ou un taux d'endettement excessif, de manière à pouvoir déceler à

temps les risques pesant sur la stabilité financière et macro-économique. Entre autres initiatives politiques de ce type en Europe, citons notamment le suivi du niveau d'endettement et de sa progression dans les secteurs non financiers, ainsi que de l'ensemble des obligations du secteur financier, par la Commission européenne dans le cadre de la PDM (procédure concernant les déséquilibres macroéconomiques).

C'est dans ce contexte que le présent article passe en revue les derniers développements en matière de niveau d'endettement et de risques y afférents, tant en Belgique que dans les autres pays de la zone euro<sup>(1)</sup>. Les évolutions de l'endettement sont interprétées à cet égard dans le cadre du cycle financier. La question qui est au cœur de cette analyse est de savoir si le processus de désendettement – et les conséquences macroéconomiques négatives qu'il implique – s'est déjà amorcé dans la zone euro. Nous abordons cette question tant du point de vue des différents secteurs non financiers (ménages, sociétés non financières et administrations publiques) que de celui des différents pays. Pour ce faire, nous commençons par commenter l'accélération de l'endettement au cours de la décennie écoulée, durant laquelle le taux d'endettement du secteur non financier a augmenté de manière considérable dans la zone euro, atteignant un niveau historiquement élevé (puisqu'il est passé de 173 % du PIB au premier trimestre de 1999 à 233 % du PIB à la fin de 2012). Nous procédons ensuite à une analyse multidimensionnelle de la soutenabilité de la dette sur la base d'un certain nombre d'indicateurs-clés. Pour terminer, nous analysons les aspects offre et demande du désendettement dans la zone euro.

(1) Les données utilisées dans cet article remontent au 3 mai 2013.

La suite de l'article se subdivise en quatre sections qui examinent ces développements plus en détail. La première s'intéresse à l'évolution de la dette sous un angle plus théorique, en s'intéressant plus particulièrement au fonctionnement des cycles financiers et à l'incidence sur la croissance économique des cycles d'endettement/désendettement qui en découlent. La deuxième montre le fort degré d'hétérogénéité des endettements des pays de la zone euro, en ce qui concerne tant leur niveau et leur dynamique que leur composition sectorielle. La troisième section évalue la situation à cet égard pour déterminer si les endettements actuels dans la zone euro sont excessifs, et ce sur la base d'une carte thermique (*heat map*) constituée sur la base d'un certain nombre d'indicateurs de soutenabilité. La quatrième commente les dernières évolutions en matière d'endettement et examine dans quelle mesure un processus de désendettement s'est déjà amorcé dans les pays de la zone euro; à cet égard, elle s'intéresse notamment à l'ampleur du processus de désendettement dans les différents pays et secteurs et au rôle que les facteurs relatifs à l'offre comme à la demande jouent au niveau de l'octroi de crédits. Enfin, la conclusion résume les principaux enseignements et en tire quelques conclusions sur le plan des politiques à adopter.

## 1. Dynamique de la dette et incidence sur l'économie réelle

Les preuves empiriques s'accumulent en faveur de l'existence et de la pertinence macroéconomique de cycles financiers alimentés par un nombre limité de facteurs qui se renforcent mutuellement. Bien que les modalités spécifiques diffèrent selon les cycles, un *boom* financier se caractérise généralement par des perceptions optimistes en matière de valorisation et de risque, une faible aversion pour le risque, un octroi de crédits généreux (sur le plan tant des prix que des composantes hors prix) et un contrôle financier moins strict. Lors d'un *boom*, ces facteurs se traduisent par un taux d'endettement croissant, une valorisation en hausse des actifs financiers et réels et une incidence positive sur la croissance économique. La crise financière actuelle a toutefois illustré une fois de plus que la procyclicité inhérente de l'octroi de crédits peut mener à un endettement (*leverage*) excessif<sup>(1)</sup>. Cet endettement insoutenable entraîne généralement un processus d'assainissement bilanciel par la voie du désendettement (*deleveraging*) pendant la période de *bust* financier. Dans la mesure où cette phase est précédée d'une crise financière, il en résulte une baisse considérable du taux

d'endettement et une récession longue et profonde. De facto, la dette est donc (tant pour ce qui est de son niveau que de son rythme de croissance) une arme à double tranchant, dont l'incidence sur l'activité économique dépend fortement des conditions spécifiques.

### 1.1 Endettement et incidence sur l'économie réelle

La possibilité du financement par endettement (non excessif), par la voie de l'intermédiation financière ou des marchés de capitaux, permet en principe à long terme d'accélérer la croissance et d'atténuer la volatilité macroéconomique (cf. par exemple Levine (2005) pour une synthèse de la littérature empirique). Cela tient notamment au fait que le financement par endettement permet aux agents économiques soumis à une restriction budgétaire de procéder tout de même à des dépenses, financées par des ressources provenant d'autres agents disposant d'un excédent budgétaire. Ce faisant, l'on peut donc dissocier les décisions d'investissement des flux de revenus, et, dès lors, affecter plus efficacement le capital disponible et améliorer le potentiel de croissance de l'économie. En outre, le financement par endettement permet d'étaler dans le temps l'incidence des chocs négatifs (positifs) temporaires de revenu, ce qui évite aux différents secteurs institutionnels de réduire (accroître) immédiatement leurs dépenses. Cela permet donc surtout de limiter la volatilité de l'activité économique, et, partant, d'atteindre un niveau de bien-être accru, en raison d'une incertitude mieux contenue. Enfin, le financement par endettement permet aux pouvoirs publics de mener une politique contracyclique, soit par le jeu des stabilisateurs automatiques, soit par une politique de relance active, ce qui devrait modérer les chocs négatifs sur les revenus pour les autres secteurs.

Le risque existe toutefois que la procyclicité inhérente à l'octroi de crédits engendre un endettement excessif. La procyclicité visée ici est liée à l'accélérateur financier, qui fait qu'en période de *boom*, il se crée une interaction de renforcement mutuel entre l'octroi de crédits et la valorisation d'actifs (réels ou financiers) du secteur privé non financier. Au cours du *boom* financier, qui correspond généralement à une croissance relativement élevée du PIB, l'optimisme est de mise, et se traduit notamment par une hausse des prix des actifs et une baisse des coûts de financement. Par conséquent, l'octroi de crédits augmente, continuant ainsi de soutenir l'économie. Il en résulte certes une augmentation du taux d'endettement du secteur privé non financier, mais comme la valeur des garanties sous-jacentes augmente également et que l'activité économique prospère, la perception générale du risque demeure favorable. L'optimisme général s'en

(1) Kindleberger (1978) et Minsky (1982) ont déjà décrit en détail comment l'instabilité inhérente de l'intermédiation financière et des marchés financiers peut entraîner un endettement excessif, qui ouvre alors la voie à une crise financière et à un processus de désendettement draconien.

trouve renforcé, et l'octroi de crédits continue de jouer un rôle de soutien, engendrant des effets de second tour.

Toutefois, à la longue, le secteur privé non financier voit son taux d'endettement augmenter à un point tel qu'il devient très sensible à certains chocs susceptibles d'entraîner un désendettement considérable. Ces chocs peuvent provenir par exemple d'un changement significatif du sentiment des marchés et de l'attitude face au risque, d'une correction soudaine des prix des actifs, de problèmes de financement au sein du secteur bancaire, ou d'une récession mettant sous pression les flux de revenus escomptés et, partant, la capacité de remboursement des différents secteurs. La plupart du temps, ces chocs se renforcent mutuellement, et le taux d'endettement excessif qui s'est accumulé lors du *boom* financier devient une variable contraignante, qui force un assainissement bilanciel du secteur privé, et peut entraîner de lourdes conséquences pour l'économie réelle. Ces récessions de bilan (*balance sheet recessions*) sont généralement plus profondes et plus longues qu'une récession ordinaire (cf. Koo, 2011).

## 1.2 Désendettement et incidence sur l'économie réelle

La pression en faveur du désendettement, en période de *bust*, peut se présenter sous différentes formes. Des doutes quant à la solvabilité du secteur privé non financier peuvent entraîner tant une baisse de la demande de crédits (assainissement bilanciel volontaire ou désendettement alimenté par la demande) qu'une réticence accrue des banques à octroyer aisément des crédits (désendettement alimenté par l'offre). Ce désendettement par la voie de l'offre peut en outre dégénérer en véritable pénurie de crédits (*credit crunch*) si la solvabilité du secteur financier est à son tour mise sous forte pression sur fond de crise financière.

La phase de *bust* induit un revirement du sentiment des marchés: en raison du taux d'endettement accru du secteur privé et de la surévaluation éventuelle des garanties (actifs) couvrant ces dettes, les risques de crédit sont réévalués. L'accélérateur financier qui avait alimenté le *boom* se met à fonctionner en sens inverse. Le ralentissement de l'octroi de crédits et la réévaluation des risques, ainsi que l'accroissement du risque d'assister à des défauts de paiement pouvant aboutir à des ventes précipitées (*fire sales*), pèsent sur les prix des actifs, ce qui renforce encore la mauvaise perception de la solvabilité du secteur privé non financier. Sur fond de ralentissement de l'activité économique, le risque est réel de voir le mouvement de désendettement s'intensifier sous l'effet de la demande, les secteurs privés non financiers tentant de compenser leur perte de patrimoine net en épargnant davantage ou en

remboursant plus rapidement leur dette, et/ou de l'offre, les banques resserrant les conditions d'octroi de crédits. Si ces adaptations s'opèrent à une échelle suffisamment grande, elles engendrent une spirale baissière faite de dévalorisation d'actifs, de resserrement des conditions d'octroi des crédits et de désendettement, de nature à déboucher sur une récession profonde (cf. ci-après).

La réticence du secteur financier à octroyer des crédits en réaction au taux d'endettement accru du secteur privé non financier peut être renforcée encore par les problèmes que connaissent les établissements financiers eux-mêmes. Dans la mesure où le secteur bancaire a lui aussi développé à l'excès son levier d'endettement pendant la phase de *boom*, sa solvabilité perçue en pâtit aussi, et il est dès lors lui aussi confronté à des coûts de financement en hausse. Comme l'échéance des engagements des établissements financiers est nettement plus courte que celle de leurs créances (*maturity transformation*), leur marge d'intérêt et leur rentabilité sont mises sous pression, en particulier en ce qui concerne les établissements présentant un endettement élevé. Ceci aggrave encore l'influence négative sur la disposition des banques à octroyer de nouveaux crédits<sup>(1)</sup>. Si l'État ne constitue plus une protection (*backstop*) crédible contre d'éventuels problèmes au sein du secteur bancaire résident, les banques en difficulté ne trouveront de quoi se financer sur le marché, et seront obligées de réduire progressivement leurs activités, soit en vendant des actifs (financiers), ce qui poussera encore un peu plus les prix à la baisse, soit en réduisant leur octroi de crédits<sup>(2)</sup>.

Non seulement les formes de désendettement décrites ci-dessus mènent à un cercle vicieux de ralentissement de l'octroi de crédits et de baisse des prix des actifs, mais elles ont également une incidence négative sur l'activité économique. Des études empiriques, comme celle de Jordà et al. (2011) réalisée sur la base d'un échantillon de 223 cycles conjoncturels répartis sur 14 pays avancés au cours de la période 1870-2008, montrent que les récessions qui succèdent à une crise financière diffèrent sensiblement des récessions ordinaires. Tout d'abord, elles se caractérisent par une croissance négative du PIB plus prononcée et se prolongent pendant plusieurs années. En outre, l'incidence (négative) sur la croissance du PIB est d'autant plus importante que l'octroi de crédits au secteur privé a progressé plus vivement lors de la phase d'expansion. Dans une étude connexe, Taylor (2012) en arrive à la conclusion que

(1) La réticence des banques à octroyer des crédits peut également être liée à la réglementation, par exemple par le jeu de l'anticipation du durcissement des exigences de Bâle III en matière de fonds propres et de liquidités, ou dans le cadre des plans de restructuration que certaines banques sont tenues de réaliser en raison des aides d'État dont elles ont bénéficié.

(2) Les effets de contagion se produisent également à l'inverse: les États qui ont dû soutenir leur secteur bancaire au cours de la crise actuelle ont vu leur degré d'endettement progresser fortement, ce qui leur a occasionné à leur tour des problèmes.

la gravité d'une récession financière dépend également du niveau d'endettement des administrations publiques.

### 1.3 Principaux canaux de transmission

Les principaux canaux par lesquels le désendettement opéré par le secteur privé non financier agit sur l'économie réelle sont présentés au graphique 1. D'une part, le désendettement peut découler d'un fléchissement de la demande de crédits à la suite d'un assainissement bilanciel volontaire – destiné à compenser la baisse du patrimoine net – ou d'une hausse des coûts de financement. D'autre part, le désendettement peut être induit par l'offre, le secteur financier limitant son offre de crédits, le cas échéant en réaction à une détérioration de sa propre solvabilité ou de celle de l'État<sup>(1)</sup>.

#### 1.3.1 Administrations publiques<sup>(2)</sup>

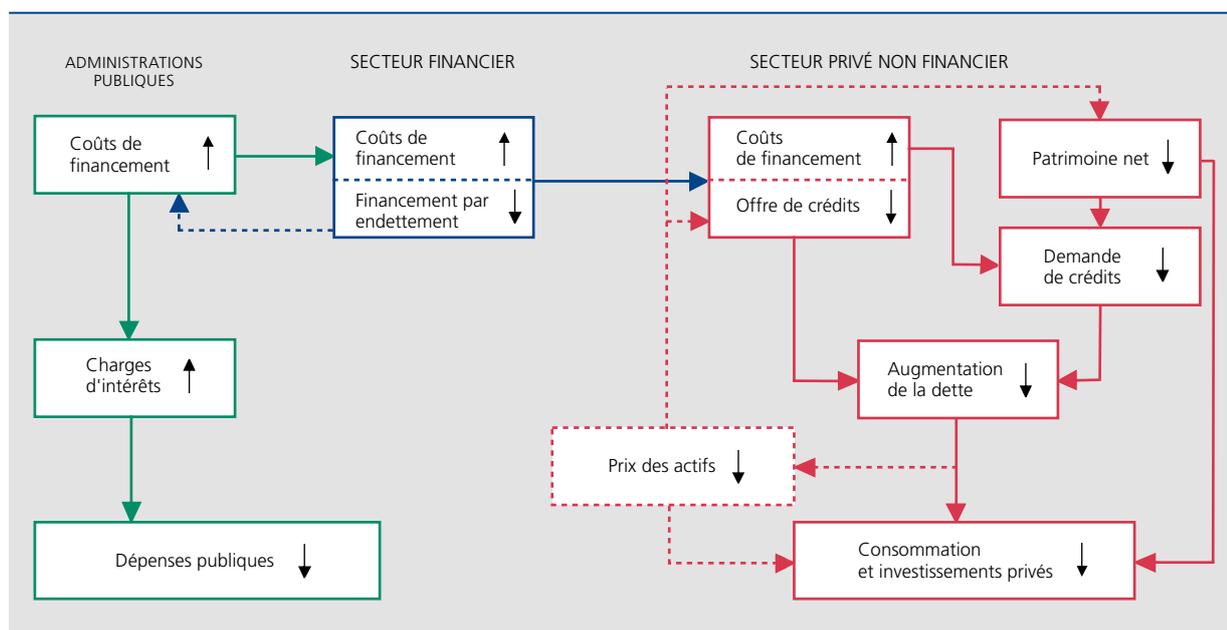
Si la solvabilité des administrations publiques est mise sous pression, les investisseurs demanderont une prime de risque plus élevée pour la détention de titres publics. Ardagna et al. (2007) illustrent par ailleurs que la relation entre le niveau de la dette publique et la prime CDS sur la dette publique est non linéaire. Cette hausse du taux des emprunts publics signifie avant tout que les administrations publiques devront payer davantage de charges d'intérêts : il en résultera une marge de manœuvre moindre pour d'autres dépenses. Une partie de la hausse des charges d'intérêts sera certes payée au secteur privé intérieur, ce qui

pourrait soutenir la consommation et les investissements privés, mais il en résultera tout de même une incidence négative nette sur la croissance du PIB dans la mesure où les charges d'intérêt accrues seront payées à l'étranger ou à des agents intérieurs présentant une propension marginale à consommer et/ou à investir inférieure à celle des administrations publiques (cf. également Eggertsson et Krugman, 2012). En outre, les administrations publiques auront également moins de latitude pour mener une politique budgétaire contracyclique, ce qui accentuera l'incidence d'un choc négatif de revenu (par exemple une récession) sur l'activité du secteur privé.

Une augmentation du taux d'intérêt des titres publics entraînera aussi les coûts de financement des autres secteurs à la hausse. En effet, le taux des obligations publiques fait souvent office de taux de référence pour la fixation des prix d'autres contrats, comme par exemple les crédits bancaires aux ménages et aux sociétés non financières (cf. Cordemans et de Sola Perea, 2011). Par ailleurs, les primes de risque des secteurs privés sont influencées par la prime de risque des administrations publiques (*sovereign risk channel*). D'après Harjes (2011), par exemple, une hausse de la prime CDS des administrations publiques

- (1) Le canal du taux de change n'est pas pris en considération. Selon ce canal, le ralentissement de l'activité économique entraînerait une dépréciation du cours de change, augmentant la valeur de la dette contractée en devises étrangères, et ainsi la pression en faveur du désendettement.
- (2) Bien que le présent article se concentre sur le secteur privé non financier, l'on s'attarde ici quelque peu sur l'État. Étant donné que l'incidence économique de la dette publique a déjà été traitée en détail dans Nautet et Van Meensel (2011), l'on ne se penchera ici que sur les principaux canaux ayant également une incidence sur le secteur privé.

GRAPHIQUE 1 PRINCIPAUX CANAUX DE TRANSMISSION



dans la zone euro se répercute en moyenne pour moitié sur les primes CDS des grandes entreprises privées (banques et sociétés non financières). Corsetti et al. (2013), se limitant aux sociétés non financières, montrent que la prime CDS de ces entreprises est bien plus élevée dans les pays où la prime CDS des administrations publiques a elle aussi connu une forte progression depuis la mi-2010, et estiment que ce *sovereign risk channel* renforce l'incidence des chocs sur la demande agrégée, à moins que la banque centrale ne soit en mesure de compenser en abaissant les taux d'intérêt.

### 1.3.2 Ménages

Les ménages fortement endettés consacrent, toutes autres choses restant égales par ailleurs, une plus grande partie de leurs revenus au remboursement de leurs dettes. Ils sont dès lors plus sensibles à une baisse des revenus, à une hausse des taux d'intérêt ou à une diminution des prix des actifs, chocs qui ne sont pas inhabituels en période de *bust*. Les chocs sur les revenus et les taux d'intérêt alourdissent la charge de remboursement et pèsent donc sur la consommation privée. De même, la correction des prix des actifs entraînera une diminution de la consommation des ménages, puisqu'ils vont tenter de compenser la baisse de leur patrimoine net en épargnant davantage ou en remboursant leurs dettes plus rapidement (cf. par exemple Koo, 2011). Par ailleurs, ce sont surtout les ménages moins solvables qui demanderont moins facilement un nouveau crédit, ou qui le feront pour un montant moins élevé. Globalement, les ménages reverront donc leurs projets de consommation ou d'investissement à la baisse en raison de l'assainissement bilanciel volontaire.

Lorsque la capacité de remboursement (perçue) des ménages affiche une baisse trop prononcée, non seulement leurs coûts de financement augmenteront, mais l'on assistera également à un effet volume. Les banques s'efforceront d'atténuer leur exposition aux risques en augmentant les marges, mais aussi en resserrant les autres conditions d'octroi de crédits, par exemple en abaissant la quotité empruntable (*loan-to-value*) ou en limitant l'échéance du crédit, de sorte que ces crédits deviendront plus difficilement accessibles aux ménages moins solvables. D'après l'enquête de l'Eurosystème sur la distribution du crédit bancaire, ce désendettement alimenté par l'offre a bel et bien eu lieu au sein de la zone euro. Au cours de la période allant du premier trimestre de 2008 au deuxième trimestre de 2009, le pourcentage net des banques qui ont resserré les conditions d'octroi de crédits en raison d'une hausse de la perception du risque lié aux prix des logements ou à l'activité économique en général s'est établi à plus de 14 %, et ce resserrage s'est ensuite poursuivi, bien que dans une moindre mesure. En Belgique, cela a été bien moins le cas.

Selon les deux canaux (désendettement alimenté par la demande ou par l'offre), l'ampleur de l'effet net sur le PIB dépendra des différences relatives entre la propension à consommer/investir des emprunteurs (qui pourront moins consommer ou investir dans les logements) et celle des prêteurs (qui pourront consommer ou investir plus). Comme l'a affirmé Tobin (1980), « debtors have borrowed for good reasons, most of which indicate a high marginal propensity to spend from wealth or from current income or from any other liquid resources they can command » (« les débiteurs ont emprunté pour de bonnes raisons, qui indiquent, pour la plupart, une propension marginale élevée à dépenser leur patrimoine, leur revenu courant ou toute autre source liquide dont ils puissent disposer »), ce qui implique qu'un processus de désendettement exercera généralement un effet de demande négatif (cf. également Eggertsson et Krugman, 2012).

Dans l'ensemble, le désendettement en phase de *bust* pèsera donc tant sur la consommation privée que sur les investissements en logements. Dans ses *Perspectives de l'économie mondiale* d'avril 2012, le FMI analyse un échantillon de 99 périodes entre 1980 et 2011, réparties sur 24 pays de l'OCDE et Taïwan, au cours desquelles les prix des logements ont enregistré une nette diminution. Selon cette analyse, l'incidence du *bust* dépend fortement de l'ampleur du *boom* qui a précédé. Dans la mesure où les périodes de *bust* ont été précédées d'un endettement considérable (*high-debt busts*), elles ont eu une incidence particulièrement négative sur la consommation privée, incidence due à la combinaison d'un désendettement plus important et d'une plus forte baisse des prix des logements. Les investissements en logements ont également affiché une baisse accrue lors des crises à fort endettement (*high-debt busts*), mais ces estimations sont moins précises car tous les pays ne publient pas des données en matière d'investissements en logements.

### 1.3.3 Sociétés non financières

Pour les sociétés non financières, ce sont en grande partie les mêmes canaux qui interviennent que pour les ménages, à quelques adaptations près. En ce qui concerne les sociétés non financières fortement endettées, la charge de remboursement absorbe une grande part de leurs flux de liquidités libres : elles conservent donc moins de ressources internes pour (contribuer à) financer d'éventuels investissements. Par ailleurs, ces entreprises sont plus sensibles à une baisse des flux de liquidités ou à une hausse des intérêts d'emprunt. Les entreprises de taille plus modeste seront généralement plus fortement touchées par ces chocs et disposeront de moins de sources de financement alternatives, ce qui les obligera à réduire davantage leur taux d'endettement et à renoncer à certains investissements. Pour les grandes

entreprises, il est plus difficile de savoir dans quelle mesure un désendettement alimenté par la demande opérera. Il existe deux grandes théories concernant la structure de capital optimale des entreprises, la théorie de l'arbitrage (*trade-off*) et la théorie de la hiérarchie des préférences (*pecking order*), seule la première permettant un désendettement alimenté par la demande. Selon ce modèle de l'arbitrage, les entreprises définissent leur structure de capital optimale en sopesant les coûts et les avantages marginaux qu'il y a à augmenter le financement par endettement. Tant que les avantages, par exemple sur le plan de l'économie d'impôt que permet le financement par endettement, sont plus importants que le coût de la détresse financière (*cost of distress*), par exemple sous la forme d'un risque accru de défaut de paiement, les entreprises continuent de financer leurs projets d'investissement rentables par apport de fonds de tiers. Toutefois, si la situation économique se détériore et/ou si le taux d'endettement menace de dépasser le niveau optimal (autrement dit, si le coût de la détresse financière perçu prime sur les avantages d'un endettement accru), les entreprises vont amorcer un processus de désendettement, alimenté par la demande. Selon le modèle alternatif de la hiérarchie des préférences, il n'y a toutefois pas de place pour un désendettement alimenté par la demande, parce que, en raison du problème d'asymétrie de l'information, les entreprises marquent une nette préférence en matière de sources de financement, quel que soit le niveau de leur taux d'endettement. Les entreprises préfèrent, dans toute la mesure du possible, financer d'abord leurs investissements en utilisant les ressources internes. Leur préférence va ensuite au financement par endettement, et ce n'est qu'en dernier ressort qu'elles recourent à l'émission d'actions. La littérature empirique n'offre toutefois pas de réponse convaincante à la question de savoir laquelle de ces deux théories prime, et l'on peut en conclure que, même dans le cas de grandes sociétés non financières, il y a lieu de tenir compte de la possibilité d'un désendettement alimenté par la demande qui pèsera sur les investissements des entreprises.

Quant au désendettement alimenté par l'offre, il opère bel et bien autant à l'égard des sociétés non financières que des ménages, mais l'incidence sur les investissements des entreprises en sera vraisemblablement moindre. En effet, si le taux d'endettement des sociétés non financières devient excessif, les prêteurs réagiront non seulement en augmentant les marges, mais également en resserrant les autres conditions d'octroi de crédits : c'est ainsi qu'ils pourront décider, par exemple, de limiter l'échéance ou l'ampleur du crédit, ou de demander davantage de garanties aux entreprises, induisant de ce fait une contraction de l'octroi de crédits. Cet affaiblissement de l'offre de crédits va peser plus particulièrement sur les investissements des PME, celles-ci n'ayant, à l'instar des ménages, que très peu de

choix quant aux sources de financement. En revanche, l'incidence sur les investissements des sociétés non financières de plus grande taille et financièrement plus solides sera probablement moindre, ces dernières pouvant au besoin recourir à l'émission d'obligations ou d'actions, surtout si le resserrement du crédit est dû principalement à une crise bancaire, et que c'est donc surtout le secteur bancaire qui est à l'origine du *credit crunch*.

Enfin, la baisse des cours de bourse pendant la phase de *bust* exercera également une influence négative plus directe sur les investissements des entreprises, puisqu'il sera alors plus avantageux de racheter des entreprises que d'en créer de nouvelles (Brainard et Tobin, 1968).

Il est plus difficile de trouver des preuves empiriques globales concernant l'incidence du désendettement sur les investissements des entreprises. Pour la zone euro, Buca et Vermeulen (2012) trouvent des preuves indirectes d'un *bank credit crunch* en 2009. Ils concluent que ce sont surtout les entreprises plus dépendantes du crédit bancaire qui ont réduit leurs investissements en 2009 : le taux d'investissement des petites et moyennes entreprises diminue en moyenne de 4,6 points de pourcentage si le taux d'endettement bancaire augmente de 10 points de pourcentage, à taux d'endettement total constant. Pour l'Italie, Gaiotti (2013) conclut que les entreprises confrontées à une limitation de l'offre de crédits réduisent leurs investissements de 10 à 15 % en moyenne. Mais en phases de récession, cet effet est presque deux fois plus important, les entreprises étant en ce cas réduites à un choix plus limité d'autres sources de financement.

## 2. Évolution et ampleur de l'endettement global

### 2.1 Dynamique de la dette en Belgique et dans la zone euro

#### 2.1.1 Historique

Sur la base de séries à long terme, la plupart des économies de la zone euro se sont caractérisées, au cours des trois dernières décennies, par une accumulation marquée de la dette et un accroissement sensible du taux d'endettement. Le graphique 2 illustre cette évolution, pour la Belgique à partir de 1980 et pour la zone euro à partir de 1999. Dans l'ensemble de la zone euro, l'endettement brut global consolidé<sup>(1)</sup> du

(1) Sauf mention contraire, le présent article utilise pour chaque pays et chaque secteur institutionnel le taux d'endettement brut consolidé, calculé comme la dette brute consolidée exprimée en pourcentage du PIB nominal annuel (cf. l'encadré 1 pour davantage d'informations).

secteur privé et du secteur public non financier est passé de 173 % du PIB au début de 1999 à 233 % du PIB à la fin de 2012 et se situe ainsi à son niveau le plus haut depuis la création de l'UEM. L'endettement brut de l'ensemble du secteur non financier en Belgique (249 % du PIB à la fin de 2012) se situe également à un niveau historiquement élevé.

La hausse notable de la dette agrégée au cours des dernières décennies n'est pas propre aux économies de la zone euro, elle a été observée également à l'échelon international. Pour un groupe de 18 économies avancées, Cechetti et al. (2011) constatent que, en moyenne, le taux d'endettement global a quasiment doublé depuis le début des années 1980. La trajectoire d'endettement exacte et la répartition entre secteur privé et administrations publiques diffèrent néanmoins d'un pays à l'autre.

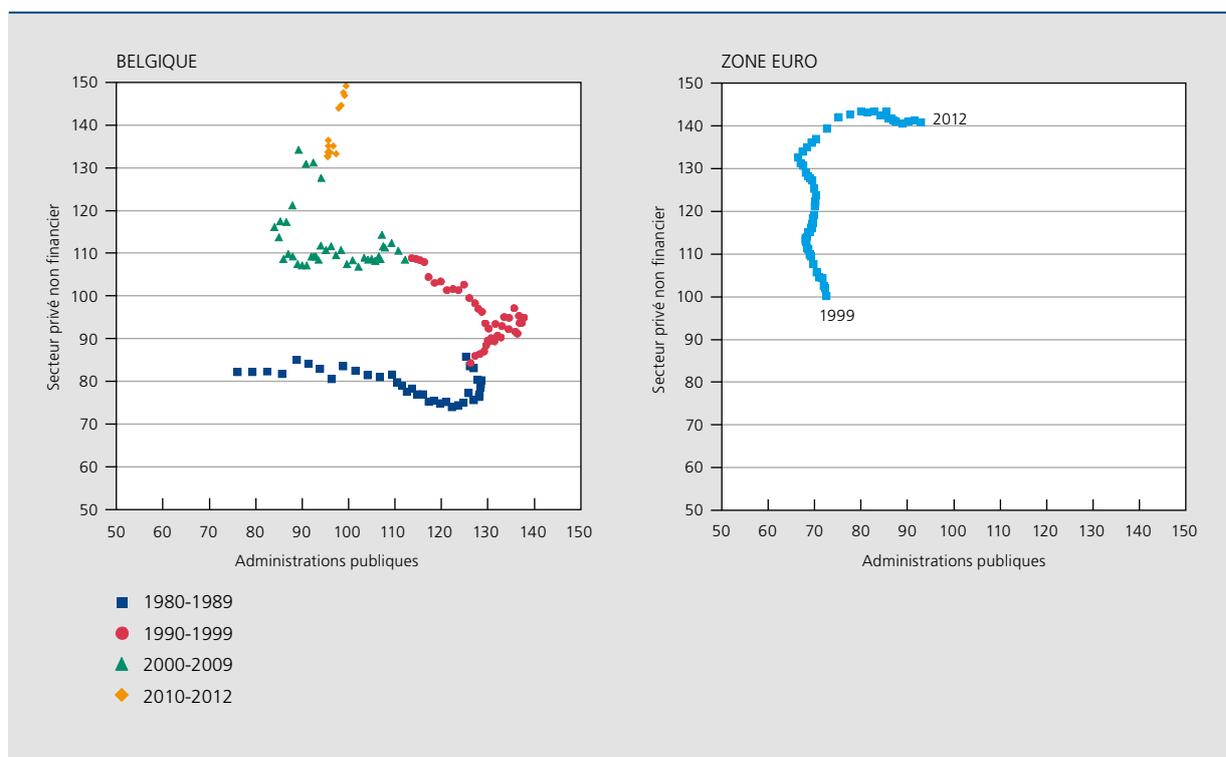
En Belgique, l'on observe une hausse généralisée du taux d'endettement par rapport à 1980, pour le secteur public comme pour le secteur privé non financier. La progression du taux d'endettement n'a toutefois pas été continue et des périodes d'augmentation ont alterné avec des périodes durant lesquelles soit le taux d'endettement du secteur privé s'est stabilisé, soit celui du secteur public a été réduit.

Au cours de la décennie écoulée, c'est principalement dans le secteur privé que la dette a augmenté. Le taux d'endettement du secteur privé non financier belge a enregistré à partir de 1980 une hausse significative de quelque 65 points de pourcentage du PIB, qui s'est réalisée essentiellement en deux phases: une progression de 25 points de pourcentage du PIB durant les années 1990, et une seconde phase, principalement depuis la deuxième moitié des années 2000, durant laquelle le taux d'endettement a grimpé de 40 points de pourcentage du PIB pour atteindre un sommet de 149 % du PIB à la fin de 2012. Après une longue période de désendettement, retombant du pic de 138 % du PIB à la fin de 1993 au niveau de 84 % du PIB à la fin de 2007, la dette publique se trouve à nouveau sur une trajectoire haussière en raison de la crise financière et a atteint, à la fin de 2012, 99,8 % du PIB. La période la plus récente (depuis le début de la crise financière en 2007) se caractérise ainsi par un gonflement de la dette tant privée que publique.

S'agissant de la zone euro, pour laquelle les données ne sont disponibles que depuis 1999, l'on constate, tout comme en Belgique, qu'au cours de la dernière décennie, la hausse de l'endettement a principalement concerné le

## GRAPHIQUE 2 TRAJECTOIRE D'ENDETTEMENT EN BELGIQUE ET DANS LA ZONE EURO

(taux d'endettement brut consolidé, en pourcentage du PIB)



Sources: CE, BCE, BNB.

secteur privé non financier. Le taux d'endettement de ce secteur a grimpé de plus de 40 points de pourcentage du PIB depuis 1999, passant de quelque 100 % du PIB à un maximum de 144 % du PIB à la mi-2010. Contrairement à la Belgique, toutefois, l'on observe depuis lors une légère tendance baissière du taux d'endettement du secteur privé non financier, alors que celui du secteur public continue de progresser. Ce schéma, dans lequel l'on observe, à la suite d'une crise financière, un processus de désendettement progressif dans lequel le secteur privé est le premier à réduire son endettement – souvent au prix d'un endettement du secteur public –, le secteur public ne se mettant au désendettement que dans un second temps, n'est pas inhabituel (McKinsey Global Institute, 2012). Depuis la crise financière, la dette publique s'est sensiblement accrue, tout comme en Belgique, notamment sous l'effet de l'action des stabilisateurs automatiques, d'une série de mesures contracycliques et du soutien du secteur financier pendant la crise. La dette publique de la zone euro a ainsi augmenté de 26 points de pourcentage du PIB, passant de 66,4 % du PIB à la fin de 2007 à 92,7 % à la fin de 2012<sup>(1)</sup>.

Pour expliquer la tendance haussière du taux d'endettement dans la plupart des économies au cours des dernières décennies, un facteur souvent cité est l'accès facilité au crédit, sous l'effet stimulant des innovations financières. Par ailleurs, la dette s'est accumulée sur fond de primes de risque peu élevées et de tendance à la baisse des taux d'intérêt réels, de sorte que la capacité de contracter de nouvelles dettes s'est accrue. Enfin, certains facteurs fiscaux ont également joué un rôle, les charges d'intérêts bénéficiant souvent d'un régime plus favorable, adopté au fil des années par certains pouvoirs publics, tant en faveur des entreprises que des ménages, en particulier en matière de crédit hypothécaire.

### 2.1.2 Accélération de l'endettement dans la zone euro

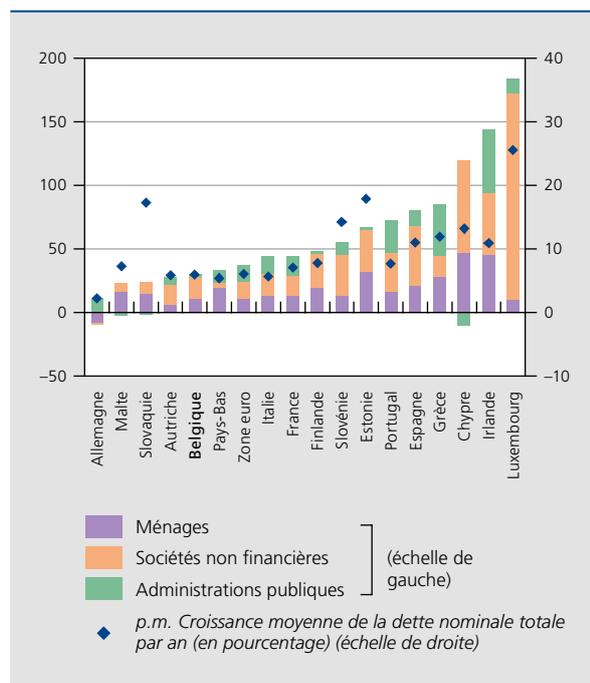
Même si l'endettement observé au cours de la dernière décennie en Belgique et dans la zone euro s'est inscrit dans une tendance qui s'était amorcée à un stade antérieur, le rythme de l'accumulation de la dette s'est considérablement accéléré durant la seconde moitié des années 2000, essentiellement dans le secteur privé non financier. L'ampleur de cette évolution a néanmoins été très différente d'un pays à l'autre. Le graphique 3 illustre

l'augmentation de l'endettement dans les secteurs public et privé au cours de la période comprise entre 2005 et la mi-2010. Ensuite, l'accumulation de la dette s'est réduite pour l'ensemble de la zone euro, grâce au secteur privé, qui a même connu un recul de son taux d'endettement, comme expliqué à la section 4 du présent article.

L'accroissement rapide du taux d'endettement durant la période comprise entre 2005 et la mi-2010 est imputable à une accumulation « active », c'est à dire que la dette nominale a affiché un pourcentage de croissance nette plus élevé que le PIB nominal. La dette nominale totale a augmenté en moyenne de 6,1 % par an dans la zone euro, contre 2,5 % pour le PIB nominal. Cette période constitue donc une phase haussière prononcée du cycle financier, la plupart des économies de la zone euro affichant une augmentation considérable de l'endettement. Pour les ménages et les entreprises non financières, l'endettement actif s'est opéré sur fond de conditions d'octroi de crédit attractives, d'innovations financières, de hausse des prix de l'immobilier résidentiel et, dans certains cas aussi, de facteurs fiscaux et institutionnels favorables.

**GRAPHIQUE 3 ENDETTEMENT AU COURS DE LA PÉRIODE COMPRISE ENTRE 2005 ET LA MI-2010<sup>(1)</sup>**

(variation du taux d'endettement brut consolidé, en pourcentage du PIB, sauf mention contraire)



Sources : CE, BCE, BNB.

(1) Les pays sont classés en fonction de la variation du taux d'endettement brut total consolidé du secteur non financier.

(1) Ce chiffre est aussi influencé par l'octroi croissant des crédits entre les différentes administrations publiques centrales dans la zone euro dans le cadre de la crise financière. Eurostat publie pour l'agrégat de la zone euro également un chiffre duquel ce financement est déduit (90,6 % du PIB, à la fin de 2012). Dans le présent article, la dette publique de la zone euro inclut le financement entre les États membres afin d'assurer la comparabilité avec les chiffres de la dette publique des États membres, ainsi qu'avec les agrégats de l'endettement des autres secteurs institutionnels de la zone euro (qui ne font pas non plus l'objet d'une consolidation entre États membres).

L'endettement a été soutenu, en particulier à l'approche de la crise financière, par une forte croissance de l'octroi de crédits bancaires, dopée de surcroît, dans un environnement de taux d'intérêt affaiblis, par le jeu de l'accélérateur financier (cf. section 1). La hausse des prix de l'immobilier a, avec d'autres facteurs, alimenté l'octroi de crédits aux ménages, sur le plan tant de l'offre que de la demande. S'agissant de la demande, la nécessité de faire face à l'envol des prix a incité les emprunteurs à s'endetter pour des montants toujours plus importants, induisant au niveau de l'offre une contraction des marges, un assouplissement en matière de quotité empruntable, et des possibilités d'échéances plus longues, comme le montre l'enquête sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro durant cette période (s'agissant de l'importance des critères d'octroi de crédit pour la croissance du crédit, cf. Hempell et Kok Sørensen, 2010). De plus, le renchérissement de l'immobilier a masqué quelque peu la progression relative de l'endettement par rapport à l'ensemble des actifs, de sorte que l'endettement a pu se poursuivre sans accroissement caractérisé des primes de risque. L'octroi de crédits aux entreprises a été influencé par des facteurs similaires, et notamment par les estimations favorables de l'activité économique et des garanties réelles.

C'est généralement dans les pays périphériques que la hausse de l'endettement la plus importante a été observée au cours de la période comprise entre 2005 et la mi-2010, ce qui a renforcé considérablement leur vulnérabilité aux chocs. Différentes études empiriques (par exemple McKinsey Global Institute, 2010) montrent à cet égard l'importance du rythme auquel les dettes s'accumulent, notamment parce qu'un rythme élevé d'endettement accroît le risque d'acquiescer des actifs de plus mauvaise qualité et coïncide généralement avec un climat d'indulgence en matière d'octroi de crédits (augmentation de l'endettement du secteur financier) et/ou des flux de capitaux instables.

Au cours de cette période, si l'on excepte l'Allemagne, la dette dans la zone euro a augmenté principalement dans le secteur privé non financier (+24 points de pourcentage du PIB), et pas autant dans le secteur public (+13 points de pourcentage du PIB), dont le taux

d'endettement n'a décollé qu'en fin de période. En chiffres moyens pour la zone euro, la progression de l'endettement du secteur privé non financier au cours de la période comprise entre 2005 et la mi-2010 s'est répartie de manière à peu près égale entre les ménages et les sociétés non financières. En Belgique, durant la même période, l'endettement des sociétés non financières a enregistré une hausse un peu plus prononcée que celle des ménages.

La Belgique n'a pas échappé à l'accélération de l'endettement: sa progression, tant pour les ménages que pour les entreprises non financières, a même été un peu plus forte que dans la zone euro. Outre les évolutions sur le marché de l'immobilier et les critères d'octroi de crédit, une série de facteurs spécifiques d'ordres fiscal et institutionnel ont également joué un rôle dans l'évolution de l'endettement en Belgique.

L'endettement des ménages belges (cf. graphique 4), notamment à partir de 2005, est essentiellement imputable, comme dans la zone euro, à la forte hausse de l'octroi de crédits hypothécaires et des prix des logements. Cette augmentation a coïncidé par ailleurs avec l'instauration de plusieurs réformes fiscales (qui ont été autant d'incitants). Un nouveau traitement fiscal des crédits hypothécaires, instauré en 2005, a mené, depuis, à un avantage plus transparent, le « bonus logement ». De plus, à partir de 2009, dans le cadre du « plan de relance », un certain nombre d'incitants fiscaux ont été instaurés en faveur des investissements économiseurs d'énergie (« crédits verts »). De 2009 à 2011 inclus, lorsqu'il a été largement mis fin à ces mesures, ce régime a induit une augmentation notable du nombre de crédits destinés à la rénovation. Mais la progression du taux d'endettement des ménages ne s'en est pas moins poursuivie après cette période, tout comme la hausse des prix des logements.

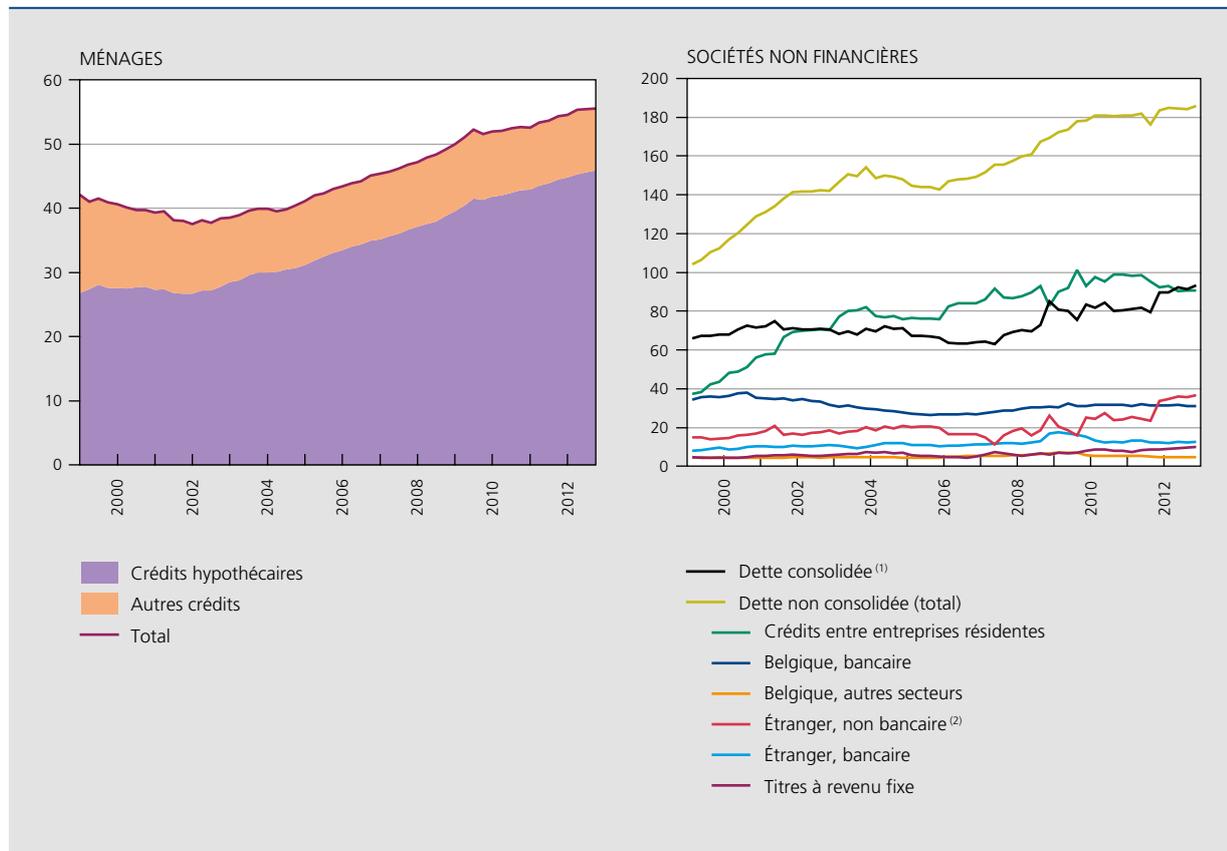
Dans les autres pays également, l'accroissement de l'endettement ainsi que le niveau d'endettement des ménages sont déterminés dans une certaine mesure par des facteurs institutionnels et fiscaux. Ainsi, le gonflement considérable des dettes des ménages néerlandais à l'approche de la crise est en partie imputable à un régime fiscalement avantageux pour les propriétaires/emprunteurs<sup>(1)</sup>.

L'endettement des entreprises belges (cf. graphique 4) est aussi déterminé en partie par plusieurs facteurs spécifiques imputables à l'environnement fiscal. Ainsi, l'on observe en Belgique des flux de financement considérables entre sociétés non financières, en raison des activités de holdings non financiers et de sociétés de financement de multinationales

(1) La charge d'intérêts d'un emprunt hypothécaire aux Pays-Bas peut être déduite sur une période allant jusqu'à 30 ans. En outre, en 2010, plus de la moitié des crédits hypothécaires en cours aux Pays-Bas étaient des emprunts hypothécaires dits « sans remboursement » (*aflossingsvrije hypotheek*) (DNB, 2011), c'est à dire que pendant la durée du prêt, l'emprunteur ne supporte que les charges d'intérêts, le principal ne devant être remboursé qu'à la fin du crédit. En outre, le marché néerlandais se caractérisait, tout comme le marché irlandais, par la possibilité du « *home equity withdrawal* », en vertu duquel les éventuelles plus-values sur l'habitation découlant d'une hausse des prix des logements pouvaient être empruntées en surplus. Plusieurs de ces régimes ont toutefois été supprimés depuis la crise. Ainsi, il a été décidé dans le Programme de stabilité des Pays-Bas d'avril 2012 de limiter, à partir du 1<sup>er</sup> janvier 2013, la déduction d'intérêts aux crédits hypothécaires remboursés dans leur intégralité au moins suivant un schéma d'annuités, à savoir des crédits hypothécaires prévoyant un remboursement périodique constant, recouvrant le capital et les charges d'intérêts.

#### GRAPHIQUE 4 DETTES DES MÉNAGES ET DES SOCIÉTÉS NON FINANCIÈRES EN BELGIQUE SELON LE TYPE

(en pourcentage du PIB)



Source : BNB.

(1) Dette non consolidée diminuée du financement reçu des entreprises résidentes sous la forme de crédits ou de titres à revenu fixe.

(2) Comprend les crédits octroyés par des entreprises étrangères à des entreprises belges.

qui sont installés en Belgique. Ces sociétés ont été précédemment attirées par les avantages fiscaux dont bénéficiaient les centres de coordination, et, depuis 2006, par les « intérêts notionnels ». Bien que ce soit essentiellement le concept de dette non consolidée qui en subisse l'incidence (par le jeu du financement entre sociétés non financières résidentes, qui est intégré au concept de dette non consolidée et était estimé à 93 % du PIB à la fin de 2012), le concept consolidé en perçoit également l'influence dans la mesure où le financement s'effectue d'une entreprise non résidente à une entreprise résidente. Depuis 2005, les crédits octroyés par des entreprises étrangères liées à des entreprises en Belgique ont augmenté d'environ 17 points de pourcentage du PIB, pour atteindre 37 % du PIB à la fin de 2012, ce qui explique la plus grande partie de la progression du taux d'endettement consolidé, qui a été de 26 points de pourcentage du PIB, au cours de cette période.

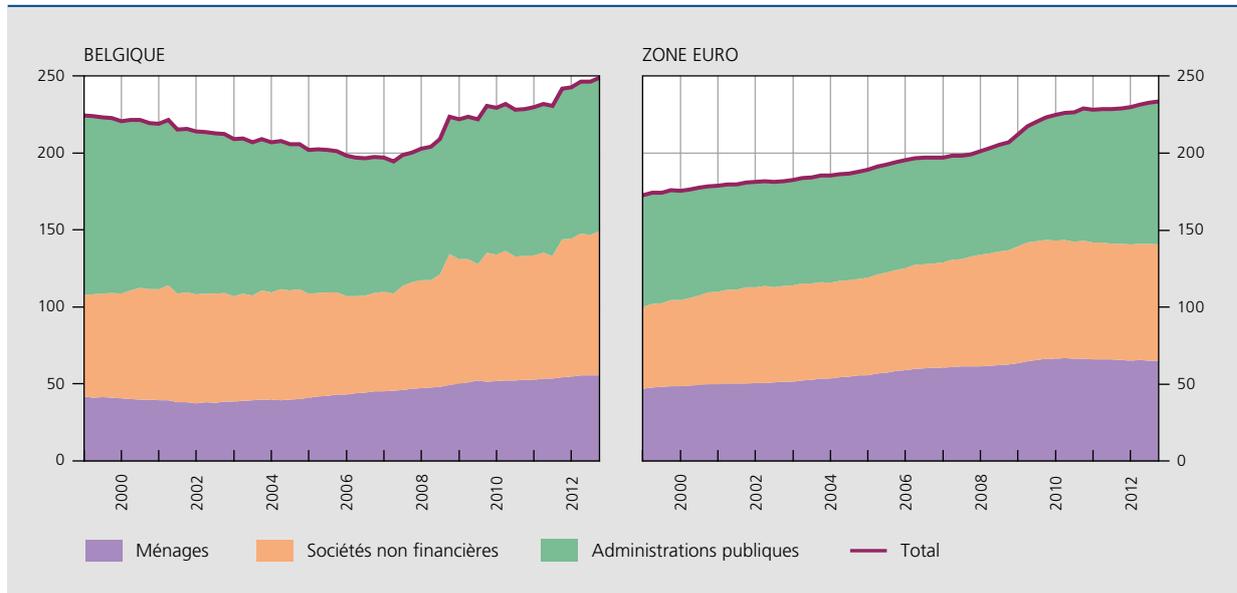
Plutôt que de s'expliquer par une demande de financement effective des entreprises, cet endettement trouve donc son

origine dans des flux financiers visant une optimisation fiscale. Il est dès lors préférable d'estimer l'évolution sous-jacente de l'endettement sur la base d'un concept de dette qui ne soit pas ou ne soit que peu influencé par ces opérations de financement spécifiques entre entreprises, comme par exemple sur la base de l'octroi de crédits bancaires. Depuis 2005, ces derniers n'ont augmenté que de 6 points de pourcentage du PIB, à 44 % du PIB, alors que le taux d'endettement non consolidé et consolidé des sociétés non financières a progressé de respectivement 41 et 26 points de pourcentage du PIB, pour s'établir à 186 et 93 % du PIB.

#### 2.2 Niveau d'endettement et hétérogénéité au sein de la zone euro

En raison de l'accroissement de la dette dans le secteur privé non financier et par la suite également dans le secteur public, le taux d'endettement agrégé dans la zone euro et

**GRAPHIQUE 5 TAUX D'ENDETTEMENT BRUT CONSOLIDÉ DU SECTEUR NON FINANCIER<sup>(1)</sup>: ÉVOLUTION**  
(en pourcentage du PIB)

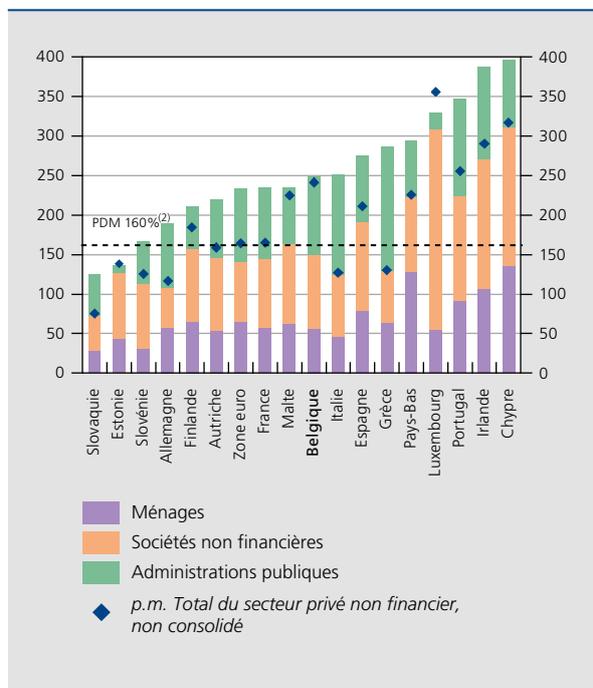


Sources: CE, BCE, BNB.

(1) Données jusqu'au quatrième trimestre de 2012 inclus. Données trimestrielles pour le taux d'endettement du secteur privé non financier. Données annuelles pour la dette publique (en fin de période), interpolées de manière linéaire sur une base trimestrielle.

**GRAPHIQUE 6 TAUX D'ENDETTEMENT BRUT CONSOLIDÉ DU SECTEUR NON FINANCIER: COMPARAISON INTERNATIONALE<sup>(1)</sup>**

(en pourcentage du PIB, à la fin de 2012)



Sources: CE, BCE, BNB.

(1) Les pays sont classés en fonction du taux d'endettement brut consolidé global du secteur non financier.

(2) Seuil que la CE utilise dans la PDM pour évaluer le niveau d'endettement non consolidé du secteur privé non financier.

dans la plupart des États membres a atteint un sommet historique (cf. graphique 5). Le taux d'endettement global du secteur non financier a grimpé de 173 % du PIB au début de 1999 à 233 % à la fin de 2012 dans la zone euro et de 224 à 249 % du PIB en Belgique. Comme pour la hausse de l'endettement, le niveau d'endettement varie toutefois notablement d'un pays à l'autre ainsi qu'en fonction du secteur.

Une comparaison internationale montre que le taux d'endettement du secteur privé non financier affiche des valeurs très divergentes (cf. graphique 6). À la fin de 2012, ce taux variait de 73 % du PIB en Slovaquie à 311 % à Chypre. La répartition du taux d'endettement entre les entreprises et les ménages est également hétérogène. Comme dans la zone euro, le taux d'endettement des ménages est, dans la plupart des pays, inférieur à celui des sociétés non financières. Toutefois, aux Pays-Bas et en Allemagne, l'endettement des ménages dépasse celui des sociétés. En Belgique, le taux d'endettement des ménages est inférieur au niveau moyen de la zone euro et celui des sociétés non financières lui est légèrement supérieur.

À la fin de 2012, le niveau d'endettement consolidé du secteur privé non financier en Belgique (149 % du PIB) se situait, dans un contexte international, à un niveau proche de la moyenne de la zone euro (141 % du PIB).

Le niveau d'endettement du secteur privé dépend toutefois largement de la définition que l'on en donne. Ainsi, la Belgique se caractérise tout particulièrement par une différence notable entre le taux d'endettement non consolidé du secteur privé non financier (241 % du PIB à la fin de 2012) et son taux d'endettement consolidé (149 % du PIB). Cette différence est également importante dans le cas du Luxembourg. Comme expliqué plus haut, cette différence reflète pour l'essentiel l'ampleur du financement entre entreprises résidentes. L'encadré 1 explique le concept d'endettement consolidé utilisé dans le présent article et en précise les différences par rapport à d'autres définitions.

Lorsque l'on ajoute le niveau d'endettement des administrations publiques à celui du secteur privé, la conclusion d'une grande hétérogénéité entre pays subsiste. La variation du taux d'endettement global à la fin de 2012 va de 125 % du PIB en Slovaquie à 397 % du PIB à Chypre. Par rapport au classement des pays en fonction de leur dette privée, plusieurs pays, dont la Belgique, voient leur position relative se dégrader lorsque leur dette publique

élevée est prise en compte. Les pays affichant une dette publique importante sont suffisamment connus. Au sein de la zone euro, la Grèce, l'Italie, le Portugal, l'Irlande et la Belgique présentaient, à la fin de 2012, le taux d'endettement public le plus lourd. Seuls cinq des 17 États membres (l'Estonie, le Luxembourg, la Slovaquie, la Finlande et la Slovénie) affichaient un taux d'endettement des administrations publiques inférieur au critère de Maastricht de 60 % du PIB.

Le classement des pays nous apprend que ceux qui se sont avérés vulnérables durant la crise financière font généralement également partie de ceux qui présentent les taux d'endettement agrégés les plus élevés. Les pays qui ont été considérés comme stables durant la crise, telles l'Allemagne et la Finlande, affichent quant à eux un taux d'endettement contenu. Toutefois, le niveau du taux d'endettement brut n'est pas nécessairement assez discriminant, dans la mesure où la vulnérabilité financière d'un pays, et par conséquent le caractère soutenable de sa dette, sont aussi déterminés par toute une série d'autres facteurs, comme il appert à la lecture de la section 3 du présent article.

## Encadré 1 – Concepts d'endettement et définitions

Le niveau du taux d'endettement dépend grandement de la définition utilisée. Il en va de même pour la position relative d'un pays et pour les messages politiques qui y sont associés, comme le montre une comparaison du niveau d'endettement du secteur privé non financier entre la Belgique et la zone euro, réalisée à partir de quatre mesures :

- la dette brute non consolidée, en pourcentage du PIB ;
- la dette brute consolidée, en pourcentage du PIB ;
- la dette brute non consolidée, en pourcentage des actifs financiers ;
- les engagements financiers nets, en pourcentage du PIB.

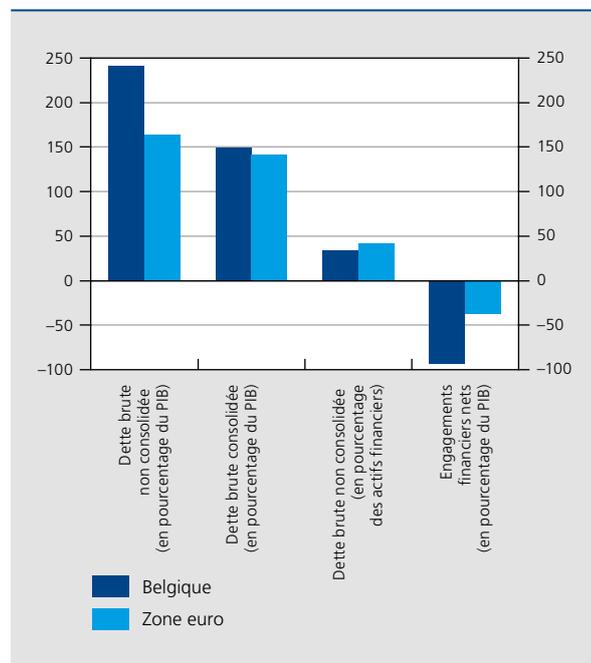
Sur la base de l'indicateur d'endettement le plus couramment utilisé dans les analyses internationales, à savoir la dette brute non consolidée en pourcentage du PIB, la position financière du secteur privé non financier belge paraît fragile : le taux d'endettement est ressorti à 241 % du PIB à la fin de 2012, contre 164 % du PIB dans la zone euro, et dépasse ainsi largement le seuil de 160 % du PIB, au-delà duquel il existe, selon la PDM, des indications d'un déséquilibre macroéconomique.

Toutefois, sur la base du taux d'endettement brut consolidé, l'endettement du secteur privé non financier belge est comparable à celui de la zone euro (149 et 141 % du PIB respectivement). La différence entre les taux d'endettement non consolidé et consolidé correspond au financement entre entités d'un même secteur institutionnel résident (comme l'octroi de crédits entre entreprises). Ce financement est particulièrement élevé en Belgique (93 % du PIB), en raison notamment de la forte présence de holdings non financiers et de sociétés de financement de multinationales. Dans la zone euro, l'écart entre les deux concepts d'endettement s'est limité à 23 % du PIB à la fin de 2012. Bien que le taux d'endettement consolidé ne figure pas dans le tableau de bord des onze indicateurs de la PDM, il fait office d'indicateur « alternatif », que la Commission européenne utilise parmi d'autres critères pour procéder à son évaluation finale. Dans son dernier bilan approfondi de la Belgique (CE, 2013), la Commission européenne ne juge par conséquent pas l'endettement du secteur privé comme étant déséquilibré.



### NIVEAU D'ENDETTEMENT DU SECTEUR PRIVÉ NON FINANCIER<sup>(1)</sup> SELON DIFFÉRENTES DÉFINITIONS

(fin 2012)



Sources : CE, BCE, BNB.

(1) Ménages et sociétés non financières.

Si la dette brute non consolidée est exprimée en pourcentage du total des actifs financiers, la Belgique fait même mieux que la zone euro. La raison en est que le volume des actifs financiers du secteur privé est nettement plus important en Belgique (719 % du PIB) que dans la zone euro (389 % du PIB). L'ampleur de ces actifs (non consolidés) tient notamment au volume d'épargne structurellement plus élevé et, dans une large mesure, aux créances réciproques entre sociétés non financières résidentes (218 % du PIB en Belgique). Il s'agit donc à nouveau de considérer les relations financières entre entreprises. L'augmentation du passif (soit par endettement, soit par fonds propres) induite par ces relations gonfle les créances du secteur des entreprises dans la redistribution de ces flux vers d'autres entreprises ou vers la société mère (par exemple sous la forme de crédits). Ainsi, cette mesure du levage applique une sorte de consolidation (puisque une partie des relations financières entre entreprises figure tant au dénominateur qu'au numérateur). Cependant, cette mesure est généralement plus volatile que les taux d'endettement exprimés en pourcentage du PIB, compte tenu des fluctuations des prix des actifs financiers.

Si l'on utilise l'endettement net, la position financière du secteur privé belge est in fine bien plus saine que celle de la zone euro, ce qui contraste singulièrement avec la conclusion tirée sur la base de la dette brute non consolidée<sup>(1)</sup>. L'endettement net est ici calculé comme étant la différence entre les engagements financiers totaux (y compris les actions ; le concept est donc plus large que les dettes) et les actifs financiers. Cet indicateur est négatif pour le secteur privé, ce qui correspond à un patrimoine financier net positif. Cela s'explique en Belgique par l'imposant patrimoine financier net des ménages, qui s'établissait à la fin de 2012 à 806 milliards d'euros, ou 214 % du PIB, soit la valeur la plus élevée de la zone euro.

(1) Concernant l'importance économique du taux d'endettement net par rapport au taux d'endettement brut, cf. Van Nieuwenhuyze (2013).



En sus de l'endettement du secteur privé non financier, c'est-à-dire des ménages (S14 et S15 selon la terminologie des comptes nationaux) et des sociétés non financières (S11), le présent article étudie également l'endettement des administrations publiques (S13). Il convient de noter que la distinction opérée entre les différents concepts d'endettement présente ici moins de pertinence. Compte tenu de l'importance limitée des créances réciproques et des actifs financiers détenus par les administrations publiques, les différences entre les concepts d'endettement non consolidé et consolidé<sup>(1)</sup> ainsi qu'entre les endettements brut et net sont moins marquées que pour le secteur privé.

Enfin, il faut remarquer que l'endettement total de l'économie est défini dans le présent article comme se rapportant aux ménages, aux sociétés non financières et aux administrations publiques, et que cet agrégat ne comprend donc pas l'endettement du secteur financier. Ce dernier étant exclusivement un intermédiaire, son endettement ne résulte en effet pas d'un investissement final propre, mais bien de ceux des autres secteurs. Toutefois, la situation bilancielle du secteur financier, comme la crise l'a d'ailleurs montré, revêt une grande importance pour les développements macroéconomiques. D'une part les administrations publiques ont procédé à des injections de capitaux afin de renforcer la position bilancielle des banques, ce qui a gonflé l'endettement public. D'autre part, la position bilancielle du secteur financier, par l'impact qu'elle a sur l'intermédiation financière, peut exercer une force incidence sur l'évolution de la dette des secteurs non financiers, comme l'explique la section 4 du présent article consacrée au désendettement.

(1) La consolidation de la dette publique est effectuée, tout comme pour le taux d'endettement consolidé des autres secteurs, par rapport au secteur résident propre. En ce qui concerne l'agrégation au niveau de l'ensemble de la zone euro, le présent article n'applique pas de consolidation des prêts des différents États membres entre eux. Ainsi, l'endettement public de la zone euro inclut le financement entre les différentes administrations publiques centrales.

### 3. Soutenabilité de l'endettement

Étant donné l'accélération du taux d'endettement et son niveau historiquement élevé, la vraisemblance d'un processus de désendettement long et significatif a augmenté dans la zone euro. La crise financière témoigne en effet de la mise à mal de la soutenabilité de l'endettement, qui, comme le montre la section 1, peut déboucher sur diverses formes de désendettement (alimentées par l'offre et/ou la demande). L'hétérogénéité des situations d'endettement des différents pays et secteurs de la zone euro, illustrée à la section 2 du présent article, fait apparaître que la soutenabilité de l'endettement (et donc la probabilité de désendettement) varie d'un pays à l'autre ainsi qu'en fonction du secteur.

La présente section évalue dès lors, par pays, la soutenabilité de l'endettement actuel (sur la base des données jusqu'à la fin de 2012) pour les trois secteurs non financiers, à savoir les ménages, les sociétés non financières et les administrations publiques, et ce tant indépendamment que conjointement. Cette analyse permet également d'obtenir une indication des pays et des secteurs où la nécessité d'un assainissement du bilan est la plus criante.

La soutenabilité est un concept complexe, qui ne fait pas l'objet d'un consensus quant à sa définition et à sa mesurabilité (cf. Wyplosz, 2007). Il lui manque notamment une définition univoque du niveau d'équilibre du taux d'endettement, surtout pour le secteur privé. C'est pourquoi il est indiqué d'adopter une approche multidimensionnelle de la soutenabilité, par le recours à des variables multiples<sup>(1)</sup>. L'étude du McKinsey Global Institute (2010) pointe une série de sous-indicateurs permettant d'appréhender la soutenabilité de l'endettement :

- Le niveau du taux d'endettement et ses composantes : un taux d'endettement élevé en comparaison de pays ou de secteurs similaires, ou par rapport à un seuil absolu, peut être le signe d'un niveau d'endettement excessif. À titre d'exemple, la PDM se base, pour le secteur privé non financier, sur un seuil de 160 % du PIB pour le taux d'endettement non consolidé, seuil au-delà duquel le niveau d'endettement est jugé excessif (il s'agit de l'un des onze indicateurs permettant

(1) Il convient de souligner par ailleurs que la soutenabilité de l'endettement des administrations publiques fait l'objet d'analyses régulières (cf. notamment BCE (2011) et les évaluations annuelles effectuées par la CE (2012), contrairement à celle du secteur privé. Balassone et al. (2011) passent en revue différentes méthodes pouvant être appliquées à la dette publique.

d'identifier des déséquilibres macroéconomiques). En ce qui concerne le taux d'endettement des administrations publiques, le seuil utilisé depuis le traité de Maastricht est de 60 % du PIB. L'existence de ces seuils – pas nécessairement identiques – pour le taux d'endettement des secteurs non financiers est également avancée par plusieurs études empiriques (par exemple Cecchetti et al., 2011). Il faut toutefois se garder de généraliser à l'excès ces valeurs (cf. également Egert, 2012), comme le souligne l'encadré 1 pour le cas spécifique du secteur privé belge. Il est préférable de tenir également compte de facteurs institutionnels et structurels lorsque l'on compare les taux d'endettement de chaque pays à ces seuils<sup>(1)</sup>;

- La progression du taux d'endettement: une croissance particulièrement forte, par rapport à la tendance historique ou en comparaison de pays similaires (par exemple Jordà et al., 2011), peut indiquer une expansion du crédit trop rapide, induisant le risque d'acquisitions d'actifs de moindre qualité.
- La composition de la dette: la sensibilité des secteurs à leur endettement dépend également de la structure de la dette, sur le plan des échéances (longues ou courtes), du caractère variable ou fixe des taux, de la nature des contreparties et des devises en jeu. De manière générale, les échéances longues sont considérées comme moins risquées qu'un volume important de dettes à court terme (risque de report). Il en va de même pour les contrats à taux fixe, qui réduisent la sensibilité aux variations de taux par rapport aux taux d'intérêt variables (risque de taux), et pour les dettes libellées dans l'unité monétaire propre, qui limitent les risques de change. Enfin, une part importante de détention de la dette entre des mains étrangères peut être considérée comme un inconvénient dans un contexte de volatilité et d'instabilité des flux de capitaux (risque de *sudden stops*).
- La capacité de remboursement des secteurs: la capacité de remboursement est mesurée en fonction des revenus disponibles et/ou des gains. L'analyse de la charge de remboursement peut s'effectuer en se basant sur le total des remboursements en capital et des intérêts dus (*debt service burden*). Compte tenu du caractère lacunaire des données relatives aux remboursements en capital, l'on se borne dans bien des cas à analyser les charges d'intérêts (*interest rate burden*).

(1) Ainsi, si le secteur privé non financier en Belgique et au Luxembourg présente un taux d'endettement non consolidé relativement élevé, celui-ci est jugé tolérable dans la mesure où le taux d'endettement consolidé est nettement inférieur.

(2) Pour les administrations publiques, les charges d'intérêts (définition du SEC) sont exprimées en pourcentage du PIB. La proportion de dettes à court terme n'est pas considérée comme un indicateur de soutenabilité pour les administrations publiques, dans la mesure où la dette publique se compose généralement d'une large majorité de dettes à long terme.

(3) Cette appréciation ne tient cependant pas compte de facteurs exogènes à la situation financière, tels que l'évolution du marché de l'immobilier résidentiel, susceptibles, le cas échéant, de grever la situation financière en cas de revirement.

- La vulnérabilité des secteurs et les conditions marginales: la vulnérabilité peut être mesurée en fonction des variations des revenus ou par rapport aux variations des conditions de financement. Les secteurs présentant une volatilité relativement faible de leurs revenus et/ou une importante réserve d'actifs liquides sont moins sensibles aux récessions ou aux autres situations plus générales induisant une perte de revenus. Les secteurs disposant de réserves financières considérables ou d'un patrimoine financier net important peuvent donc, de manière générale, maintenir un niveau d'endettement brut plus élevé.

La carte thermique (*heat map*) présentée au tableau 1 synthétise les résultats de l'analyse de soutenabilité. Celle-ci a été rendue opérationnelle pour les secteurs non financiers respectifs au moyen de plusieurs indicateurs-clés mesurant la soutenabilité: le niveau et la variation du taux d'endettement brut consolidé, la ventilation de l'endettement en dettes à court terme (moins d'un an) et dettes à long terme (plus d'un an), les intérêts dus comparés au revenu disponible pour les ménages et à l'excédent brut d'exploitation pour les entreprises<sup>(2)</sup> et l'actif financier net des secteurs institutionnels. La carte thermique pointe, pour chaque indicateur de soutenabilité, les quatre pays présentant les meilleurs résultats (en vert) et les quatre pays présentant les résultats les plus médiocres (en orange) et classe les pays en fonction d'une évaluation générale de l'ensemble des indicateurs de soutenabilité.

Il ressort de ce tableau que les risques de soutenabilité dans le secteur des ménages coïncident généralement avec ceux des sociétés non financières. Par ailleurs, il apparaît aussi que la situation du secteur des administrations publiques est souvent un élément déterminant pour le classement général. Malgré les engagements financiers nets considérables des administrations publiques, la Belgique se classe parmi la moitié la plus forte des pays de la zone euro, ce qui s'explique principalement par la position financière relativement favorable des ménages et des entreprises. L'analyse de soutenabilité montre en effet qu'il n'y a pas de problèmes directs ni de nécessité de désendettement pour ces secteurs. En particulier, le secteur des ménages, présente de bons résultats<sup>(3)</sup>. S'agissant du secteur des entreprises non financières, la Belgique occupe une position relativement défavorable en ce qui concerne la proportion de prêts à court terme dans les crédits bancaires accordés aux sociétés non financières (ainsi que dans leur endettement total). Cette proportion élevée tient toutefois en grande partie aux activités des sociétés de gestion de trésorerie établies en Belgique, qui se financent essentiellement à court terme.

**TABLEAU 1 SOUTENABILITÉ DE L'ENDETTEMENT DU SECTEUR NON FINANCIER : CARTE THERMIQUE <sup>(1)</sup>**

	Ménages				Sociétés non financières				Administrations publiques					
	Niveau d'endettement (en % du PIB, 2012T4)	Variation de l'endettement (en points de pourcentage du PIB, 2005T1-2012T4)	Part de dettes à court terme <sup>(2)</sup> (en %, 2012T4)	Charges d'intérêts <sup>(3)</sup> (en %, 2011)	Actifs financiers nets (en % du PIB, 2012T4)	Niveau d'endettement (en % du PIB, 2012T4)	Variation de l'endettement (en points de pourcentage du PIB, 2005T1-2012T4)	Part de dettes à court terme <sup>(2)</sup> (en %, 2012T4)	Charges d'intérêts <sup>(3)</sup> (en %, 2011)	Actifs financiers nets (en % du PIB, 2012T4)	Niveau d'endettement (en % du PIB, 2012T4)	Variation de l'endettement (en points de pourcentage du PIB, 2005T1-2012T4)	Charges d'intérêts <sup>(3)</sup> (en % du PIB, 2011)	Actifs financiers nets (en % du PIB, 2012T4)
DE	59	-12	4,7	2,8	128	49	-4	16	12	-54	82	15	2,5	-51
AT	54	3	8,6	1,7	115	92	14	23	11	-77	73	9	2,6	-51
MT	63	19	8,0	-	173	101	9	21	-	-106	72	3	3,2	-52
SI	30	13	11,1	1,7	71	83	28	32	21	-120	54	27	2,1	-8
FR	57	16	3,3	1,9	140	88	21	19	24	-116	90	25	2,6	-70
BE	56	15	3,2	1,7	214	93	26	36	19	-121	100	6	3,5	-82
ES	80	14	3,8	2,9	84	111	31	20	17	-129	84	39	3,0	-61
EE	44	19	2,1	2,1	53	82	19	9	16	-140	10	5	0,2	33
NL	128	20	2,8	6,5	191	94	3	30	15	-38	71	19	1,8	-42
SK	29	19	9,0	1,5	38	45	7	37	6	-72	52	12	1,9	-25
FI	65	21	6,1	1,7	56	93	23	13	21	-104	53	9	1,4	55
IT	45	14	8,5	0,9	171	80	16	38	8	-110	127	23	5,4	-113
LU	55	10	4,0	2,4	75	254	180	37	55	-160	21	15	0,4	46
CY	136	53	9,6	3,5	113	175	85	24	9	-164	86	15	3,2	-54
EL	64	33	15,5	2,2	63	65	16	40	6	-82	157	58	5,0	-102
IE	106	31	3,7	3,1	84	163	51	28	13	-97	118	89	3,6	-84
PT	91	14	3,9	3,0	134	132	33	27	27	-169	124	60	4,4	-78

Sources: CE, BCE, BNB.

(1) Les positions respectives des pays dans le tableau reposent sur un classement par variable, chaque pays se voyant attribuer un score allant de « risque faible (=1) » à « risque élevé (=17) », qui correspond à la position qu'il occupe dans le classement. Les 4 pays obtenant les scores les plus bas sont indiqués en vert, les 4 pays obtenant les scores les plus hauts en orange. Les pays ont ensuite été classés par ordre croissant sur la base (i) du nombre de valeurs en orange et (ii) du score moyen des variables disponibles pour chaque pays. Le tableau reflète la valeur effective des variables et non le score obtenu.

(2) Il s'agit de la part des engagements à court terme (< 1 an) dans l'endettement brut total des ménages et dans l'encours des crédits accordés par des banques résidentes aux entreprises non financières.

(3) Les charges d'intérêts sont les remboursements d'intérêts sur l'ensemble de l'année 2011, dernières observations disponibles pour tous les pays, exprimés, pour les ménages et les sociétés non financières, en pourcentage respectivement du revenu disponible brut et de l'excédent brut d'exploitation pour l'année considérée. Pour ce qui est des administrations publiques, pour lesquelles des données sont disponibles pour l'année 2012, les remboursements d'intérêts (selon la définition du SEC) sont exprimés en pourcentage du PIB.

Le classement général des pays de la zone euro paraît logique à première vue, compte tenu de la vulnérabilité dont ont fait montre les différents pays durant la crise. L'Allemagne et l'Autriche se classent en tête, tandis que le Portugal, l'Irlande, la Grèce et Chypre ferment la marche. Les pays les plus faibles présentent des risques de soutenabilité à la fois dans le secteur privé non financier et dans le secteur public. Dans ces pays, la vraisemblance d'un assainissement général du bilan est donc relativement élevée.

Dans certains cas, l'analyse multidimensionnelle met en évidence des risques qui n'apparaîtraient pas si l'on considérait uniquement le niveau d'endettement. Ainsi, une grande partie de l'endettement des ménages grecs consiste en des dettes à court terme (15,5% de l'ensemble des dettes), ce qui indique que, bien que le niveau d'endettement des ménages grecs soit relativement faible, de sérieux risques potentiels de liquidité et de taux pourraient y être liés. À l'inverse, le taux d'endettement des ménages néerlandais est relativement élevé, mais ils disposent d'une quantité importante d'actifs financiers, ce qui réduit leur risque d'insolvabilité.

Comme aux Pays-Bas, la soutenabilité de l'endettement du secteur privé non financier en Belgique s'améliore nettement lorsque l'analyse se fonde sur les actifs financiers nets (ce que l'encadré 1 met également en évidence), en particulier pour les ménages<sup>(1)</sup>. L'importance du patrimoine financier net en tant qu'indicateur de la soutenabilité et de la fragilité financière apparaît également au niveau de l'ensemble de l'économie. La Belgique constitue, avec les Pays-Bas, l'Allemagne et la Finlande, un groupe restreint de pays de la zone euro présentant une position créditrice nette vis-à-vis du reste du monde, tandis que des pays comme la Grèce, l'Irlande, Chypre, le Portugal et l'Espagne se caractérisent par d'importants engagements financiers nets.

L'analyse de soutenabilité menée à l'aide de la carte thermique présente toutefois l'inconvénient de n'être qu'un instantané, qui ne tient pas compte de l'évolution des indicateurs sous-jacents. De plus, elle se base sur des agrégats macroéconomiques pouvant cacher des segments fragiles. Ainsi, un taux d'endettement bas

des ménages pour le secteur total peut aller de pair avec un nombre conséquent de niveaux d'endettement individuels risqués, par exemple si certains ménages ont obtenu des crédits avec une quotité d'emprunt élevée ou si le remboursement du crédit prend une partie importante de leur revenu disponible. En outre, la carte thermique pointe des risques potentiels sur la base de la situation relative d'un pays par rapport à d'autres, sans procéder à une évaluation du niveau général des risques.

Dans ce contexte, il convient de souligner que, contrairement à l'évolution du niveau d'endettement dans la plupart des pays, une série d'indicateurs de soutenabilité se sont améliorés depuis la crise financière. Ainsi, l'on constate dans la quasi-totalité des États membres de la zone euro une amélioration de la structure de financement des ménages comme des entreprises, étant donné un recours plus marqué aux crédits à long terme. L'on observe en outre une amélioration des charges d'intérêts, en particulier pour le secteur privé non financier. Cette amélioration s'explique toutefois principalement par l'assouplissement de la politique monétaire depuis la fin de 2008, si bien que dans l'éventualité d'une inflexion de la politique, la soutenabilité risquerait à nouveau de s'en ressentir. Du reste, l'amélioration ne s'est pas manifestée de manière aussi flagrante dans tous les pays, vu la fragmentation que l'on constate actuellement en ce qui concerne la transmission de la politique monétaire et, partant, les taux d'intérêt pratiqués par les banques.

La Grèce constitue actuellement une exception notable à l'amélioration de ces indicateurs de soutenabilité. Les charges d'intérêts des ménages, exprimées en pourcentage de leur revenu disponible, y présentent une tendance haussière prononcée. Si cette dégradation est en partie due à une évolution des taux d'intérêt moins favorable que dans la plupart des États membres de la zone euro, elle s'explique également par l'absence de croissance économique, qui a considérablement érodé le revenu disponible des ménages comme des entreprises.

#### 4. Désendettement à l'horizon ?

Il ne fait guère de doute qu'une série de pays de la zone euro devront (continuer de) réduire leur taux d'endettement total ces prochaines années, comme l'atteste notamment l'analyse de soutenabilité présentée à la section 3. En outre, les analyses d'épisodes historiques de désendettement montrent que ceux-ci sont souvent amorcés à la suite d'une crise financière. De telles analyses offrent par

(1) Les aspects relatifs à la répartition constituent à cet égard des éléments importants. Plus les actifs financiers sont concentrés auprès des ménages qui présentent un endettement faible ou nul, moins ils contribuent à la soutenabilité du taux d'endettement du secteur. Par ailleurs, l'on peut s'interroger sur la valeur des actifs comme base de financement des dettes, en particulier en période de crise financière ou de ventes précipitées (*fire sales*) (Tirole, 2011), ces dernières entraînant une nette dévalorisation des actifs. Ils n'en demeurent pas moins un élément-clé de l'analyse de soutenabilité, et il convient de noter que les actifs les plus illiquides détenus par les particuliers (biens immobiliers) n'ont pas été pris en compte dans la présente analyse et qu'une grande partie du patrimoine financier des ménages belges est constitué de dépôts liquides.

ailleurs un cadre de référence permettant de comparer les évolutions récemment observées dans la zone euro. Ainsi, McKinsey Global Institute (2010) a constaté que la moitié des 32 épisodes de désendettement étudiés qui avaient été précédés d'une crise financière pouvaient être décrits comme des phases d'austérité, le rythme de croissance de la dette étant inférieur à celui du PIB nominal durant une assez longue période de six à sept ans en moyenne<sup>(1)</sup>. Au cours de ces périodes, la croissance annuelle de l'octroi de crédits est en moyenne revenue à 2 % (contre 21 % pendant les dix années précédant le début du désendettement), et le taux d'endettement total s'est en moyenne replié de 40 points de pourcentage du PIB. En particulier, les expériences de la Suède et de la Finlande dans les années 1990 suggèrent que, dans un premier temps, seul le taux d'endettement du secteur privé diminue, alors que la dette publique continue d'augmenter dans le contexte d'une croissance très faible du PIB. Cependant, une fois que, dans une phase ultérieure, la croissance se redresse, le taux d'endettement des administrations publiques recule également (McKinsey Global Institute, 2012).

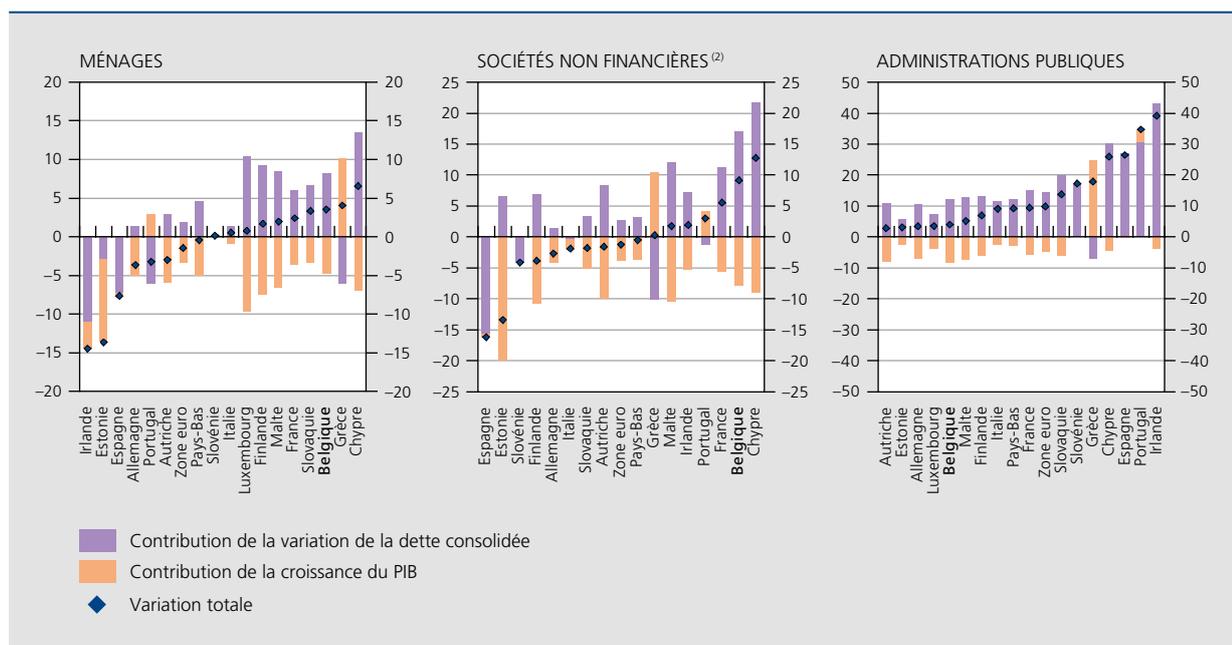
Pour la zone euro dans son ensemble, la première phase de désendettement semble déjà avoir été amorcée par le secteur privé, conformément à l'expérience scandinave. À la fin de 2012, le secteur privé non financier affichait un taux

d'endettement inférieur de quelque 3 points de pourcentage du PIB au niveau enregistré à la mi-2010. Ce faisant, la contraction reste cependant bien en deçà de la hausse de 24 points de pourcentage du PIB qui avait été observée pour le taux d'endettement entre le premier trimestre de 2005 et le deuxième trimestre de 2010. Contrairement au taux d'endettement du secteur privé non financier, celui du secteur public continue d'augmenter, notamment par le jeu des stabilisateurs automatiques, d'une série de mesures contracycliques et du soutien apporté au secteur financier durant la crise.

Afin de mieux appréhender les récents développements, l'évolution du taux d'endettement est analysée pour chacun des trois secteurs dans les pays individuels de la zone euro, une ventilation étant par ailleurs réalisée entre la variation de la dette nominale et celle du PIB nominal. Le taux d'endettement ne diminue en effet pas uniquement à la suite d'une réduction de l'encours de la dette (désendettement actif), mais également lorsque ce dernier croît moins sensiblement que le PIB nominal (désendettement passif). À l'inverse, le taux d'endettement peut

(1) Durant les autres périodes, la baisse du taux d'endettement résultait essentiellement d'une inflation très élevée (huit épisodes), de défauts de paiement en masse (sept épisodes), ou d'une croissance réelle très soutenue (un épisode).

**GRAPHIQUE 7 VARIATION ACTIVE ET PASSIVE DU TAUX D'ENDETTEMENT DES SECTEURS NON FINANCIERS<sup>(1)</sup>**  
(variation au cours de la période 2010T2-2012T4, en points de pourcentage du PIB)



Sources : CE, BCE, BNB.

(1) Les pays sont classés en fonction de la variation totale du taux d'endettement brut consolidé du secteur concerné.

(2) Pour les sociétés non financières, les données se rapportant au Luxembourg ne figurent pas dans le graphique, en raison de la grande volatilité des données trimestrielles.

continuer d'augmenter alors même que la dette nominale se contracte, si le PIB nominal fléchit encore plus fortement.

En Irlande, en Espagne, au Portugal, en Grèce et en Estonie, les ménages ont déjà réduit considérablement l'encours de leur dette depuis la mi-2010 (colonnes foncées dans le graphique 7). De ce fait, pour un PIB nominal inchangé, leur taux d'endettement aurait baissé de respectivement 11, 7, 6, 6 et 3 points de pourcentage du PIB. En Irlande, en Espagne et surtout en Estonie, la croissance nominale du PIB a en outre apporté une contribution supplémentaire à l'érosion du taux d'endettement, alors que cela n'a pas été le cas en Grèce et au Portugal. En Grèce, le PIB nominal a même tellement fléchi que le taux d'endettement des ménages a continué d'y progresser en dépit du désendettement nominal. À Chypre et aux Pays-Bas, où le niveau du taux d'endettement et la part des charges d'intérêts dans le revenu disponible des ménages témoignent d'un risque accru selon la carte thermique présentée dans la section 3, le désendettement nominal ne s'est pas encore amorcé, bien que la croissance nominale relativement dynamique du PIB dans ces pays ait freiné la poursuite de la hausse du taux d'endettement, et l'ait même empêché aux Pays-Bas. Enfin, il n'est pas non plus question de désendettement en Belgique, même si le taux d'endettement des ménages a crû moins rapidement qu'au cours de la période allant de 2005 à la mi-2010.

Les signes d'un désendettement actif sont moins nombreux en ce qui concerne les sociétés non financières. Seul l'encours de la dette des entreprises espagnoles, grecques et slovènes s'est considérablement réduit à la fin de 2012 par rapport au deuxième trimestre de 2010, bien que la dette nominale se soit aussi légèrement contractée au Portugal et en Italie. En Grèce et au Portugal, l'incidence du désendettement actif a toutefois été totalement annulée par une baisse du PIB nominal. Ce faisant, le taux d'endettement des sociétés non financières y a enregistré, respectivement, une stabilisation et une nouvelle augmentation. Au Luxembourg, à Chypre et en Irlande, où les risques en matière de soutenabilité de l'endettement des sociétés non financières sont relativement élevés selon la carte thermique, l'endettement nominal a continué de progresser plus fortement que le PIB nominal. Les sociétés non financières belges ont, elles aussi, laissé leur taux d'endettement grimper. Comme le décrit la section 2, ceci est toutefois surtout attribuable à une hausse des crédits d'entreprises liées non résidentes, tandis que les crédits bancaires sont demeurés relativement stables.

En ce qui concerne le taux d'endettement des administrations publiques, la situation est plus homogène. À l'exception de la Grèce, la dette publique nominale

a continué d'augmenter dans tous les pays de la zone euro. Dans plusieurs pays, la croissance nominale du PIB a quelque peu fait office de contreponds, mais, dans dix pays, la hausse du taux d'endettement a tout de même atteint plus de 9 points de pourcentage du PIB. En Grèce, la dette publique nominale a aussi augmenté en 2010 et en 2011, mais cette hausse a été largement compensée en 2012 par l'échange volontaire d'obligations (Private Sector Involvement, PSI), imputant des pertes de valorisation importantes au secteur privé, et par une opération de rachat des emprunts publics. Le taux d'endettement a toutefois continué de grimper à cause d'une croissance très négative du PIB.

Le désendettement actif peut émaner aussi bien du secteur concerné (désendettement alimenté par la demande), les ménages et les entreprises souhaitant réduire leur dette, que du secteur financier (désendettement alimenté par l'offre) qui influe grandement sur l'évolution de l'endettement dans les autres secteurs par la voie de sa politique de crédit. À l'instar de Cuerdo et al. (2013), l'importance relative de ces deux formes de désendettement actif est analysée dans cet article au moyen d'un graphique radar incorporant une série d'indicateurs-clés.

Pour comparer l'ampleur du désendettement alimenté par la demande entre les pays, le présent article utilise six indicateurs. Il s'agit en premier lieu de deux variables liées à l'évolution conjoncturelle et, partant, à l'estimation par les ménages et par les sociétés non financières de leur capacité de remboursement. En effet, la pression baissière exercée sur la demande de crédits s'accroît à mesure que le taux de chômage augmente ou que l'indicateur conjoncturel harmonisé de la CE (Economic Sentiment Indicator, ESI) fait état d'une érosion de la confiance dans l'économie. Par ailleurs, le désendettement alimenté par la demande est souvent également induit par un recul du patrimoine net du secteur concerné. C'est pourquoi l'évolution des prix de l'immobilier résidentiel et le taux d'endettement total du secteur privé non financier sont également étudiés. Enfin, deux variables utilisées tentent de mesurer de façon plus directe la demande de crédits des secteurs privés non financiers, à savoir le pourcentage net des banques indiquant dans l'enquête de l'Eurosystème sur la distribution du crédit bancaire que la demande de crédits hypothécaires ou de crédits aux entreprises a fléchi durant les trois derniers mois.

Six indicateurs sont également sélectionnés en ce qui concerne le désendettement alimenté par l'offre, par le jeu de la politique de crédit menée par le secteur bancaire. La mesure la plus directe de la politique de crédit des banques est le pourcentage net des banques indiquant dans l'enquête de l'Eurosystème sur la distribution du

crédit bancaire qu'elles ont durci les conditions d'octroi de crédits hypothécaires ou de crédits aux entreprises au cours des trois derniers mois. Par ailleurs, l'on retrouve également le taux d'endettement total du secteur privé non financier, mais cette fois comme indicateur du risque perçu par les banques. De plus, l'évolution du total du bilan et de la base de dépôts du secteur bancaire est également considérée. En effet, la probabilité d'un désendettement alimenté par l'offre augmente à mesure que les banques voient leurs sources de financement progresser moins rapidement. Enfin, la prime CDS des administrations publiques est aussi retenue, en ce qu'elle peut influencer de deux manières la réticence des établissements financiers à octroyer des crédits. Premièrement, une hausse de la prime CDS témoigne d'un risque accru de pertes de valorisation pour les établissements financiers, qui investissent traditionnellement avec vigueur dans les obligations de leurs administrations publiques. Deuxièmement, la prime CDS peut croître à un point tel que cela crée l'impression qu'il n'y a plus de possibilité de soutien budgétaire, ce qui compliquera la tâche des établissements financiers dans leur recherche de financements pour soutenir leurs activités (cf. également la section 1).

L'importance relative de chacun de ces indicateurs peut être comparée entre les pays au moyen d'un

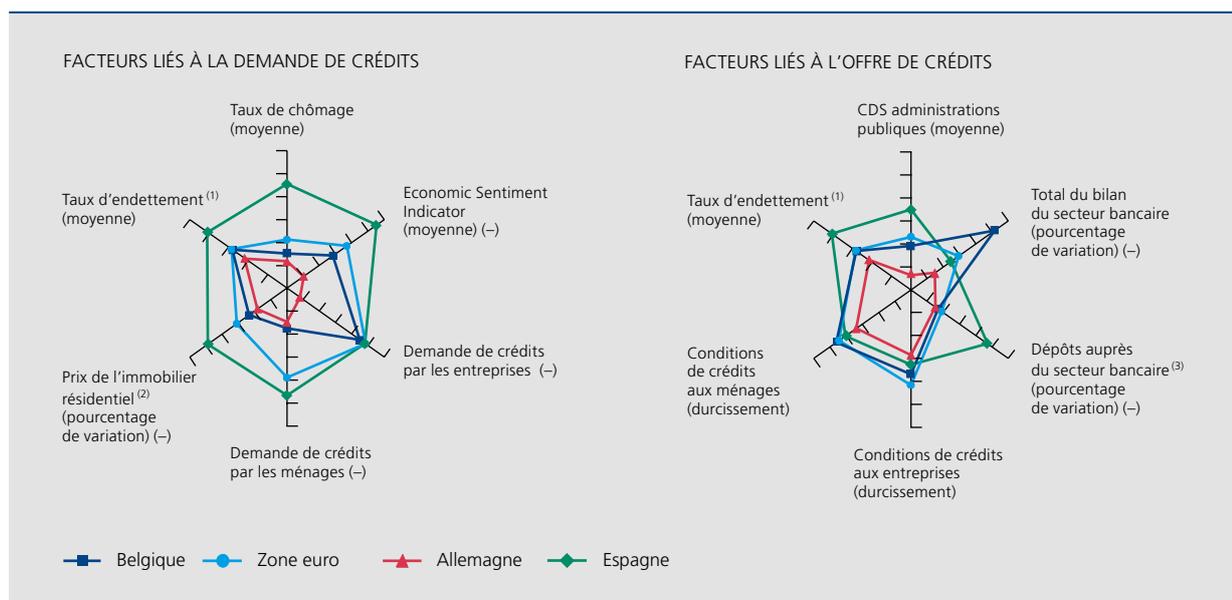
graphique radar<sup>(1)</sup>. Plus la valeur d'un indicateur est éloignée du point d'origine, plus elle est de nature à amorcer un désendettement. Pour la lisibilité du graphique 8, la situation belge n'est comparée qu'avec trois grands pays, à savoir l'Espagne, où le désendettement a déjà commencé, l'Allemagne, où l'endettement semble ne pas être excessif et où la pression devrait donc être très limitée, et la zone euro dans son ensemble.

Il ressort de cette présentation, qui couvre la période allant de la mi-2010 à la fin de 2012, que les facteurs susceptibles d'expliquer le désendettement alimenté par la demande ont, globalement, exercé l'incidence la plus forte en Espagne, suivie de la zone euro dans son ensemble, de la Belgique et de l'Allemagne. Ce sont surtout les variables liées à l'évolution conjoncturelle qui font état d'une pression nettement plus importante en Espagne. Pour la Belgique et, surtout, pour l'Allemagne, la plupart des indicateurs suggèrent que la pression en faveur d'une réduction de l'endettement est moindre que dans la zone euro dans son ensemble. Pour les indicateurs renvoyant spécifiquement à la demande de crédits des ménages, la

(1) Dans un tel graphique radar, l'échelle sur laquelle chaque variable est représentée est déterminée par le minimum et par le maximum des quatre pays considérés. Ces échelles ne sont par conséquent pas comparables entre elles. Cette présentation ne peut dès lors pas être utilisée pour apprécier la force relative des différentes variables au sein d'un pays.

## GRAPHIQUE 8 DÉSENDETTEMENT ALIMENTÉ PAR L'OFFRE ET LA DEMANDE DES SECTEURS PRIVÉS NON FINANCIERS

(moyenne au cours de la période 2010T3-2012T4 ou variation en pourcentage au cours de la période 2010T2-2012T4)



Sources: CE, OCDE, BCE, BNB.

(1) Taux d'endettement brut consolidé du secteur privé non financier (ménages et sociétés non financières).

(2) Pour la Belgique et la zone euro, la dernière observation porte sur le troisième trimestre de 2012.

(3) Dépôts du secteur non bancaire, à l'exception de ceux des administrations publiques centrales.

Belgique fait plus ou moins aussi bien que l'Allemagne, mais, pour les entreprises, la pression y est tout de même relativement plus forte selon l'indicateur utilisé ici. Sur la base des résultats les plus récents de l'enquête de l'Euro-système sur la distribution du crédit bancaire, la demande de crédits en Belgique affiche toutefois depuis le début de 2012 une contraction plus sensible qu'en moyenne dans la zone euro, ce qui tend à indiquer que le désendettement découlant de la demande s'est tout de même, ces derniers temps, inscrit en hausse.

S'agissant des facteurs susceptibles d'expliquer le désendettement alimenté par l'offre, le profil est moins uniforme que du côté de la demande. Globalement, le désendettement alimenté par l'offre semble surtout avoir joué en Espagne, suivie de la Belgique et de la zone euro, et nettement moins en Allemagne. Sur la base de l'évolution du total du bilan du secteur bancaire, la pression sur l'offre de crédits a de loin été la plus élevée en Belgique, mais cela donne une image faussée de l'estimation de l'octroi de crédits aux secteurs domestiques, les banques belges s'étant principalement débarrassées d'actifs étrangers. Le fait que les banques belges obtiennent de bons résultats en ce qui concerne la collecte de dépôts du secteur non bancaire étaye par ailleurs cette conclusion, surtout dans le contexte actuel, dans lequel des banques espagnoles, par exemple, ont vu disparaître une partie de leur base de financement. En revanche, au cours de la période considérée, un nombre relativement élevé de banques belges ont durci les conditions d'octroi de crédits hypothécaires. Ce durcissement s'est traduit par un ralentissement de la croissance des crédits hypothécaires, qui reste toutefois nettement supérieure à celle de la zone euro.

## Conclusion

Une conclusion importante que nous pouvons tirer de la crise financière actuelle (et de la plupart de celles qui l'ont précédée) est que la procyclicité inhérente à l'octroi de crédits peut donner lieu à des cycles financiers. En période de *boom* – processus auto-amplificateur de hausse des prix des actifs, d'assouplissement de l'octroi de crédits et d'augmentation de l'endettement –, il se constitue des déséquilibres tellement importants qu'il s'ensuit un *bust* sous la forme d'un cercle vicieux de baisse des prix des actifs, de durcissement de la politique d'octroi de crédits, et de désendettement. Un taux d'endettement excessif ou une augmentation excessive de celui-ci joue généralement un rôle crucial dans le mouvement de revirement. Ce dernier s'accompagne souvent d'une crise financière qui non seulement menace la stabilité financière mais débouche par ailleurs sur une récession longue et profonde.

Dans ce contexte, le présent article a analysé l'ampleur et l'évolution du taux d'endettement dans les pays de la zone euro. En raison de l'accélération considérable de l'endettement du secteur privé comme du secteur public au cours de la décennie écoulée, le taux d'endettement total du secteur non financier de la zone euro se situe à son niveau le plus élevé depuis la création de l'UEM. L'accélération de l'endettement – qui provient en grande partie d'un accès aisé à un financement bon marché, d'une hausse des prix des logements et d'une vive progression des investissements en capital fixe – diffère toutefois fortement d'un pays à l'autre ainsi qu'en fonction du secteur. Le taux d'endettement des ménages belges était à la fin de 2012 toujours inférieur à celui de la zone euro, même si l'écart s'est réduit au cours des dernières années. Le taux d'endettement consolidé des sociétés non financières belges a lui aussi augmenté plus sensiblement qu'en moyenne dans la zone euro, mais cet accroissement est essentiellement imputable aux octrois de crédits par des sociétés non financières étrangères liées à des entreprises en Belgique, un phénomène qui s'explique par l'importante présence de holdings non financiers et de sociétés de financement de multinationales. S'agissant de la dette publique, les résultats de la Belgique sont moins bons: même si le taux d'endettement ne s'est guère accru, son niveau dépasse toujours la moyenne de la zone euro.

La soutenabilité de la dette ne dépend toutefois pas uniquement de son niveau et de la vitesse à laquelle elle se constitue; elle est également tributaire d'un grand nombre d'autres facteurs, telles, la part de la dette à court terme, l'ampleur des charges d'intérêts et la valeur des actifs financiers dont disposent les secteurs concernés. Selon une telle analyse multidimensionnelle, le Portugal, l'Irlande, la Grèce et Chypre sont les pays les plus vulnérables, où il s'impose donc de procéder à un assainissement généralisé des bilans. Dans certains de ces pays, de même qu'en Espagne, un certain désendettement des ménages et, dans une moindre mesure, des sociétés non financières s'esquisse depuis la mi-2010. Même s'il s'agit là en soi d'une évolution favorable, un tel assainissement du bilan à court terme exerce généralement sur la croissance une incidence négative qui peut être telle qu'elle anéantit les efforts des différents secteurs visant à améliorer la soutenabilité de leur dette, comme c'est par exemple actuellement le cas en Grèce et au Portugal.

Il ne fait guère de doute qu'un certain nombre de pays de la zone euro vont devoir (continuer de) réduire leur taux d'endettement au cours des années à venir. Compte tenu des conséquences potentiellement sévères que cela pourrait avoir sur la croissance économique de ces pays

et du risque de *bust* financier, il convient que ce processus soit progressif, de manière à freiner le fonctionnement de l'accélérateur financier. Dans le contexte actuel, il s'agit d'un point d'attention important, puisque l'incidence négative sur la croissance du PIB ne peut pas ou guère être compensée par une politique monétaire plus expansionniste, une politique budgétaire très contracyclique ou une demande extérieure plus dynamique. Compte tenu de ces

restrictions, le maintien et/ou l'augmentation du potentiel de croissance structurelle économique reste l'alternative la plus importante, et constituera le moteur d'un désendettement passif tendanciel et contrôlé tiré par une croissance plus vive du PIB. C'est la raison pour laquelle il faut s'efforcer dans la zone euro d'améliorer la compétitivité, de remédier à la fragmentation financière (notamment par la voie de l'union bancaire) et de rétablir la confiance.

## Bibliographie

Arcand J.-L., E. Berkes et U. Panizza (2012), *Too much finance?*, IMF, Working Paper 12/161.

Ardagna S., F. Caselli et T. Lane (2007), «Fiscal discipline and the cost of public debt service: Some estimates for OECD countries», *The B.E. Journal of Macroeconomics*, 7(1).

Balassone F., J. Cunha, G. Langenus, B. Manzke, J. Pavot, D. Prammer et P. Tommasino (2011), «Fiscal sustainability and policy implications: A post-crisis analysis for the euro area», *International Journal of Sustainable Economy*, 3(2), 210–234.

BCE (2011), «Assurer la soutenabilité budgétaire dans la zone euro», *Bulletin mensuel*, 61-77, avril.

Borgy V., T. Laubach, J.-S. Mésonnier et J.-P. Renne (2012), *Fiscal sustainability, default risk and euro area sovereign bond spreads*, Banque de France, Document de travail 350.

Borio C. (2012), *The financial cycle and macroeconomics: What have we learnt?*, BIS, Working Paper 395.

Brainard W. C. et J. Tobin (1968), «Pitfalls in financial model building», *The American Economic Review*, 58(2), 99-122.

Buca A. et Ph. Vermeulen (2012), *Corporate investment and bank-dependent borrowers during the recent financial crisis*, mimeo.

CE (2012), *Ensuring sound public finances: Fiscal sustainability report 2012*, December.

CE (2013), *Macroeconomic imbalances. Belgium 2013*, CE, European Economy Occasional Paper 144.

Cecchetti S. G., M. S. Mohanty et F. Zampolli (2011), *The real effects of debt*, BIS, Working Paper 352.

Claessens S., M. A. Kose et M. E. Terrones (2011), *Financial cycles: What? How? When?*, IMF, Working Paper 11/76.

Cordemans N. et M. de Sola Perea (2011), «Taux directeurs, taux de marché et taux bancaires de détail en zone euro dans le contexte de la récente crise économique et financière», *Revue économique*, 29-55, juin.

Corsetti G., K. Kuester, A. Meier et G. J. Mueller (2013), «Sovereign risk, fiscal policy, and macroeconomic stability», *The Economic Journal*, 123(566), F99-F132.

Cuerpo C., I. Drumond, J. Lendvai, P. Pontuch et R. Raciborski (2013), *Indebtedness, deleveraging dynamics and macroeconomic adjustment*, EC, European Economy Economic Papers 477.

Dell'Arricia G., D. Igan, L. Laeven et H. Tong (2012), *Policies for macrofinancial stability: How to deal with credit booms*, IMF, Staff Discussion Note 12/06.

DNB (2011), *Overview of financial stability in the Netherlands*, 13, 17-19.

Drehmann M., C. Borio et K. Tsatsaronis (2012), *Characterising the financial cycle: Don't lose sight of the medium term!*, BIS, Working Paper 380.

Egert B. (2012), *Public debt, economic growth and non-linear effects: Myth or reality?*, OECD, Economic Department Working Paper 993.

Eggertsson G. B. et P. Krugman (2012), «Debt, deleveraging, and the liquidity trap: A Fisher-Minsky-Koo approach», *The Quarterly Journal of Economics*, 127 (3), 1469-1513.

- FMI (2009), « De la récession à la reprise : Dans quels délais et avec quelle vigueur ? », *Perspectives de l'économie mondiale*, 107-141, avril.
- FMI (2012), « Faire face à l'endettement des ménages », *Perspectives de l'économie mondiale*, 95-131, avril.
- Gaiotti E. (2013), « Credit availability and investment : Lessons from the great recession », *European Economic Review*, 59, 212-227.
- Harjes T. (2011), « Financial integration and corporate funding costs in Europe after the financial and sovereign debt crisis », in IMF, *Euro Area Policies : 2011 Article IV Consultation – Selected Issues Paper*, 4-13.
- Hempell H. S. et C. Kok Sørensen (2010), *The impact of supply constraints on bank lending in the euro area : Crisis induced crunching?*, ECB, Working Paper 1262.
- Jordà O., M. HP. Schularick et A. M. Taylor (2011), *When credit bites back : Leverage, business cycles, and crises*, NBER, Working Paper 17621.
- Karadi P. et M. Gertler (2011), « A model of unconventional monetary policy », *Journal of Monetary Economics*, 58(1), 17-34.
- Kindleberger C. P. (1978), *Manias, panics and crashes : A history of financial crises*, Hoboken, New Jersey, John Wiley & Sons.
- Kiyotaki N. et J. Moore (1997), « Credit cycles », *Journal of Political Economy*, 105, 211-248.
- Koo R. (2011), « The world in balance sheet recession : Causes, cure and politics », *Real-world economics review*, 58, 19-37, 12 December.
- Levine R. (2005), « Finance and growth : Theory and evidence » in Aghion Ph. et S. Durlauf (ed.), *Handbook of economic growth*, Elsevier, 865-934.
- McKinsey Global Institute (2010), *Debt and deleveraging : The global credit bubble and its economic consequences*, January.
- McKinsey Global Institute (2012), *Debt and deleveraging : Uneven progress on the path to growth*, January.
- Minsky H. P. (1982), *Can 'it' happen again? Essays on instability and finance*, Armonk, New York, M.E. Sharpe.
- Nautet M. et L. Van Meensel (2011), « Impact économique de la dette publique », *Revue économique*, 7-20, septembre.
- Taylor A.M. (2012), *The great leveraging*, NBER, Working Paper 18290.
- Tirole J. (2011), « Illiquidity and all its friends », *Journal of Economic Literature*, 49(2), 287-325.
- Tobin J. (1980), *Asset accumulation and economic activity : Reflections on contemporaneous macroeconomic theory*, Oxford, Basil Blackwell.
- Van Nieuwenhuyze Ch. (2013), « Debt, assets and imbalances in the euro area : An aggregate view », in Winkler B., A. van Riet et P. Bull (ed.), *A flow of funds perspective on the financial crisis*, Volume II, Palgrave Macmillan (forthcoming).
- Wyplosz C. (2007), *Debt sustainability assessment : The IMF approach and alternatives*, HEI, Working Paper 03/2007.

# Le patrimoine immobilier par secteur institutionnel

Gh. Poulet \*

## Introduction

Bien souvent, les économistes, quand ils analysent la situation économique d'un pays, les journalistes, quand ils la commentent, et les politiques, quand ils cherchent à l'orienter, se réfèrent au produit national, au déficit public, ou encore au solde extérieur, qui sont des variables de flux. Les variables de stock, à l'exception de la dette publique, sont moins souvent citées, mais il est vrai que, par essence, elles fluctuent moins rapidement que les flux et se prêtent donc moins aux débats. Le patrimoine représente le stock des actifs accumulés. Pour l'homme de la rue, cette notion est certainement plus concrète que celle du PIB. Elle suscite d'ailleurs un regain d'intérêt ces derniers temps, qu'il s'agisse de taxation, de déclaration ou de répartition du patrimoine.

Le patrimoine peut s'accumuler sous deux formes principales: les actifs financiers et les autres actifs. Sans entrer dans les détails de la classification selon le SEC 95 de ces autres actifs, la catégorie de loin la plus importante parmi ceux-ci est celle des avoirs immobiliers. Les données sur le patrimoine financier sont connues car elles sont publiées régulièrement chaque trimestre en tant que volet financier des comptes nationaux. Des ventilations par type d'instruments financiers, par secteur détenteur et par secteur débiteur sont disponibles. Il n'en va par contre pas de même pour le patrimoine immobilier, qui reste statistiquement méconnu.

Cet article a pour principal objectif de fournir des estimations de la valeur de ce patrimoine. Il décrit les sources de données et la méthodologie suivie, avant de présenter la situation du parc immobilier et d'estimer le patrimoine selon diverses ventilations, parmi lesquelles une répartition

selon le secteur institutionnel des propriétaires. Une section est consacrée à l'examen plus détaillé du patrimoine immobilier des particuliers, et notamment à la place de celui-ci dans leur patrimoine total ainsi qu'à sa distribution entre les particuliers. Les évolutions observées sont décrites, mais il s'agit de commentaires plutôt que d'une analyse approfondie, qui restera à faire.

## 1. Sources de données

Faute de disposer d'une observation directe de la valeur de chaque bien, deux types de données sont nécessaires à l'estimation du patrimoine immobilier: les données de volume et les données de prix.

Le «volume» des biens est tiré des fichiers du SPF Finances, et plus particulièrement de l'Administration générale de la Documentation patrimoniale (AGDP), qui est issue de la fusion des anciens services du cadastre et de l'enregistrement. C'est cette administration qui met à jour, de façon continue, la base de données de toutes les modifications du découpage cadastral du territoire belge et du (ou des) propriétaire(s) de chacune des parcelles. À chaque fin d'année, la base de données est figée et détermine la situation fiscale de toutes les parcelles. Grâce à la bonne volonté du SPF et à la collaboration de l'AGDP, le département Statistique générale de la Banque a obtenu deux fichiers cadastraux extraits de cette situation à fin d'année: un fichier agrégé des caractéristiques des biens détenus par l'ensemble des personnes physiques et un fichier détaillé des biens en la possession de chaque

(\*) L'auteur remercie A. Foket et P. Degembe du département Statistique générale ainsi que G. Hofman et E. Schoofs du SPF Finances pour l'aide apportée à la réalisation du présent article.

personne morale. Ce détail était absolument nécessaire pour répertorier ces personnes morales selon la classification sectorielle du SEC 95 qui permettra de relier les résultats directement ou indirectement aux comptes nationaux.

Les données de prix des biens proviennent du SPF Économie. La Direction générale Statistique et Information économique (DGSIE) établit, à partir des données fournies par les services de l'enregistrement du SPF Finances, les statistiques des prix de vente des biens immobiliers.

## 1.1 Données cadastrales

Le fichier agrégé regroupe les caractéristiques des biens détenus par les personnes physiques selon plusieurs catégories : les personnes physiques résidentes, les personnes physiques non résidentes et les personnes physiques en indivision avec des personnes morales. Le fichier détaillé reprend les caractéristiques de tous les biens détenus par chaque personne morale. Chacune de ces dernières est identifiée par son numéro d'entreprise s'il s'agit d'une personne morale résidente ou par un code comprenant le code ISO du pays de résidence s'il s'agit d'une personne morale étrangère.

Les biens immobiliers sont ventilés selon la région où ils sont situés et selon leur nature (maison, appartement, usine, terrain, etc.). La ventilation régionale concerne uniquement la localisation géographique des biens. S'agissant de la nature du bien, il faut savoir que la classification cadastrale n'est mise à jour que sporadiquement lors des ventes ou des changements d'affectation dûment déclarés. Elle comprend 415 natures de biens, dont une soixantaine pour les terrains et le reste pour les bâtiments. Cette classification est historique et parfois obsolète puisque l'on y trouve des codes pour les kiosques, les chapelles, les moulins à vent, etc. Les données cadastrales sont exhaustives mais ne correspondent pas toujours à la réalité. Ainsi, un appartement constitue une parcelle séparée lorsqu'il a fait l'objet d'une transaction distincte. Par exemple, un appartement aménagé dans une maison qui a toujours été transmise en tant que maison n'est pas connu de l'administration cadastrale et n'est donc pas repris isolément dans le fichier.

Pour chaque catégorie de région/nature, trois variables sont communiquées : le nombre de parcelles observé, la superficie en mètres carrés correspondante et le revenu cadastral (RC). La superficie est celle des parcelles de terrains avec ou sans bâtiment. Un terrain de 200 m<sup>2</sup> peut en effet supporter une villa de 400 m<sup>2</sup> habitable comme une maison de 50 m<sup>2</sup>. Les appartements et parkings n'ont

pas de superficie, celle-ci étant attribuée aux « parties communes d'immeubles », qui constituent un autre type de biens. Le RC est le revenu cadastral non indexé ayant pour année de référence 1975.

Les fichiers cadastraux sont des fichiers annuels qui donnent la situation au 1<sup>er</sup> janvier de chaque année. Pour aligner ces données sur les autres statistiques, les chiffres au 1<sup>er</sup> janvier de l'année (n) sont considérés dans les résultats (de même que dans la suite de cet article) comme ceux au 31 décembre de l'année (n-1).

Les fichiers obtenus concernent les fins d'années 2005 à 2011. Un changement de système informatique opéré au SPF Finances en 2005 ne permet pas de remonter plus loin dans le passé.

## 1.2 Données de prix

La DGSIE établit les statistiques de prix des transactions immobilières en Belgique par type de biens et par zone géographique sur la base des fichiers communiqués aux services de l'enregistrement par les notaires.

Par type de biens et par zone, sont calculés trimestriellement un prix moyen, des prix par quartile (prix qui définissent les 25, 50 et 75 % de biens les moins chers ; le prix qui sépare les biens les 50 % les moins chers des 50 % les plus chers est appelé prix médian) et par déciles supérieur et inférieur (prix qui délimite les 10 % les moins chers ou les 10 % les plus chers). On rappellera que, pour les bâtiments, le prix relevé est le prix unitaire alors que pour les terrains, c'est le prix au mètre carré. Ces prix sont diffusés publiquement pour les quatre types de biens les plus courants (maisons, villas, appartements et terrains à bâtir) et font l'objet de commentaires suivis dans la presse. Des prix existent en fait pour 21 autres types de biens : douze types de bâtiments et neuf types de terrains.

Les prix sont disponibles par commune, par province, par région et pour l'ensemble du Royaume. Les 21 autres types de biens étant moins courants, seuls les prix par région sont suffisamment fréquents pour être représentatifs. Ce sont ces prix régionaux qui ont été utilisés pour les estimations du patrimoine.

## 2. Méthodologie

L'estimation du patrimoine immobilier par secteur se fait en deux étapes : d'abord une estimation du patrimoine immobilier total, ensuite la ventilation sectorielle de celui-ci.

## 2.1 Patrimoine immobilier total

La méthodologie d'estimation du patrimoine total est simple : il suffit de calculer la valeur par catégorie de biens en multipliant le volume des biens par leur prix moyen et ensuite de faire la somme de toutes les valeurs par catégorie. Pour rester en cohérence avec les prix, les volumes sont exprimés en nombre pour les bâtiments et en mètres carrés pour les terrains.

Étant donné que les statistiques de prix ne sont disponibles que pour 25 types de biens, les estimations se font sur la base de 75 catégories (25 types de biens et trois régions). Une opération préalable consiste, à l'aide d'une table de concordance entre les codes « nature » et les codes « type », à agréger les biens des fichiers cadastraux

### Encadré 1 – Types de biens

Bâtiments	résidentiels maisons ordinaires maisons de rapport villas, bungalows, maisons de campagne appartements, flats, studios parties de bâtiment résidentiel
Bâtiments	non résidentiels maisons de commerce hôtels, auberges locaux commerciaux (partie de bâtiment) immeubles de bureaux autres bâtiments commerciaux bâtiments industriels bâtiments divers et non encore classés habitations d'agriculteurs propriétés agricoles propriétés horticoles
Terrains	terrains à bâtir terres agricoles prairies vergers terrains agricoles mixtes terrains industriels bois terrains non exploitables petites parcelles terrains non classés et divers

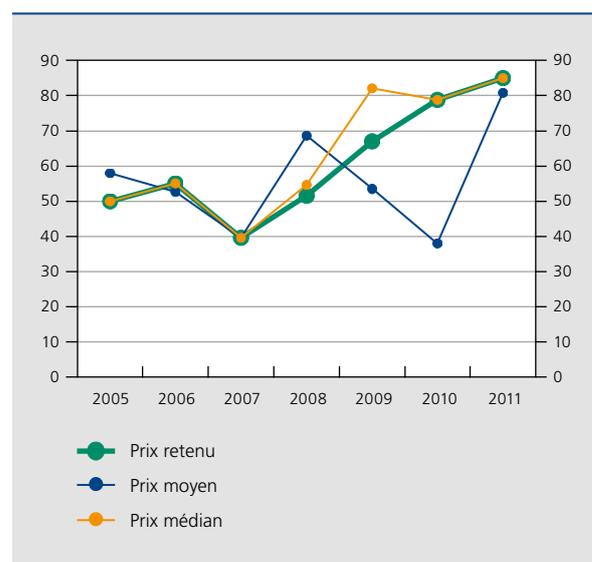
selon les 25 types utilisés par la DGSIE (cf. encadré 1). À titre d'information, les biens pittoresques cités au point précédent se retrouvent dans le type « Bâtiments divers et non encore classés ».

Dans le présent article, l'on se limitera en général à trois groupes de biens : les bâtiments résidentiels, les bâtiments non résidentiels et les terrains, dont la composition apparaît également dans cet encadré.

Malgré les agrégations, les prix moyens peuvent, pour certaines catégories, en raison du petit nombre de transactions et de l'hétérogénéité des biens, s'avérer très variables d'une année à l'autre. Afin de réduire la volatilité des estimations du patrimoine, deux mesures ont été prises : utiliser le prix médian, qui est statistiquement plus stable que le prix moyen, et, le cas échéant, plafonner sa variation annuelle à 30 % (à la hausse ou à la baisse). Le graphique 1 illustre ce procédé appliqué au cas des terrains industriels en Flandre.

En outre, dans quelques catégories, il peut ne pas y avoir de transactions au cours d'une année, ou alors celles-ci sont tellement peu nombreuses qu'elles en deviennent confidentielles, et les prix ne sont pas publiés. Il s'agit essentiellement de terrains en région bruxelloise. Dans ce cas, il est nécessaire de compléter les prix manquants en se basant sur l'évolution des prix de biens similaires. Ces catégories sont heureusement rares et représentent moins de 1 % du patrimoine estimé.

**GRAPHIQUE 1** PRIX DES TERRAINS INDUSTRIELS EN FLANDRE  
(euros/m<sup>2</sup>)



Source : SPF Économie.

## 2.2 Répartition sectorielle

Le fichier détaillé recense les biens détenus par les personnes morales identifiées par le numéro d'entreprise auquel est lié un code de secteur qui leur a été attribué conformément à la méthodologie du SEC 95. Il est alors possible de globaliser les biens par secteur propriétaire et par catégorie pour les trois variables utilisées (nombre de biens, superficie et RC). L'encadré 2 reprend la classification des secteurs institutionnels selon le SEC 95, les codes des secteurs et la composition des grands secteurs évoqués dans cet article.

Cette globalisation par catégorie est également faite pour le fichier agrégé des personnes physiques: les résidents sont classés dans les ménages (S14), les non-résidents dans le secteur étranger (S2), tandis que les biens détenus par des personnes physiques en indivision avec des personnes morales sont comptés pour moitié dans le S14 ou dans le S2 selon qu'il s'agit de résident ou de non-résidents.

L'on obtient ainsi, pour toutes les catégories de biens, la répartition par secteur des trois variables. La valeur estimée du patrimoine par catégorie est répartie entre les secteurs en fonction non pas des volumes recensés (nombre de biens ou superficie) mais du RC des biens détenus par secteur.

Ce choix résulte de la constatation suivante: étant donné qu'il n'existe qu'un seul prix par catégorie, opérer une répartition selon les volumes reviendrait à considérer que tous les biens d'une catégorie sont valorisés à ce même prix. Ainsi par exemple, tous les immeubles de bureaux à Bruxelles ont la même valeur, qu'il s'agisse d'un petit immeuble de deux étages appartenant à un indépendant ou d'un complexe de 20 étages détenu par une société d'assurance. Une répartition proportionnelle au RC permet de remédier à cette simplification extrême. L'on se fonde sur l'hypothèse que le RC renferme une information sur la valeur du bien. Cette hypothèse n'est évidemment pas parfaite car les RC ont été établis en 1975 afin

### Encadré 2 – Secteurs institutionnels selon le SEC 95

Économie totale	S1		
Sociétés non financières	S11	}	Sociétés
Sociétés financières	S12		
Banque centrale	S121		
Autres institutions financières monétaires	S122		
Autres intermédiaires financiers	S123		
Auxiliaires financiers	S124		
Assurances et fonds de pension	S125		
Administration publiques	S13	}	Administrations
Administration centrale	S1311		
Administration d'États fédérés	S1312		
Administrations locales	S1313		
Administrations de sécurité sociale	S1314		
Ménages	S14	}	Particuliers
Institutions sans but lucratif au service des ménages	S15		
Reste du monde	S2		Étranger
Union européenne	S21		
Pays tiers et organisations internationales	S22		

d'estimer les revenus locatifs des biens et non leur valeur. L'on peut cependant admettre que, au sein d'une catégorie de biens, il y a une corrélation positive suffisante entre la valeur d'un bien et son RC.

### 3. Patrimoine immobilier

Avant de présenter les estimations de la valeur du patrimoine immobilier, il peut être utile de préciser quelques données de base permettant de mieux cerner le parc immobilier en Belgique et son évolution au cours des dernières années.

#### 3.1 Parc immobilier

Le territoire belge est découpé en parcelles cadastrales, chacune représentant un bien immobilier distinct, bâti ou non. Le tableau 1 présente le nombre de parcelles cadastrales en Belgique, ventilées par type de biens et par région. Ce nombre de parcelles augmente de façon

continue sur la période, passant de 9,65 millions en 1995 à 10,2 millions en 2011, soit une progression de 535 000 unités en six ans ou de 1,2 % par an. Cette hausse est entièrement attribuable aux bâtiments résidentiels, dont le nombre gonfle de plus de 613 000, tandis que le nombre de parcelles abritant des bâtiments non résidentiels reste tout à fait stable. Les terrains diminuent de 77 000 unités et sont désormais moins nombreux que les bâtiments résidentiels.

Le morcellement de la propriété et la construction sont responsables de cette évolution. La construction d'un immeuble de dix appartements sur un seul terrain entraîne un recul de 1 du nombre de terrains et une augmentation de dix de celui de parcelles bâties.

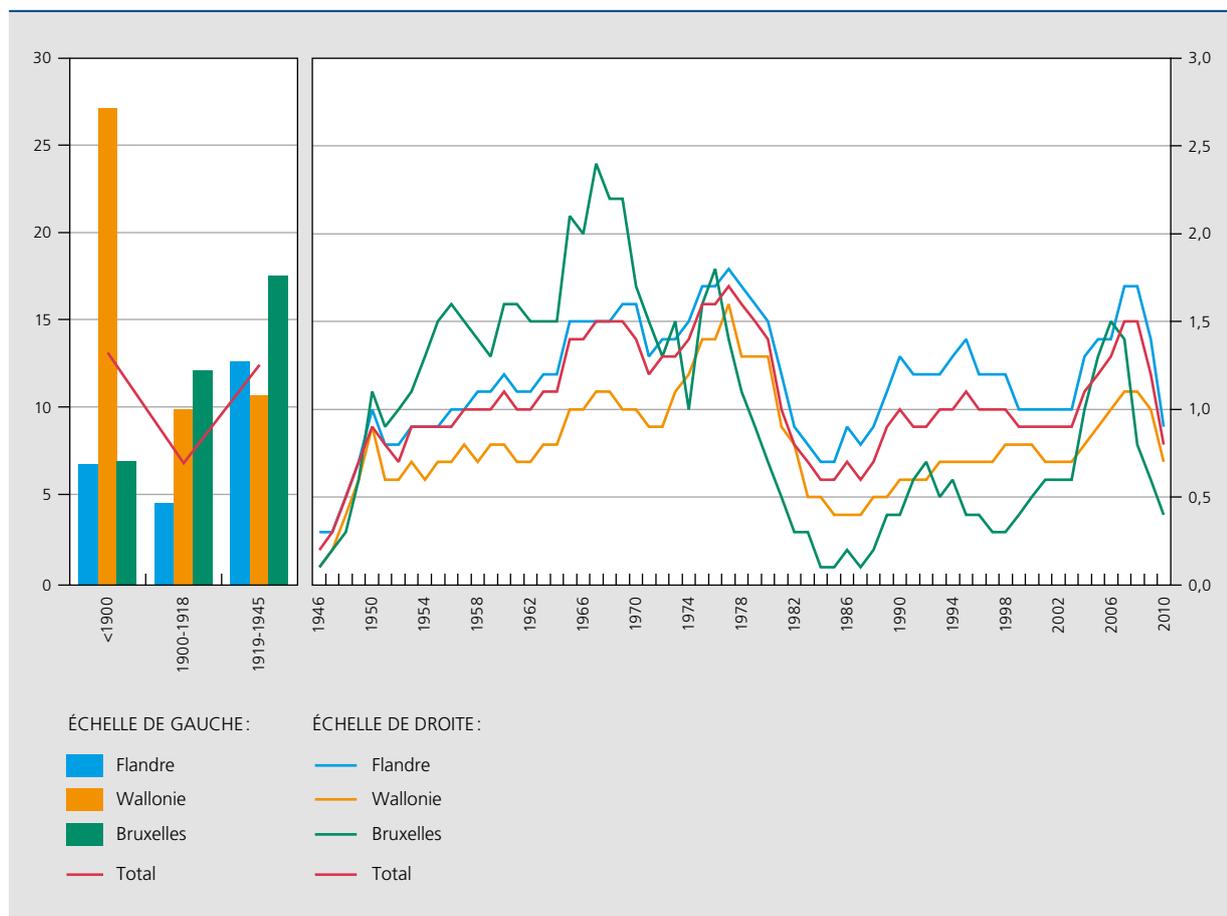
La seconde partie du tableau montre que l'accroissement du nombre de parcelles se manifeste dans toutes les régions à des degrés divers: +1,1 % par an en Flandre, +0,5 % en Wallonie et +2,9 % à Bruxelles. Comme on l'a constaté au niveau national, dans chacune d'entre elles, la baisse du nombre de terrains est d'autant plus importante

**TABLEAU 1** NOMBRE DE PARCELLES  
(milliers)

	Par type de biens			
	Résidentiel	Non résidentiel	Terrains	Total
	2005	4 283,2	933,7	4 428,3
2006	4 404,8	933,3	4 415,6	9 753,8
2007	4 513,0	932,8	4 399,0	9 844,8
2008	4 612,9	932,9	4 382,7	9 928,5
2009	4 703,0	933,3	4 370,9	10 007,3
2010	4 800,2	933,3	4 358,1	10 091,6
2011	4 895,8	932,7	4 351,6	10 180,1
	Par région			
	Flandre	Wallonie	Bruxelles	Total
	2005	5 232,1	3 965,8	447,3
2006	5 301,2	3 989,9	462,6	9 753,8
2007	5 355,5	4 010,3	478,9	9 844,8
2008	5 406,9	4 028,8	492,8	9 928,5
2009	5 454,8	4 045,6	506,8	10 007,3
2010	5 514,7	4 059,2	517,7	10 091,6
2011	5 570,7	4 078,4	531,0	10 180,1

Source: SPF Finances.

GRAPHIQUE 2 DISTRIBUTION DES BÂTIMENTS RÉSIDENTIELS SELON L'ANNÉE DE CONSTRUCTION



Source : SPF Finances.

que la hausse du nombre des parcelles résidentielles est forte. Le découpage des maisons en appartements est un autre phénomène qui explique la sensible progression à Bruxelles.

Cette expansion du secteur résidentiel au cours des dernières années se reflète dans la distribution des logements selon l'année de construction (cf. graphique 2).

L'habitat est nettement plus ancien en Wallonie que dans les deux autres régions puisque 48 % des logements y ont été construits avant 1945, contre 24 % en Flandre et 36 % à Bruxelles. Dans l'immédiat après-guerre, la construction et la reconstruction de logements se marquent dans toutes les régions. L'expansion bruxelloise a eu lieu dans les années 1950 et 1960, avec la multiplication des immeubles à appartements, qui est allée de pair avec la destruction de maisons plus anciennes. Les traditionnelles maisons individuelles, mais aussi l'apparition des immeubles d'appartements, soutiennent la construction

en Flandre depuis le milieu des années 1970. La démographie et, surtout, le mode de vie plus individualisé, qui entraîne une diminution de la taille des ménages, expliquent ces observations. La crise des années 1980 se retrouve dans les chiffres de chaque région : elle se termine assez rapidement en Flandre, alors qu'il faudra attendre les années récentes (à partir de 2004) pour que la construction de logements redevienne dynamique dans les régions bruxelloise et wallonne. Cette amélioration est de courte durée car la crise financière réduit à nouveau les constructions dans toutes les régions. Le découpage et la transformation d'immeubles anciens en appartements est un phénomène récent à Bruxelles, qui explique que la forte augmentation des logements ne se traduit pas par une hausse équivalente des constructions récentes.

La ventilation des biens résidentiels selon le secteur propriétaire (cf. tableau 2) montre que les particuliers (secteurs S14 + S15) en détiennent la part la plus importante (4,3 millions sur 4,9 à la fin de 2011). Ce qui est

**TABEAU 2** BÂTIMENTS RÉSIDENTIELS PAR SECTEUR PROPRIÉTAIRE  
(milliers)

	Sociétés	Administrations	Particuliers	Étranger	Total
2005 .....	383,9	19,1	3 858,2	22,1	4 283,2
2006 .....	419,0	22,6	3 941,7	21,6	4 404,8
2007 .....	447,8	22,6	4 021,2	21,4	4 513,0
2008 .....	470,3	22,9	4 099,9	19,9	4 612,9
2009 .....	490,2	23,2	4 170,4	19,3	4 703,0
2010 .....	506,5	23,1	4 253,5	17,2	4 800,2
2011 .....	529,6	23,6	4 325,2	17,4	4 895,8

Source : SPF Finances.

surprenant, c'est que cette part n'est que de 88 % et que les autres secteurs sont propriétaires d'un nombre non négligeable de logements (600 000 à la fin de 2011, soit 12 % du total). Ce sont surtout les sociétés (S11 + S12) qui détiennent les logements (530 000, soit 11 %); les administrations (S13) et l'étranger (S2) ne possèdent, ensemble, que moins de 1 % du total.

Il convient de remarquer que le nombre de logements détenus par des sociétés ne cesse de croître. Sur la période considérée, la part des sociétés passe de 9 à 11 %; à l'inverse, celle des particuliers revient de 90 à 88 %. En variation, l'on constate que, sur les 100 000 logements créés chaque année, environ un quart sont acquis par des sociétés.

### 3.2 Estimations du patrimoine immobilier

La valeur du patrimoine immobilier de la Belgique est estimée, à la fin de 2011, à 1 384 milliards d'euros, soit 374 % du PIB (cf. tableau 3). Cette valeur n'était que de 950 milliards en 2005 (313 % du PIB). La croissance du patrimoine au cours de cette période a été de 46 %, soit bien supérieure à celle du PIB en valeur (+22 %). Le patrimoine a augmenté chaque année, sauf en 2009, où il a légèrement diminué (-7 milliards, soit -0,6 %) à cause des biens non résidentiels.

En Belgique, la valeur du patrimoine immobilier est concentrée dans les bâtiments résidentiels qui, à la fin de 2011, représentent 1 025 milliards d'euros, soit 74 % de la valeur totale (cette estimation inclut la valeur des terrains sur lesquels les logements sont érigés et qui couvrent environ 8 % de la surface du Royaume). Cette part

augmente très légèrement, passant de 72 à 74 % sur la période considérée. À part en 2009 où, à la suite d'un tassement des prix, l'on constate une très faible diminution (-0,1 %), la valeur du patrimoine résidentiel s'accroît chaque année. À la fin de 2011, la valeur des bâtiments non résidentiels est égale à 178 milliards d'euros. Leur part dans le total revient de 14,5 % en 2005 à 13 % en 2011. Ce fléchissement relatif se traduit aussi en 2008 et en 2009 par une baisse en valeur absolue (-11 milliards d'euros, soit -6 %) car le prix de ces biens est plus sensible à la conjoncture économique, qui s'est fortement dégradée à partir de 2008 à la suite de la crise financière. La valeur des terrains non bâtis est semblable en fin de période à celle des bâtiments non résidentiels (180 milliards d'euros). La valeur estimée des terrains s'est inscrite en hausse chaque année, même durant les années de crise. Bien qu'en recul constant en nombre (cf. tableau 1) et en superficie, les terrains voient leur part dans le patrimoine demeurer stable, aux alentours de 13 %, ce qui implique une évolution des prix supérieure à celle des biens immobiliers bâtis.

En se basant sur la localisation géographique des biens, il est possible d'estimer la valeur du patrimoine immobilier des régions. À la fin de 2011, le patrimoine de la Flandre est évalué à 917 milliards d'euros, celui de la Wallonie à 323 milliards et celui de Bruxelles à 143 milliards, soit, respectivement, à 66,3 %, 23,4 % et 10,3 % du patrimoine national.

Ces patrimoines régionaux augmentent chaque année, sauf durant l'année de crise qu'est 2009, où ils diminuent quelque peu en Flandre (-0,5 %) et un peu plus à Bruxelles (-3,2 %), en raison de l'importance du patrimoine lié au non-résidentiel dans la capitale. Malgré des

**TABLEAU 3** ESTIMATION DU PATRIMOINE IMMOBILIER  
(milliards d'euros)

	Par type de biens				Total (pourcentages du PIB)
	Résidentiel	Non résidentiel	Terrains	Total	
2005	684,1	138,4	126,9	949,4	312,9
2006	777,0	151,8	138,8	1 067,6	334,8
2007	862,3	178,2	151,9	1 192,3	355,1
2008	911,7	174,7	152,3	1 238,6	357,6
2009	911,0	167,1	153,3	1 231,5	361,4
2010	977,5	174,2	170,9	1 322,6	371,4
2011	1 025,8	178,3	179,7	1 383,8	374,2

	Par région			
	Flandre	Wallonie	Bruxelles	Total
2005	628,5	224,6	96,3	949,4
2006	708,7	250,7	108,2	1 067,6
2007	791,0	277,6	123,7	1 192,3
2008	817,0	295,5	126,2	1 238,6
2009	813,1	296,1	122,3	1 231,4
2010	876,0	312,2	134,3	1 322,6
2011	917,5	323,2	143,0	1 383,8

Sources: SPF Finances, SPF Économie, calculs de la BNB.

compositions et des évolutions de prix différentes, les proportions entre les patrimoines régionaux sont restées fort stables au cours de la période (variation maximale de 0,6 %).

Sans surprise, les particuliers sont le principal secteur propriétaire immobilier en Belgique, avec un patrimoine qui s'élève à 1 070 milliards d'euros à la fin de 2011, soit plus de 77 % du total (cf. tableau 4). Au cours de la période

**TABLEAU 4** ESTIMATION DU PATRIMOINE PAR SECTEUR PROPRIÉTAIRE  
(milliards d'euros)

	Sociétés	Administrations	Particuliers	Étranger	Total
2005	180,3	24,6	739,8	4,6	949,4
2006	202,0	30,7	829,7	5,2	1 067,6
2007	237,6	33,6	915,2	5,9	1 192,3
2008	237,0	34,1	961,6	5,9	1 238,6
2009	231,8	33,2	961,0	5,4	1 231,4
2010	252,9	36,8	1 027,4	5,4	1 322,6
2011	271,9	36,7	1 069,7	5,5	1 383,8

Sources: SPF Finances, SPF Économie, calculs de la BNB.

considérée, leur patrimoine a crû de 45 %, mais il s'agit d'une croissance inférieure à la croissance totale (+46 %), ce qui a entraîné un léger recul de leur part.

À la fin de 2011, les sociétés détiennent pour 272 milliards d'euros de biens immobiliers en Belgique. La valeur de ce patrimoine a crû de 51 % entre 2005 et 2011, faisant passer leur part dans le total de 19 % en 2005 à 20 % en fin de période.

Le patrimoine immobilier des administrations publiques est évalué à 37 milliards d'euros à la fin de 2011, soit un peu moins de 3 % du total. Les estimations pour ce secteur sont à prendre avec réserve car celui-ci est

propriétaire de nombre de bâtiments fort particuliers pour lesquels les prix moyens et les RC utilisés sont probablement peu significatifs. Les non-résidents ne possèdent qu'une très petite partie du patrimoine immobilier (6 milliards d'euros en 2011), et celle-ci s'est réduite au cours de la période, revenant de 0,5 à 0,4 %. Tous les secteurs ont vu leur patrimoine diminuer marginalement en 2009, sauf les sociétés, où la baisse a été plus nette (-2 %) en raison de leur portefeuille de biens non résidentiels.

Le tableau 5 ventile l'estimation des patrimoines sectoriels par type de biens. Le patrimoine des particuliers est commenté plus en détail à la section suivante.

**TABLEAU 5** ESTIMATION DÉTAILLÉE DU PATRIMOINE PAR SECTEUR PROPRIÉTAIRE  
(milliards d'euros)

	Sociétés	Administrations	Particuliers	Étranger	Total
Biens résidentiels					
2005	58,1	3,7	619,1	3,2	684,1
2006	67,3	4,9	701,3	3,5	777,0
2007	76,4	5,4	776,7	3,8	862,3
2008	80,9	5,6	821,3	3,9	911,7
2009	81,5	5,7	820,1	3,8	911,0
2010	89,7	6,1	878,1	3,6	977,5
2011	96,3	6,4	919,4	3,8	1 025,8
Bâtiments non résidentiels					
2005	85,0	8,0	44,6	0,7	138,4
2006	93,3	9,5	48,1	1,0	151,8
2007	112,5	10,5	54,0	1,3	178,2
2008	109,5	10,9	53,1	1,2	174,7
2009	104,2	10,3	51,7	0,9	167,1
2010	109,0	11,9	52,2	1,1	174,2
2011	114,6	10,7	52,1	1,0	178,3
Terrains					
2005	37,2	12,9	76,1	0,7	126,9
2006	41,4	16,4	80,3	0,7	138,8
2007	48,8	17,8	84,6	0,8	151,9
2008	46,6	17,7	87,2	0,8	152,3
2009	46,1	17,3	89,3	0,7	153,3
2010	54,2	18,8	97,2	0,7	170,9
2011	61,1	19,6	98,3	0,8	179,7

Sources : SPF Finances, SPF Économie, calculs de la BNB.

Pour les sociétés, très logiquement, les biens non résidentiels constituent l'essentiel de leur patrimoine immobilier (115 milliards d'euros en 2011, soit 42 % du total). L'on constate toutefois que le résidentiel représente une part de plus en plus large du patrimoine des sociétés, passant de 32 % (58 milliards) en 2005 à 35 % en 2011 (98 milliards). Les données détaillées montrent que les villas détenues par les sociétés non financières sont en moyenne plus importantes que celles que possèdent les particuliers. Il est probable que de plus en plus d'indépendants et de managers occupent un logement acquis par une société qu'ils contrôlent afin de bénéficier de certains avantages fiscaux.

Le patrimoine des administrations publiques appartient principalement aux pouvoirs locaux. Il se compose surtout de terrains (20 milliards d'euros à la fin de 2011) et de bâtiments non résidentiels (11 milliards).

Le portefeuille immobilier détenu par l'étranger se compose à hauteur de près de 70 % de biens résidentiels, ce qui s'explique par le fait que la grande majorité des propriétaires non résidents sont des personnes physiques.

#### 4. Patrimoine immobilier des particuliers

Le tableau 6 fournit des informations plus détaillées sur les biens immobiliers détenus par le principal secteur propriétaire, à savoir les particuliers. Les biens résidentiels sont la composante majeure: 920 milliards d'euros en 2011. Leur part dans le total a progressé régulièrement au cours de la période, passant de 84 à 86 %. Les maisons constituent l'essentiel du patrimoine de logements (400 milliards d'euros en 2011), suivies

**TABLEAU 6** PATRIMOINE IMMOBILIER DES PARTICULIERS  
(milliards d'euros)

	Selon le type de biens							Total (pourcentages du PIB)
	Résidentiel			Non résidentiel	Terrains		Total	
	Maisons	Villas	Autres logements		À bâtir	Autres		
2005 .....	273,9	242,2	102,9	44,6	30,1	46,0	739,8	243,8
2006 .....	310,7	265,9	124,7	48,1	33,0	47,3	829,7	260,2
2007 .....	342,3	292,2	142,2	54,0	36,4	48,2	915,2	272,5
2008 .....	362,2	304,1	155,0	53,1	38,2	49,0	961,6	277,6
2009 .....	363,9	293,4	162,8	51,7	42,0	47,3	961,0	282,0
2010 .....	382,0	314,5	181,5	52,1	45,4	51,8	1 027,4	288,5
2011 .....	397,6	328,0	193,8	52,1	45,3	53,0	1 069,7	289,1

	Selon la région de localisation des biens								
	Flandre			Wallonie			Bruxelles		
	Résidentiel	Autres	Total	Résidentiel	Autres	Total	Résidentiel	Autres	Total
2005 .....	410,5	85,3	495,7	149,7	30,1	179,8	58,9	5,4	64,3
2006 .....	462,9	91,4	554,3	171,1	31,5	202,7	67,2	5,5	72,7
2007 .....	511,4	98,7	610,1	190,4	33,0	223,4	74,9	6,9	81,8
2008 .....	539,4	99,6	639,1	202,5	34,6	237,1	79,4	6,0	85,4
2009 .....	539,6	99,9	639,5	201,5	34,4	235,9	79,0	6,6	85,6
2010 .....	579,2	106,2	685,4	212,8	36,1	248,8	86,1	7,1	93,2
2011 .....	607,3	106,4	713,7	221,4	36,9	258,4	90,6	7,0	97,6

Sources: SPF Finances, SPF Économie, calculs de la BNB.

par les villas (330 milliards) et les autres logements (190 milliards), qui comprennent surtout des appartements, mais aussi des maisons de rapport. Si la part des maisons reste constante tout au long de la période, l'on observe une diminution de 2 % du poids des villas et une augmentation de 4 % des autres logements, reflétant en cela les tendances du marché immobilier que l'on pourrait schématiser par « moins de villas, plus d'appartements ».

La valeur des bâtiments non résidentiels des particuliers est de 50 milliards d'euros en 2011, soit 5 % du total. Cette part a reculé de 1 point de pourcentage au cours de la période.

La valeur des terrains qui appartiennent à des particuliers est de 100 milliards d'euros, soit 9 % du total. Elle se répartit entre les terrains à bâtir et les autres terrains. Cette dernière catégorie, qui comprend surtout les terres agricoles et les bois, a perdu en importance au cours de la période, à l'inverse des terrains à bâtir.

Ces chiffres ne tiennent pas compte du patrimoine immobilier que les particuliers résidents détiennent à l'étranger. Aucune statistique fiable n'est disponible à ce sujet.

Compte tenu de la localisation géographique des biens, le patrimoine immobilier des particuliers se situe principalement en Flandre (714 milliards d'euros en 2011, soit 67 % du total). La Wallonie représente 258 milliards et Bruxelles 98 milliards, soit respectivement 24 et 9 % du total. La part bruxelloise s'accroît légèrement (+0,5 %) au cours de la période, en raison de l'augmentation du nombre de logements occasionnée par une évolution démographique plus forte dans cette région. La part du logement est d'ailleurs prépondérante à Bruxelles (93 %, contre 85 % dans les deux autres régions).

#### 4.1 Régionalisation des propriétaires

La ventilation régionale du tableau 6 se base sur la localisation des biens et non sur celle des propriétaires. Des informations complémentaires obtenues auprès de

**TABLEAU 7** RÉPARTITION DU PATRIMOINE PAR RÉGION DU PROPRIÉTAIRE PRINCIPAL  
(pourcentages, à la fin de 2010)

Région du bien	Propriétaire			
	Flandre	Wallonie	Bruxelles	Total
Bâtiments résidentiels				
Flandre .....	98,3	0,8	0,8	100
Wallonie .....	1,2	97,6	1,1	100
Bruxelles .....	10,3	7,2	82,5	100
Total .....	60,6	28,5	10,8	100
Autres biens				
Flandre .....	97,7	1,0	1,1	100
Wallonie .....	2,8	94,7	2,5	100
Bruxelles .....	18,8	9,5	71,7	100
Total .....	57,3	34,1	8,6	100
Total				
Flandre .....	98,3	0,9	0,9	100
Wallonie .....	1,4	97,3	1,3	100
Bruxelles .....	11,0	7,4	81,6	100
Total .....	60,3	29,1	10,6	100

Sources : SPF Finances, calculs de la BNB.

l'AGDP ont permis de régionaliser les propriétaires des RC des biens situés dans chaque région<sup>(1)</sup>. Identifier la région du propriétaire est facile quand il n'y en a qu'un. Malheureusement pour le statisticien, de nombreux biens appartiennent à plusieurs propriétaires. Par souci de simplification, les biens sont répartis selon la région de résidence du propriétaire principal. La notion de propriétaire principal d'un bien est utilisée par les services fiscaux. Il s'agit de la personne ou du couple marié qui possède la part principale du bien détenu en indivision. En cas de partage de la propriété entre nue-propriété et usufruit, le propriétaire principal est l'usufruitier. La régionalisation du patrimoine n'est donc pas parfaite étant donné qu'elle ne tient pas compte des quotités de chacun dans la valeur des biens. L'approximation ne joue que pour les biens dont les propriétaires indivis habitent des régions différentes. Ces cas, probablement peu fréquents, s'équilibrant plus ou moins par région, il y a tout lieu de penser que la distribution régionale exacte diffère très peu de celle présentée au tableau 7. Les résultats présentent la ventilation de la valeur du patrimoine régional (ligne horizontale) selon la région du propriétaire principal (colonne) à la fin de 2010. La répartition ignore les propriétaires principaux non résidents, mais ces derniers représentent moins de 0,5 % du total.

Très logiquement, l'on constate que les chiffres les plus élevés (en caractère gras) se trouvent dans la diagonale principale des tableaux, ce qui indique que les biens d'une région sont essentiellement détenus par les habitants de celle-ci. Dans le cas des biens résidentiels, plus de 98 % des logements de Flandre appartiennent à des résidents flamands. La proportion est quasi identique en Wallonie (97 %), mais inférieure à Bruxelles, où seulement 82 % des logements ont un propriétaire bruxellois. Le marché locatif, qui représente une part importante du parc immobilier résidentiel bruxellois, séduit les particuliers de Flandre (10 %) et de Wallonie (7 %). À l'inverse, les Bruxellois ne possèdent qu'une très faible part des logements de Flandre (0,8 %) et de Wallonie (1,1 %).

Pour les autres biens, l'appartenance locale est moindre, même si elle reste prépondérante : respectivement 98, 95 et 72 % pour la Flandre, la Wallonie et Bruxelles. Ce type de biens, qui comprennent les bâtiments non résidentiels et les terrains, comportent une part d'investissement. La Flandre, qui abrite plus d'entrepreneurs et d'indépendants – notamment ceux installés en périphérie bruxelloise –, possède (voire utilise) une part non négligeable des biens de ce type situés à Bruxelles (19%). C'est aussi le cas

en Wallonie, mais dans une plus faible mesure (9 %). Les biens résidentiels formant l'essentiel du patrimoine des particuliers, la répartition régionale du total est très proche de celle des biens résidentiels.

Au total, les particuliers de Flandre détiennent 60 % du patrimoine immobilier des particuliers belges, ceux de Wallonie 29 % et ceux de Bruxelles 11 %. L'on constatera que ces chiffres reproduisent plus ou moins ceux de la ventilation régionale de la population. Le patrimoine immobilier par habitant est donc équitablement réparti entre les régions.

## 4.2 Distribution du patrimoine immobilier

Si, entre régions, la distribution du patrimoine immobilier est équitable, il n'est va pas de même entre les personnes. Les données sur la distribution de la richesse, qu'elle soit immobilière ou financière, sont très sensibles et suscitent toujours des polémiques. En Belgique, il existe des statistiques sur la distribution des revenus mais pas sur celle des patrimoines. Des travaux ont été menés en vue de combler ce manque. Les résultats doivent cependant être interprétés avec prudence car la matière est complexe et les hypothèses nombreuses.

En effet, l'établissement d'une distribution nécessite de traiter en détail toutes les données individuelles. Pour des raisons de confidentialité et aussi de praticabilité, les traitements et les calculs de cette partie ont été entièrement exécutés par les services du SPF Finances.

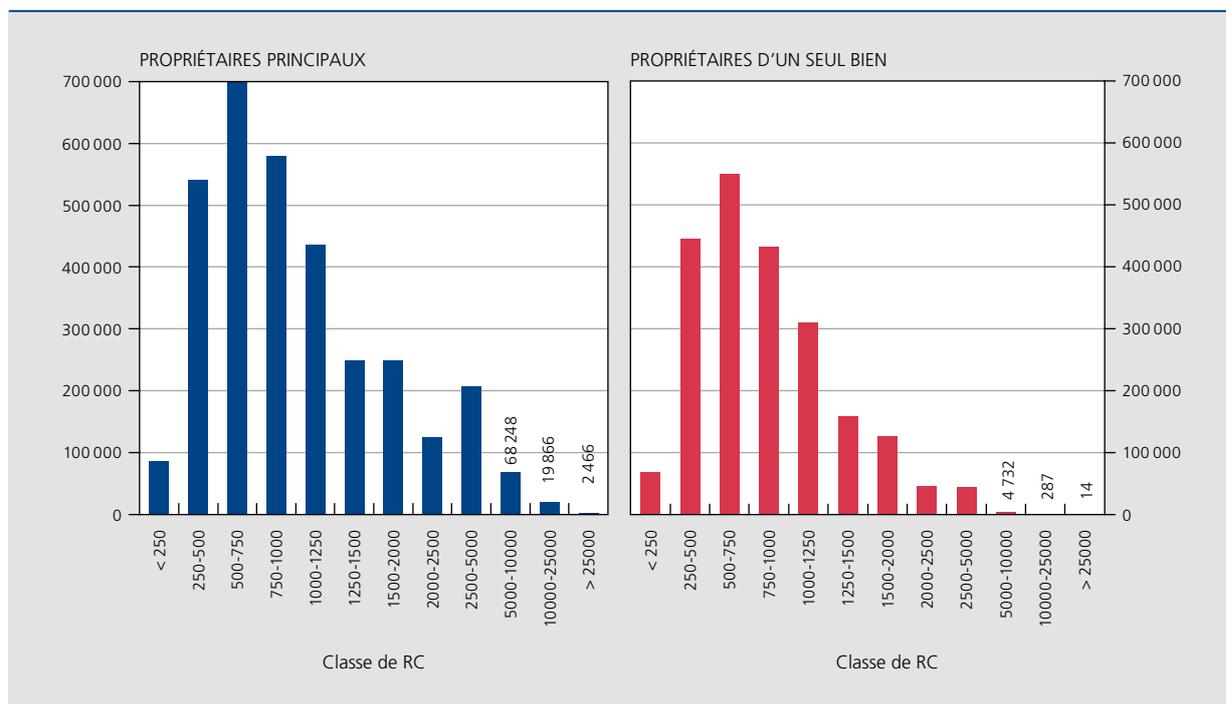
Plusieurs écueils sont rencontrés lorsque l'on parle de distribution du patrimoine immobilier :

- Les données détaillées sont descriptives mais peu adaptées car il faut comparer des pommes et des poires : par exemple, un patrimoine comprenant trois biens, soit deux parkings à Bruxelles et un studio à Louvain, est-il supérieur au patrimoine d'une villa à Gand ?
- Plusieurs personnes peuvent être concernées par la propriété d'un seul bien, à parts égales ou non, en cas d'indivision, en usufruit ou en nue-propriété.

Pour obtenir une distribution exacte, il faudrait estimer chaque bien séparément. Or, l'on ne dispose que du prix moyen ou médian par commune et par type de biens (le prix d'un appartement dans une commune du littoral concerne à la fois le penthouse sur la digue et le studio à l'arrière d'un bâtiment en troisième ligne). Ensuite, il faut répartir cette valeur en fonction de la part de chaque propriétaire particulier dans le bien et globaliser, par propriétaire, l'ensemble de ses possessions en Belgique. Pareil travail n'est pas réalisable avec

(1) La méthode de répartition ne distingue pas les RC par type de biens. Pour être tout à fait comparable aux estimations (cf. tableau 6), il faut faire l'hypothèse que la ventilation par type de biens dans chaque région est la même quelle que soit la région du propriétaire.

**GRAPHIQUE 3** DISTRIBUTION DES PROPRIÉTAIRES DE BIENS RÉSIDENTIELS À LA FIN DE 2010



Source : SPF Finances.

des ressources limitées dans un délai raisonnable. Des approximations ont donc été faites pour aboutir à une solution réalisable.

Une première option a consisté à se limiter aux biens résidentiels qui forment la majeure partie du patrimoine des particuliers, à établir la distribution des RC plutôt que de la valeur des biens (cf. réflexion à la fin du chapitre 2) et, enfin, à ne considérer que le propriétaire principal du bien en lui imputant la totalité du RC. La partie gauche du graphique 3 présente la distribution obtenue par classe de RC des propriétaires de biens résidentiels à la fin de 2010.

La propriété des biens immobiliers résidentiels concerne 3 260 000 personnes et ses caractéristiques sont les suivantes :

- la distribution est asymétrique à gauche (les RC les plus faibles sont plus concentrés et les plus élevés sont très étalés);
- la classe modale (la plus nombreuse) est celle des RC compris entre 500 et 750 euros<sup>(1)</sup>;
- le RC médian est de 880 euros et le RC moyen de 1 310 euros;
- 10 % des propriétaires possèdent des biens résidentiels dont la somme des RC est supérieure à 2 390 euros et 1 % dont la somme est supérieure à 9 250 euros;

- la moitié des RC des biens résidentiels sont entre les mains de 18 % des propriétaires;
- 1 % des propriétaires détiennent 11 % des RC des biens résidentiels.

Pour apprécier correctement les résultats, il faut se rendre compte que l'option choisie d'imputer l'entière du RC au propriétaire principal concentre artificiellement les patrimoines sur les propriétaires principaux et sous-estime ceux des autres propriétaires en indivision. Intuitivement, il semble que cette option augmente les inégalités<sup>(2)</sup>.

Pour contourner cet inconvénient, une deuxième option a été suivie, à savoir celle de se limiter aux propriétaires d'un seul bien résidentiel. Dans ce cas, vu que le patrimoine des multipropriétaires n'est pas évalué, cette distribution sous-estime clairement les inégalités.

(1) En réalité, la classe la plus nombreuse, qui n'apparaît pas sur le graphique, est celle des non-propriétaires.

(2) En théorie, il est difficile de savoir comment cette option affecte la distribution de l'ensemble des propriétaires. En effet, soit trois biens égaux d'un RC de 100 chacun; supposons qu'un propriétaire A possède 40 % du premier, du deuxième et du troisième bien, qu'un propriétaire B possède 60 % du premier bien, qu'un propriétaire C détienne 60 % du deuxième et qu'un propriétaire D possède 60 % du troisième. L'option choisie attribue un patrimoine de 100 à B, C et à D et ne tient pas compte de A qui est pourtant celui qui a le patrimoine le plus élevé, à savoir 120. Dans ce cas particulier, les inégalités sont plutôt sous-estimées.

La distribution des propriétaires d'un seul bien résidentiel concerne 2 190 000 personnes et présente les caractéristiques suivantes (partie droite du graphique 3) :

- la distribution est asymétrique à gauche. Elle est moins inégalitaire que les précédentes (les RC très élevés sont moins étalés) car elle ne concerne que les propriétaires d'un seul logement. Comme il n'y a qu'un propriétaire par bien, il s'agit aussi de la distribution du RC des logements possédés;
- la classe modale (la plus nombreuse) est celle des RC compris entre 500 et 750 euros;
- le RC médian est de 770 euros et le RC moyen de 900 euros;
- 10 % des propriétaires possèdent un bien résidentiel dont le RC est supérieur à 1 516 euros et 1 % dont le RC est supérieur à 4 054 euros;
- la moitié des RC de ces biens résidentiels sont entre les mains de 29 % des propriétaires;
- 1 % des propriétaires détiennent 4,5 % des RC de ces biens.

Tous ces chiffres sont inférieurs à ceux de la distribution précédente car les propriétaires de biens dont le RC est élevé sont souvent multipropriétaires et ne sont pas repris dans celle-ci. Cette distribution ne permet pas non plus de mesurer correctement les inégalités.

### 4.3 Patrimoine total des particuliers

Si l'on ajoute le patrimoine immobilier au patrimoine financier net, l'on obtient le patrimoine total des particuliers (cf. tableau 8). Celui-ci passe de 1 442 milliards d'euros à la fin de 2005 à 1 819 milliards à la fin de 2011,

ce qui représente une croissance de 26 % au cours de cette période. Le patrimoine immobilier ayant augmenté plus (+46 %) que le financier (+7 %), son poids dans le total s'est nettement renforcé, passant de 51 % en début de période à 59 % en fin de période.

Exprimé en pourcentage du PIB, le patrimoine des particuliers en représente 492 % à la fin de 2011, soit près de cinq fois le PIB, dont 202 % pour la partie financière et 290 % pour la partie immobilière. L'on remarquera que, selon cette mesure, le patrimoine financier net a diminué par rapport à son niveau de 2005 et qu'il n'a que partiellement regagné les pertes dues à la crise financière, alors que l'immobilier a augmenté chaque année plus vivement que le PIB. Au total, malgré le sentiment de crise, le patrimoine des particuliers a progressé de 3,5 % de plus que le PIB au cours de la période.

Le patrimoine financier est la différence entre les actifs financiers et les engagements financiers. Le principal engagement financier des particuliers est lui aussi lié à l'immobilier puisqu'il s'agit de l'endettement hypothécaire. Le graphique 4 montre que cet endettement a augmenté régulièrement au cours de la période, bondissant de 100 à 165 milliards d'euros. Cet accroissement de 65 % est supérieur au gonflement du patrimoine immobilier des particuliers (+46 %). Le ratio entre la valeur du patrimoine et l'endettement a crû durant la période, passant de 13 à 16 %, ce qui reste très raisonnable.

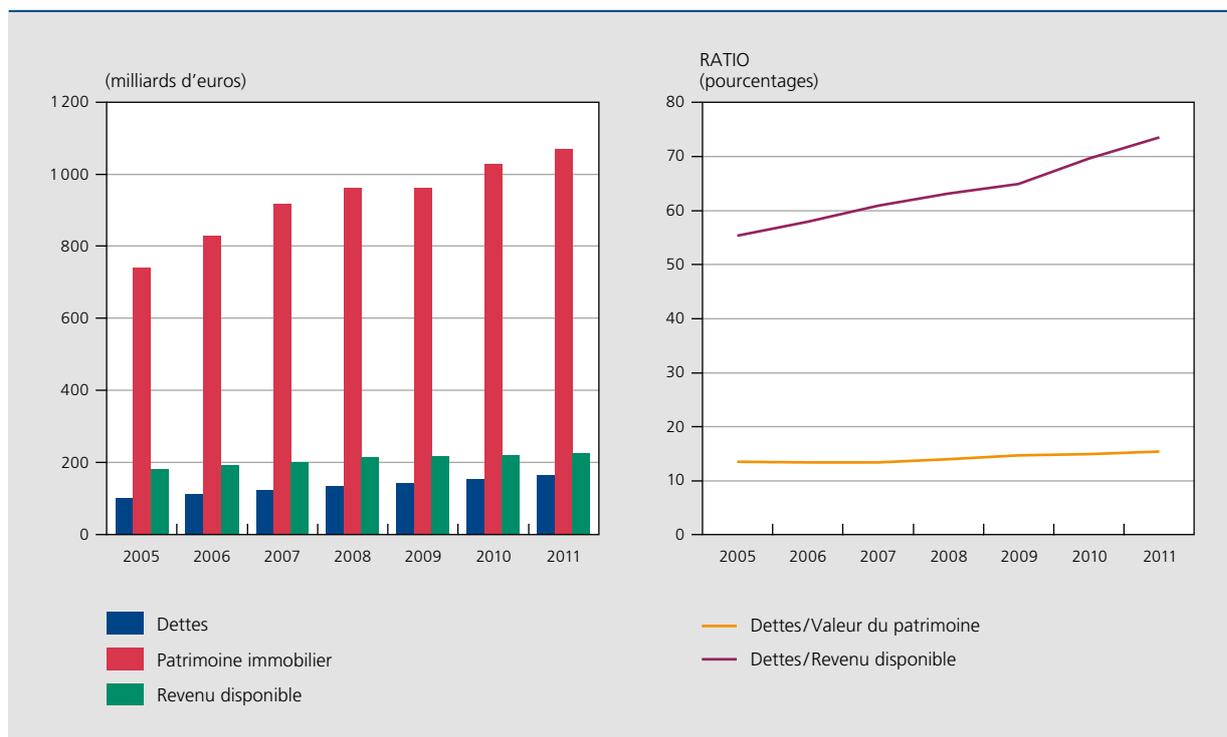
L'endettement des particuliers s'est creusé nettement plus que leur revenu disponible brut (+24 %). Le ratio entre ces deux grandeurs est passé de 55 % en 2005 à 74 % en fin de période. La croissance de ce ratio n'est pas forcément

**TABLEAU 8** PATRIMOINE TOTAL DES PARTICULIERS

	Milliards d'euros			Pourcentages du PIB		
	Financier net	Immobilier	Total	Financier net	Immobilier	Total
2005	702,7	739,8	1 442,5	231,6	243,8	475,4
2006	729,0	829,7	1 558,6	228,6	260,2	488,9
2007	726,3	915,2	1 641,6	216,3	272,5	488,8
2008	652,5	961,6	1 614,1	188,4	277,6	466,0
2009	717,1	961,0	1 678,1	210,4	282,0	492,4
2010	729,4	1 027,4	1 756,8	204,8	288,5	493,3
2011	749,0	1 069,7	1 818,7	202,5	289,2	491,8
2012	806,5			214,0		

Sources : ICN, BNB.

#### GRAPHIQUE 4 ENDETTEMENT HYPOTHÉCAIRE



Sources : ICN, BNB.

un signe de difficulté financière car la baisse des taux d'intérêt hypothécaires et l'allongement de la durée des prêts ont limité la charge de remboursement des prêts, ce qui a probablement favorisé l'endettement. Ces chiffres indiquent, qu'au point de vue macroéconomique, il n'y a pas de problème de surendettement hypothécaire en Belgique. Ce constat général n'empêche pas la défaillance individuelle de certains emprunteurs.

## Conclusion

La valeur totale du patrimoine immobilier belge dépassait les 1 384 milliards d'euros à la fin de 2011, soit 3,7 fois le PIB. Malgré cet impressionnant ordre de grandeur, peu de statistiques étaient disponibles en ce domaine. Cette lacune a été partiellement comblée, mais il reste encore de la place pour d'autres développements.

La ventilation de cette estimation par type de biens montre que ce sont les biens résidentiels qui en constituent la majeure partie. Les estimations par secteur ont confirmé que les particuliers belges sont le principal secteur propriétaire. Les résultats attestent que les Belges ont bel et bien « une brique dans le ventre » puisque l'immobilier résidentiel représente l'essentiel de leur patrimoine. Ils ne sont pas les seuls à s'intéresser à ce type de biens car la détention non négligeable et croissante de logements par des sociétés a également été mise en lumière.

La ventilation régionale, tant du patrimoine immobilier que des propriétaires particuliers de celui-ci, reflète l'importance relative des régions. La propriété immobilière est inégalement répartie, sa distribution entre les particuliers a été approchée mais devrait encore faire l'objet de travaux complémentaires.

# Summaries of articles

## Economic projections for Belgium – Spring 2013

The Bank's new macroeconomic projections for 2013 and 2014 were produced in a low-key international context featuring wide variations in performance between the main economic regions and an apparent disconnect between the real economy and the financial sphere. On the one hand, a vigorous recovery has been taking place since the end of 2012 in emerging markets and activity in the US is picking up as well, while, on the other hand, activity has remained hesitant in the euro area, with some Member States continuing to record a sharp contraction in activity and very high unemployment rates. According to the Eurosystem's projections, GDP is set to contract again in 2013 in the euro area, by around 0.6%, and to record modest growth of around 1.1% in 2014. Inflationary pressures would decline sharply: inflation in the euro area is projected to fall to 1.4% in 2013 and 1.3% in 2014, in a context of moderating import prices and weak economic activity.

The projections for Belgium show zero activity growth in 2013 – the same as in the forecasts published in December 2012 – and a modest growth of 1.1% in 2014. Regarding the short-term activity profile, a gradual recovery is still expected for the second half of the year, after a stagnation in the first half.

In 2013 only net exports will contribute positively to activity growth, as all the components of domestic demand – except public consumption – will remain unchanged or record a negative growth in volume terms. However, the positive contribution from foreign demand is due to the weakness of imports rather than the dynamism of exports, which would remain relatively anaemic. Private consumption is likely to remain stagnant in 2013, against the background of the meagre growth of households' disposable income, and some rise in the savings ratio, fuelled by anxiety over short- and medium-term income prospects. Low capacity utilization levels and thin order books would continue to depress business investment this year. In 2014, however, the domestic demand components are set to expand again, and should become the main engine of activity.

As a result of the adverse economic conditions and the fall in public employment, domestic employment is set to continue falling by 26 000 units in the course of 2013, and expected to rise only very slightly in 2014, by barely 9 000 units. In the face of the protracted crisis which has weakened their financial position, and the tightening of conditions for access to the system of temporary unemployment, firms can no longer afford to retain excess workers in relation to their sales volume and will therefore need to implement speedier redundancies. Consequently, the unemployment rate is forecast to continue rising from 7.6% in 2012 to 8.7% in 2014.

Inflation is projected to decline sharply over the projection horizon, coming down from 2.6% in 2012 to 1% in 2013 and 1.2% in 2014. That picture is attributable to the expected fall in oil prices

on the international markets, and to the changes seen on the gas and electricity markets, where various suppliers implemented substantial cuts in tariffs at the beginning of 2013. Domestic pressure on costs – notably labour costs – is likely to remain restrained, taking into account the freeze in real collectively agreed wages in the private sector.

After having reached 3.9% of GDP in 2012, the Belgian government deficit is expected to fall to 2.9% of GDP in 2013, before rising again to 3.3% of GDP in 2014 as a result of the disappearance of one-off factors. The government debt ratio, which came to 99.8% of GDP at the end of 2012, is forecast at 101.1% of GDP at the end of 2013 and 102.9% of GDP at the end of 2014.

JEL codes: E17, E25, E37, E66

Key words: Belgium, macroeconomic projections, Eurosystem

### Structural dynamics of Belgium international trade

The liberalisation of trade and finance, the reduction in transport costs and progress in the field of information and communication technologies have brought about profound changes in the international environment. As a result, the interpenetration of economies has increased sharply, and this has been reflected in the growing intensification of international trade in goods and services. Against this background, there has been considerable diversification of the type of goods and services traded across national borders and the list of trading partners has lengthened. This process of transformation is mirrored in the importance of the role played by the extensive margin in long-term growth of Belgian exports since 1995. The changing pattern of exports associated with new markets opening up or existing ones being abandoned, to which this extensive margin refers, even seems to have intensified during the recent recession. The growth of Belgium's exports over the last five years has in fact largely had its roots in the diversification of Belgian exporters' product portfolios. They seem to have repositioned themselves in market segments with higher technological content, in expanding markets like eastern Europe, China and India so as to safeguard or boost their market share abroad.

JEL codes: F01, F10, F14

Key words: international trade, extensive and intensive margins, Belgian export structure

### The demography of companies

The article looks at the demographic evolution of Belgian companies in the period from 2001 to 2012. The analysis concerns only those companies which, due to their legal structure, are obliged to file annual accounts with the Central Balance Sheet Office. These are Belgian companies in which the liability of shareholders or partners is limited to their investment. This approach makes it possible to obtain a clear picture of the evolution of both SMEs and large companies, excluding the impact of self-employed persons.

First, the study looks at the trends in the total number of establishments, bankruptcies, dissolutions and liquidations between 2001 and 2012. These data are then compared to the total number of active companies in order to establish the actual evolution. This also makes it possible to gain an impression of business dynamics and of the development phase of the economy in a particular period. In addition, it provides an overview of the net number of establishments and bankruptcies and the influence of the economic cycle on demographic developments.

This is followed by a geographical analysis of the establishments, bankruptcies, dissolutions and liquidations, in order to chart the process of economic development and dynamics in a certain region. The study is carried out at local, provincial and district levels, chiefly in order to establish the regions in which business dynamics are concentrated and to identify whether significant shifts have occurred during the past ten years.

Lastly, the article considers whether the year of establishment has an effect on the average survival rate of companies. A regional and sector-based analysis should make it possible to see whether the survival rate is higher in some regions or sectors than in others, and an age-related check explores whether companies of a certain age are more likely to go bankrupt than younger or older companies.

JEL codes: D21, D60, J11, R11

Key words: business demography, economic trends, regional analysis

### Size and dynamics of debt positions in Belgium and in the euro area

The current financial crisis has once again shown that the inherent procyclicality of lending can trigger financial cycles with a potentially substantial impact on the real economy. Against that background, the article analyses the size and dynamics of the debt ratios of the various non-financial sectors in Belgium and in the euro area. This reveals wide differences between countries, particularly in regard to the size, dynamics and composition of the debt positions. Next, the sustainability of those debt positions is assessed on the basis of a number of key indicators to identify those countries and sectors where balance sheet repair is most needed. Finally, the authors examine to what extent the deleveraging process has already begun, and the role performed in that by demand and supply factors affecting lending.

JEL codes: E44, F34, G01

Key words: financial cycle, balance sheet recession, indebtedness, debt sustainability, deleveraging

### Real estate holdings by institutional sector

The goal of the article is to provide estimates on the value of real estate assets in Belgium. Data sources and methodology are described in detail.

In addition to overall estimates, the article breaks down holdings by region, type of property and type of owner using a classification system that is consistent with the European system for national accounts. Properties owned by individuals, the largest segment of owners, are analysed in greater detail, notably according to the owner's region of residence. Two efforts to map real estate ownership distribution among individuals are also presented. The share of real estate in the total assets of individuals is also examined, and the article looks at levels of mortgage debt. The authors limit their observations to recent trends rather than conducting an in-depth economic analysis.

JEL codes: D140, D310, R310

Key words: housing, non financial assets, households

# Abstracts from the Working Papers series

## 240. On the origins of the Triffin dilemma: Empirical business cycle analysis and imperfect competition theory, by I. Maes, December 2012

Robert Triffin became famous with his trenchant analyses of the vulnerabilities of the Bretton Woods system. These are still at the center of many discussions today. This paper argues that there is a remarkable continuity in Triffin's work. From his earliest writings, Triffin developed a vision that the international adjustment process was not functioning according to the classical mechanisms. This view was based on thorough empirical analyses of the Belgian economy during the Great Depression and shaped by a business cycle perspective with an emphasis on the disequilibria and the transition period. His doctoral dissertation on imperfect competition theory and his Latin American experience further reinforced this basic view.

## 241. The Influence of the Taylor rule on US monetary policy, by P. Ilbas, Ø. Røisland, T. Sveen, January 2013

The authors analyze the influence of the Taylor rule on US monetary policy by estimating the policy preferences of the Fed within a DSGE framework. The policy preferences are represented by a standard loss function, extended with a term that represents the degree of reluctance to letting the interest rate deviate from the Taylor rule. The empirical support for the presence of a Taylor rule term in the policy preferences is strong and robust to alternative specifications of the loss function. Analyzing the Fed's monetary policy in the period 2001-2006, we find no support for a decreased weight on the Taylor rule, contrary to what has been argued in the literature. The large deviations from the Taylor rule in this period are due to large, negative demand-side shocks, and represent optimal deviations for a given weight on the Taylor rule.

## Signes conventionnels

e	estimation de la Banque
p.m.	pour mémoire
n.c.a.	non classé ailleurs

# Liste des abréviations

## Pays ou régions

BE	Belgique
DE	Allemagne
EE	Estonie
IE	Irlande
EL	Grèce
ES	Espagne
FR	France
IT	Italie
CY	Chypre
LU	Luxembourg
MT	Malte
NL	Pays-Bas
AT	Autriche
PT	Portugal
SI	Slovénie
SK	Slovaquie
FI	Finlande
CH	Suisse
CZ	République tchèque
DK	Danemark
HU	Hongrie
NO	Norvège
PL	Pologne
RU	Fédération de Russie
SE	Suède
UK	Royaume-Uni
AE	Émirats arabes unis
BR	Brésil
CA	Canada
CN	Chine
HK	Hong Kong
IL	Israël
IN	Inde
JP	Japon

TR	Turquie
US	États-Unis

### Autres abréviations

AGDP	Administration générale de la Documentation patrimoniale
AIE	Agence internationale de l'énergie
APL	Administrations provinciales et locales
ASBL	Association sans but lucratif
BCE	Banque centrale européenne
BEI	Banque européenne d'investissement
BNB	Banque nationale de Belgique
CDS	Credit default swap
CE	Commission européenne
CNCED	Conférence des Nations Unies sur le commerce et le développement
CTCI	Classification type pour le commerce international
DGSIE	Direction générale Statistique et Information économique
DNB	De Nederlandsche Bank
ESI	Economic Sentiment Indicator
FESF	Fonds européen de stabilité financière
FMI	Fonds monétaire international
HS6	Harmonised System of Product Classification
ICN	Institut des comptes nationaux
IPCH	Indice des prix à la consommation harmonisé
MES	Mécanisme européen de stabilité
NACE	Nomenclature des activités économiques de la Communauté européenne, version belge
OCDE	Organisation de coopération et de développement économiques
OLO	Obligation linéaire
OMT	Opérations monétaires sur titres
ONEM	Office national de l'emploi
ONSS	Office national de sécurité sociale
PDM	Procédure concernant les déséquilibres macroéconomiques
PIB	Produit intérieur brut
PME	Petites et moyennes entreprises
PMI	Purchasing Manager Index
PSI	Private Sector Involvement
RC	Revenu cadastral
R&D	Recherche et développement
SEC	Système européen des comptes

SERV	Conseil socio-économique de Flandre
S&P	Standard and Poor's
SPF	Service public fédéral
SUT	Supply and Use Tables
TVA	Taxe sur la valeur ajoutée
UE	Union européenne
UEM	Union économique et monétaire

Banque nationale de Belgique  
Société anonyme  
RPM Bruxelles – Numéro d’entreprise : 0203.201.340  
Siège social : boulevard de Berlaimont 14 – BE-1000 Bruxelles  
[www.bnb.be](http://www.bnb.be)

Éditeur responsable

**Jan Smets**

Directeur

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

Personne de contact pour la Revue

**Luc Dufresne**

Secrétaire général

Tél. +32 2 221 24 96 – Fax +32 2 221 30 91  
[luc.dufresne@nbb.be](mailto:luc.dufresne@nbb.be)