Rapport 2004

Banque Nationale de Belgique

Eurosystème

© Banque nationale de Belgique

Tous droits réservés. La reproduction partielle ou intégrale
de cette publication à des fins éducatives et non commerciales
est autorisée moyennant mention de la source.

Avant-propos

par Guy Quaden, Gouverneur

© Photonews

L'économie mondiale a connu en 2004 son taux de croissance – estimé à environ 5 p.c. – le plus élevé des trente dernières années. Les principaux foyers de cette forte activité ont été les États-Unis et les économies émergentes d'Asie, en premier lieu la Chine.

Cette croissance rapide de l'économie mondiale s'est accompagnée de certaines tensions qui pourraient en freiner plus ou moins gravement l'élan.

L'année 2004 a ainsi été marquée par une nouvelle hausse des cours du pétrole. Celle-ci, quoique son incidence macroéconomique soit – pour diverses raisons – sans commune mesure avec celle des chocs des années 1970, a pesé négativement sur la confiance des entrepreneurs et des consommateurs.

La principale source d'inquiétude est la persistance et même l'élargissement des déséquilibres extérieurs dans l'économie mondiale, le plus marqué étant celui des États-Unis, dont le déficit de la balance courante a entraîné de nouvelles pressions à la baisse sur le cours du dollar.

Il importe que tous les pays et groupes de pays concernés intensifient leurs efforts pour résorber progressivement ces déséquilibres. Il s'agit pour les États-Unis de réajuster la croissance de leur économie et de relever leur taux d'épargne national, principalement par un programme convaincant de réduction de leur important déficit budgétaire. La Chine et d'autres économies émergentes d'Asie devraient, de leur côté, préparer et mettre en œuvre un assouplissement de leur politique de change. Quant à la zone euro, dont la monnaie a déjà largement participé à l'adaptation des cours de change, elle doit, ainsi que le Japon, renforcer son potentiel de croissance pour apporter une contribution plus significative au soutien de la demande et de l'activité dans le monde.

En 2004, la croissance économique s'est également raffermie dans la zone euro. Passée, selon les estimations provisoires, de 0,6 p.c. en 2003 à 1,8 p.c., elle demeure cependant modeste au regard des taux enregistrés dans de nombreuses autres régions du monde. L'expansion dans la zone a, au surplus, été principalement entraînée par la demande extérieure.

Si la pression intérieure sur les prix est restée limitée, le net renchérissement de l'énergie, même freiné par la poursuite de l'appréciation de l'euro, a provoqué une certaine hausse de l'inflation, qui a atteint 2,4 p.c. à la fin de 2004. Le Conseil des gouverneurs de la BCE a cependant considéré que, à moyen terme, les perspectives d'inflation demeuraient conformes à sa définition de la stabilité des prix et a maintenu son principal taux d'intérêt au niveau historiquement très bas de 2 p.c. La politique monétaire a donc apporté son soutien à la reprise conjoncturelle.

En dépit de cette reprise, la détérioration des situations budgétaires s'est poursuivie en 2004 dans plusieurs États de la zone. Dans certains d'entre eux, le déficit dépasse 3 p.c. du PIB depuis maintenant plusieurs années.

Le principe fondateur du Pacte de stabilité et de croissance reste cependant valable, à savoir qu'un cadre garantissant une discipline raisonnable dans chacun des États membres est absolument nécessaire dans une union monétaire au sein de laquelle, en l'absence d'union politique, la politique budgétaire demeure de compétence nationale. Et il est également indispensable que ces règles soient claires, compréhensibles et appliquées à tous les pays sans discrimination.

L'agenda de Lisbonne est un autre pilier important de la construction économique européenne. Malheureusement, dans ce domaine aussi, les réalisations sont jusqu'à présent en deçà des ambitions affichées. Or, c'est précisément l'insuffisance du dynamisme économique qui explique les prestations relativement médiocres de beaucoup d'économies européennes alors que la concurrence internationale ne faiblit pas. La mise en œuvre effective et le succès de la stratégie de Lisbonne requièrent des engagements politiques plus précis et une meilleure communication avec les populations concernées sur les buts poursuivis et les résultats obtenus.

Pour la deuxième année consécutive, le taux de croissance économique en Belgique (estimé à 1,3 p.c. en 2003 et 2,7 p.c. en 2004) a été nettement supérieur à la moyenne de la zone euro.

Notre économie a, elle aussi, malgré l'appréciation de l'euro, bénéficié de l'expansion de la demande extérieure. La croissance en volume de nos exportations a été de l'ordre de 6 p.c. en 2004. Sur ce plan, d'autres pays européens, en particulier l'Allemagne, ont cependant fait mieux. Les entreprises belges ne sont pas les plus actives sur les marchés et pour les produits dont la demande a crû le plus fortement et, par rapport à de nombreuses autres économies industrialisées, la Belgique a aussi perdu du terrain ces dernières années en termes de compétitivité par les coûts. Les importations ayant augmenté un peu plus fortement encore que les exportations, la contribution nette du reste du monde à notre croissance a été, au total, négative.

Bénéficiant de conditions de financement favorables, dues au redressement de la rentabilité des sociétés, au bas niveau des taux d'intérêt et à la remontée des cours boursiers, le taux de croissance de l'investissement des entreprises, négatif en 2002 et 2003, est redevenu positif en 2004 (1,5 p.c. en termes réels).

C'est surtout la dynamique très satisfaisante de la consommation privée (elle a à nouveau augmenté d'un peu plus de 2 p.c. en volume), qui a distingué notre pays de beaucoup d'autres pays européens, dont spécialement l'Allemagne. Cette progression de la consommation des ménages a excédé celle, fort mesurée, de leur revenu disponible réel et est donc liée à un nouveau recul de leur propension à épargner. Le niveau très élevé de l'épargne des particuliers compensait à une certaine époque la désépargne des pouvoirs publics. Le retour à l'équilibre budgétaire et la réduction de la dette publique, couplés à la mise en œuvre progressive de la réforme fiscale, incitent sans doute les ménages belges à ajuster le montant de leurs dépenses à des perspectives de revenus nets plus favorables. L'assainissement des finances publiques porte donc des fruits tangibles.

L'amélioration de l'activité ne s'est pas encore complètement répercutée sur l'emploi. En 2004, 31.000 postes de travail supplémentaires auraient cependant déjà été créés, ce qui, compte tenu de la progression de la population active, n'a toutefois pas empêché une augmentation du taux de chômage harmonisé de 8,5 p.c. à la fin de 2003 à environ 9 p.c. à la fin de 2004.

La hausse des prix à la consommation est passée de 1,5 p.c. en 2003 à 1,9 p.c. en 2004 mais la tendance sous-jacente de l'inflation – qui exclut les variations de prix de nature administrative et celles des produits énergétiques et des produits alimentaires non transformés – est revenue de 2 p.c. en 2003 à 1,5 p.c. en 2004.

Enfin, l'année 2004 a été marquée en Belgique par un nouvel équilibre des comptes de l'ensemble des administrations publiques, de sorte que, pour la première fois depuis 1982, le ratio de la dette publique est descendu sensiblement sous la barre des 100 p.c. du PIB. Ces résultats favorables, grâce auxquels la Belgique se compare plus qu'honorablement à ses partenaires européens, ne peuvent cependant inciter à relâcher la vigilance, d'autant que le maintien de l'équilibre budgétaire a été quelque peu facilité ces dernières années par des facteurs qui ne peuvent indéfiniment se reproduire, c'est-à-dire certaines recettes non récurrentes et le niveau exceptionnellement bas des taux d'intérêt.

La Belgique est-elle capable de continuer à enregistrer un taux de croissance économique relativement élevé ? Le taux d'épargne des particuliers, toujours sensiblement supérieur à la moyenne européenne, pourrait encore baisser si la confiance se renforce. Mais la croissance potentielle – définie comme la croissance qui, compte tenu des disponibilités en facteurs de production (travail et capital) et des gains de productivité, peut être réalisée durablement sans générer de déséquilibres, notamment inflationnistes – ne dépasse guère 2 p.c. en Belgique (ce qui correspond à la moyenne de la zone euro). Et elle pourrait encore être grevée dans les décennies à venir par le vieillissement de la population qui, outre des charges supplémentaires pour les finances publiques, implique une contraction de l'offre potentielle de travail.

Assez paradoxalement, quelques-unes de nos faiblesses actuelles, tels la modicité relative du taux d'activité de la population et le niveau encore élevé de l'endettement public, offrent à la Belgique d'importantes marges de manœuvre.

Les réponses aux deux défis majeurs que constituent le vieillissement de notre population et la concurrence accrue à l'échelle mondiale sont donc claires : poursuivre sans relâche la réduction de la dette publique par une politique budgétaire ambitieuse, renforcer quantitativement et qualitativement l'offre effective de travail et l'emploi par un dynamisme accru du marché du travail et des systèmes d'enseignement, mais aussi maîtriser nos coûts de production et encourager plus fortement encore l'esprit d'entreprise, la recherche, les investissements innovateurs.

Ces chantiers sont détaillés dans le Rapport qui suit. De leur bonne réalisation dépend le maintien d'un niveau élevé de prospérité économique et de cohésion sociale au bénéfice des générations à venir.

AVANT-PROPOS 5

RAPPORT PRÉSENTÉ PAR LE GOUVERNEUR AU NOM DU CONSEIL DE RÉGENCE 14

ÉVOLUTION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE 2

Chapitre 1 : Environnement international 3

Vue d'ensemble 3
États-Unis 9
Japon 12
Chine 14
Union européenne 15

Chapitre 2 : La politique monétaire de l'Eurosystème 33

Aspects stratégiques 33
Aspects opérationnels 41

Chapitre 3 : Production, dépenses et opérations courantes en Belgique 45

Vue d'ensemble 45
Évolution de l'activité 49
Catégories de dépenses et secteurs intérieurs 53
Échanges extérieurs et opérations courantes de la balance des paiements 61

Chapitre 4 : Marché du travail et coûts salariaux 69

Marché du travail 69
Coûts salariaux 78

Chapitre 5 : Prix 87

Inflation en Belgique 87
Écart d'inflation entre la Belgique et la zone euro 95

Chapitre 6 : Finances publiques 101

Recettes, dépenses et solde de financement 101
Les finances des communautés et des régions 118

Chapitre 7 : Comptes et marchés financiers 123

Structure des financements et des placements dans l'économie belge 123
Particuliers 124
Sociétés non financières 135
Administrations publiques 140

Chapitre 8 : Stabilité financière 145

Marchés financiers internationaux 145
Établissements de crédit belges 148
Compagnies d'assurances belges 156

ANNEXES 162

Annexes statistiques 163

Notice méthodologique 189

Signes conventionnels 191

Liste des abréviations 193

Liste des encadrés, tableaux et graphiques 197

Le contexte économique européen et mondial

1. Durant la majeure partie de l'année 2004, l'économie mondiale a été entraînée par une dynamique puissante, confortée principalement par la croissance soutenue de l'activité aux États-Unis et dans les économies émergentes d'Asie, parmi lesquelles la Chine occupe une place sans cesse plus importante, ainsi que par un redressement remarquable, quoiqu'encore fragile, au Japon. Dans la zone euro, la reprise s'est affermie, même si elle a encore été en grande partie déterminée par l'expansion de la demande extérieure.

2. Les principaux moteurs de la croissance mondiale – qui a atteint environ 5 p.c., soit le chiffre le plus élevé des trente dernières années – ont été le maintien de politiques macroéconomiques expansionnistes dans de nombreuses régions du monde, la poursuite de l'amélioration de la situation financière et de la rentabilité des entreprises qui, associée à des conditions de financement favorables, a stimulé les investissements, et une reprise des dépenses des particuliers, encouragée par des effets de richesse et des perspectives d'emploi plus optimistes. Cette évolution est allée de pair avec une forte progression des échanges internationaux, signe de l'accélération en cours de la mondialisation de l'économie.

3. Peu à peu, il est toutefois devenu clair que cette croissance rapide portait en elle les germes de plusieurs déséquilibres, qui allaient en freiner l'élan.

4. L'un des facteurs les plus évidents à cet égard a été la poursuite de la hausse des cours du pétrole brut et d'autres matières premières. Étant donné que la croissance de la demande mondiale de pétrole a nettement dépassé les attentes, tandis que les possibilités d'adaptation de la capacité d'extraction dans les pays producteurs ont été mises en doute, le prix du pétrole a subi de fortes pressions. Celles-ci ont été renforcées par l'incertitude entourant la stabilité de l'offre en raison des tensions géopolitiques au Moyen-Orient et par l'exiguïté des stocks commerciaux dans les pays industrialisés.

5. Bien que le cours du pétrole libellé en dollar ait atteint un record en octobre – plus de 50 dollars le baril de Brent – et qu'il ait, en moyenne sur l'ensemble de l'année, dépassé de 33 p.c. le niveau de 2003, l'incidence macroéconomique de ce choc est sans commune mesure avec celle des crises pétrolières survenues dans les années septante. En termes réels, c'est-à-dire compte tenu de la hausse du niveau général des prix, le coût du pétrole représente aujourd'hui à peine la moitié de ce qu'il était à la fin des années septante. Par ailleurs, l'intensité en pétrole de la production dans les pays industrialisés s'est presque réduite de moitié depuis cette époque. Enfin, la politique monétaire est aujourd'hui beaucoup mieux à même d'ancrer les anticipations d'inflation, ce qui a limité considérablement le risque d'une spirale non maîtrisée de hausse des prix et des salaires. Il n'en reste pas moins que, partout dans le monde, le renchérissement des produits pétroliers a pesé sur le pouvoir d'achat des ménages et la rentabilité des entreprises et a affaibli la confiance dans une croissance soutenue de l'activité.

6. Une autre source d'inquiétude accrue a été la persistance, voire le creusement, des déséquilibres extérieurs, particulièrement aux États-Unis, dont le déficit de la balance courante s'est aggravé, pour atteindre 5,7 p.c. du PIB. Les doutes grandissants quant à un financement aisé de ce déficit, notamment par le biais de l'accumulation de réserves en dollar par des banques centrales étrangères, ont exercé de nouvelles pressions à la baisse sur le cours de la devise américaine sur les marchés des changes, plus spécialement vis-à-vis de l'euro. Pour l'ensemble de l'année, le cours de change effectif du dollar a baissé de 7,3 p.c. par rapport à l'année précédente, tandis que la dépréciation bilatérale à l'égard de l'euro a été de plus de 9 p.c.

7. Les déséquilibres des balances des paiements courants recèlent des risques pour la stabilité financière internationale, tant par leur ampleur que par leur mode de financement. C'est pourquoi il importe que tous les pays et régions concernés intensifient leurs efforts pour les rectifier de manière progressive et ordonnée. En vue de prévenir des rapports de change inadéquats et une volatilité excessive, les adaptations de cours devraient être réparties de façon plus équilibrée, ce qui suppose, entre autres, une plus grande flexibilité des cours de change dans les économies émergentes d'Asie. À terme, cette flexibilité leur serait d'ailleurs profitable : une appréciation nominale pourrait, en effet, contribuer à contenir les pressions inflationnistes dans ces pays en forte expansion, et offrirait à la politique monétaire une marge de manœuvre plus grande pour faire face aux chocs internes. Pour les États-Unis, le principal défi consiste à rééquilibrer la croissance de leur économie, ce qui implique notamment un relèvement du taux d'épargne national. Au cours de l'année sous revue, la Réserve fédérale a déjà commencé à infléchir progressivement le cours de sa politique monétaire en direction de taux d'intérêt plus neutres. Toutefois, il importe surtout de réduire le découvert budgétaire structurellement élevé qui, à 4,4 p.c. du PIB, représente de loin la contrepartie intérieure la plus importante du déficit du compte courant américain. Pour l'Europe et le Japon, enfin, il s'agit essentiellement de stimuler le potentiel de croissance en mettant en œuvre des réformes structurelles, ce qui contribuerait à réduire les écarts par rapport à d'autres régions.

8. Selon des estimations préliminaires, le PIB dans la zone euro s'est accru de 1,8 p.c. en 2004, contre seulement 0,6 p.c. en 2003 et 0,9 p.c. en 2002. Pour la première fois depuis plusieurs années, les prévisions de croissance se sont réalisées. Toutefois, ce résultat relativement favorable est avant tout dû au fait que la zone euro a pu bénéficier, durant le premier semestre principalement, d'une expansion plus forte que prévu de la demande extérieure. Après deux années de recul, les investissements des entreprises se sont, eux aussi, redressés, dans un contexte d'amélioration des perspectives de ventes et des bénéfices et de taux d'intérêt historiquement bas. L'élargissement de la dynamique de croissance interne à la consommation privée n'a, en revanche, pas rencontré les attentes ou s'est pour le moins montré inégal d'un pays à l'autre. L'absence de progrès tangible sur le marché du travail, qui, dans certains pays, s'est conjuguée à une forte modération salariale, a en effet généralement freiné la croissance du revenu disponible réel des ménages. En outre, la hausse des prix de l'énergie et le relèvement de la fiscalité indirecte ont pesé sur le pouvoir d'achat. Par ailleurs, dans plusieurs pays, des déficits budgétaires élevés ou croissants sont allés de pair avec un taux d'épargne des ménages important ou en progression, ce qui témoigne peut-être des préoccupations de ces derniers quant au caractère soutenable des régimes de prestations sociales et de revenus de remplacement alloués par les pouvoirs publics.

9. Sous l'effet de la faiblesse relative de la demande, qui a laissé des capacités de production sous-exploitées, de l'évolution globalement modérée des salaires et de hausses, essentiellement conjoncturelles, de la productivité, la pression intérieure sur le niveau des prix est restée limitée. Comme dans les autres régions du monde, le net renchérissement de l'énergie a néanmoins provoqué un rebond de l'inflation, même si son incidence a été atténuée par la poursuite de l'appréciation de l'euro. À la fin de l'année, la progression de l'IPCH a atteint 2,4 p.c. dans la zone, contre 2 p.c. un an plus tôt.

10. La détérioration des situations budgétaires dans la zone euro, qui s'était amorcée en 2001 dans le contexte du ralentissement conjoncturel, s'est poursuivie en 2004 en dépit de l'accélération de la croissance économique. Le déficit public moyen dans la zone a atteint presque 3 p.c. du PIB. Cette évolution est préoccupante à plus d'un titre. Un nombre grandissant d'États affichent un déficit, que l'on peut qualifier d'« excessif », de plus de 3 p.c. du PIB, ou se rapprochent fortement du plafond fixé par le Traité de Maastricht. Certains n'ont d'ailleurs pu éviter de dépasser ce seuil qu'en recourant largement à des mesures ponctuelles. De façon plus générale, la plupart des pays confrontés à de graves déséquilibres budgétaires n'ont pas démontré qu'ils avaient entamé la consolidation structurelle requise de leurs finances publiques.

11. Le principe fondateur du Pacte de stabilité et de croissance, à savoir qu'une union monétaire au sein de laquelle la politique budgétaire reste une compétence nationale a besoin d'un cadre clair et contraignant garantissant une discipline raisonnable dans chacun des États qui la composent, demeure tout à fait valable. Le Pacte a incontestablement joué un rôle en ce sens : les déficits sont restés plus faibles que par le passé et plusieurs petits pays ont été incités à persévérer dans l'assainissement de leurs finances publiques. Dans d'autres cas, en revanche, la vigueur de la conjoncture durant les premières années de l'UEM n'a pas été suffisamment mise à profit pour renforcer durablement les situations budgétaires sous-jacentes. Ces évolutions divergentes ont mis à dure épreuve l'application adéquate et solidaire du Pacte. En soi, l'initiative prise par la Commission européenne afin de promouvoir une saine gestion économique et de clarifier l'application du Pacte est dès lors bienvenue. Certaines propositions actuellement à l'étude, comme celles qui consistent à renforcer la discipline lorsque la conjoncture est favorable, et à reconnaître une place plus importante à la soutenabilité des finances publiques lors de l'évaluation des situations budgétaires, ainsi que les mesures qui encouragent la publication correcte et en temps voulu des données statistiques requises, sont certainement appropriées. D'autres, qui visent une interprétation et une application plus souples ou différenciées des règles et procédures, en fonction de la situation économique et budgétaire de chaque pays, doivent être considérées avec la plus grande circonspection. Des règles complexes, insuffisamment transparentes, risquent en effet de déboucher sur des discussions interminables et de rendre difficile le traitement équitable des États membres, ce qui menacerait de saper davantage encore l'acceptation politique d'un cadre régulateur commun.

12. Un retour rapide à la discipline budgétaire est nécessaire non seulement pour garantir le fonctionnement harmonieux de l'union monétaire, mais davantage encore pour donner aux États membres les moyens de faire face aux conséquences du vieillissement de la population et aux défis de l'intégration économique mondiale.

13. En ce qui concerne cet autre pilier important de la construction économique européenne qu'est le programme de réformes de Lisbonne pour la croissance et l'emploi, les réalisations sont aussi souvent en deçà des ambitions, pourtant largement partagées. Étant donné que, jusqu'à présent, la stratégie de Lisbonne a probablement été conçue d'une manière trop large et trop dispersée et a, de ce fait, souvent manqué d'assise politique, il y a sans doute lieu de concentrer en priorité les efforts sur ses objectifs clés. Même si la morosité de la conjoncture et les difficultés budgétaires grandissantes de ces dernières années n'ont pas favorisé la mise en œuvre énergique de réformes structurelles, ces obstacles ne justifient aucunement un étiolement des intentions à cet égard, car c'est précisément le manque de dynamisme économique qui explique les prestations relativement médiocres de l'Europe, alors que la concurrence internationale ne faiblit pas. Le succès de la mise en œuvre de la stratégie de Lisbonne requiert un engagement politique plus ferme, qui repose sur une approche consensuelle et cohérente, qui soit orienté vers les résultats et dont les buts et les réalisations soient clairement communiqués à la population. Des programmes d'action nationaux, dans le cadre desquels les États membres prennent des engagements explicites précis vis-à-vis des réformes indispensables à engager sur les marchés du travail, des produits et des capitaux, et une attention plus soutenue portée à la comparaison et à l'évaluation des résultats peuvent aider à renforcer l'implication et la responsabilité des décideurs politiques lors de la mise en application de cette stratégie.

La situation économique en Belgique

14. Après plus de deux années de morosité, la reprise amorcée au second semestre de 2003 s'est prolongée et renforcée au cours de l'année sous revue : en moyenne annuelle, la croissance du PIB aurait à peu près doublé, passant de 1,3 p.c. en 2003 à 2,7 p.c. en 2004, principalement grâce à la robustesse de la demande intérieure. Pour la deuxième année consécutive, la Belgique a ainsi suivi un rythme d'expansion nettement supérieur à celui de l'ensemble de la zone euro.

15. Par le passé, il n'était pas exceptionnel que l'économie belge présente un profil conjoncturel plus accentué, ce qui était généralement dû à une sensibilité plus importante aux fluctuations de la demande étrangère, vu son degré d'ouverture et sa structure de production particulière. La demande extérieure a, cette fois aussi, été l'un des principaux moteurs de l'embellie conjoncturelle, comme l'atteste l'accélération de la croissance des exportations, qui est passée de 1,7 p.c. en 2003 à 6 p.c. en 2004. Il n'en demeure pas moins que l'atonie persistante de la dépense intérieure dans plusieurs pays limitrophes et le renchérissement de l'euro, surtout vis-à-vis de la zone dollar, ont quelque peu freiné la progression des ventes à l'étranger. La progression des exportations de la Belgique, comme de bon nombre d'autres pays de la zone euro, est restée inférieure à celle du commerce mondial ces dernières années, ce qui peut dans une large mesure être imputé à un effet de structure géographique. Les régions les plus dynamiques du monde ne figurent en effet pas parmi les principaux débouchés des exportateurs belges. En outre, par rapport à un large groupe d'économies industrialisées, la Belgique a perdu quelque 6,5 p.c. en termes de compétitivité par les coûts depuis le début de ce siècle, essentiellement vis-à-vis de pays ne faisant pas partie de la zone euro et en raison de l'appréciation de la monnaie unique. Enfin, lorsqu'on la compare à celle de certains pays voisins, notamment l'Allemagne, la composition des exportations par produit semble avoir, elle aussi, joué en la défaveur de la Belgique, dans la mesure où les biens d'investissement, et plus particulièrement les produits liés aux techniques de l'information et de la communication, pour lesquels la demande mondiale a été vive, sont relativement sous-représentés. Pour leur part, les importations de biens et services ont aussi crû davantage, sous l'effet de la vigueur des exportations et de la demande intérieure. Au cours des deux dernières années, leur rythme d'accroissement a même dépassé celui des exportations, de sorte que les échanges extérieurs ont fourni, par solde, une contribution légèrement négative à la croissance du PIB en volume, de l'ordre de 0,3 point de pourcentage par an.

16. La vitalité des dépenses intérieures et surtout de la consommation privée, qui a augmenté de quelque 2,1 p.c. en volume pour la deuxième année consécutive, n'en est que plus remarquable. Non seulement ces chiffres dépassent sensiblement ceux enregistrés dans le reste de la zone euro, où la consommation n'a guère progressé de plus de 1 p.c. au cours de chacune de ces deux années, mais ils excèdent aussi largement la hausse du revenu disponible réel des ménages qui, en moyenne, a été inférieure à 1 p.c. par an en Belgique durant la même période. L'accroissement limité du pouvoir d'achat s'explique essentiellement par une amélioration modeste de l'emploi et une faible hausse des salaires et traitements moyens. En conséquence, l'expansion relativement soutenue de la consommation privée est liée à un recul de la propension à épargner des ménages ; sur l'ensemble des deux dernières années, leur taux d'épargne s'est replié de 2,3 points de pourcentage, pour s'établir à 14,2 p.c. du revenu disponible en 2004. Comme par le passé, et contrairement au mouvement observé dans plusieurs pays européens, ce recul semble avant tout attribuable à la poursuite de la consolidation budgétaire et de la réduction de la dette publique en Belgique qui, couplée à la mise en œuvre progressive de la réforme fiscale, incite sans doute les ménages à ajuster leurs dépenses non seulement à leur revenu disponible actuel, mais aussi à des perspectives de revenu plus favorables. Il apparaît donc que l'assainissement des finances publiques porte ses fruits et a notamment concouru aux meilleurs résultats actuels de l'économie belge par rapport à nombre de ses partenaires européens.

17. L'amélioration des perspectives de ventes et des bénéfices, ainsi que le climat financier favorable, marqué notamment par des taux d'intérêt extrêmement bas et une remontée des cours boursiers, ont aussi créé les conditions d'un renforcement de la formation de capital par les entreprises : après s'être contractée pendant deux ans, celle-ci aurait crû de 1,5 p.c. en 2004. De même, la consommation et les investissements publics ont apporté leur soutien à la croissance.

18. L'emploi est également à nouveau orienté à la hausse depuis le second semestre de 2003 : quelque 31.000 nouveaux postes de travail auraient été créés sur l'ensemble de l'année sous revue, ce qui représente une augmentation de 0,7 p.c. Certes, la croissance de l'emploi est ainsi demeurée en retrait de la progression de l'activité. Cet écart n'est toutefois pas exceptionnel, étant donné que, dans une phase conjoncturelle ascendante, les entreprises recourent d'abord de manière plus intensive et plus productive à leurs réserves de main-d'œuvre précédemment sous-exploitées et ne procèdent qu'ensuite à de nouveaux recrutements. Sous l'effet de facteurs structurels, comme la hausse de la participation des femmes au marché du travail, et d'une composante cyclique, l'offre de travail a parallèlement poursuivi sa vive expansion, débouchant, par solde, sur une nouvelle augmentation du nombre de chômeurs, à hauteur d'environ 38.000 personnes. La progression annuelle du chômage s'est continuellement réduite depuis la mi-2003, mais, au dernier trimestre de 2004, elle s'est à nouveau quelque peu accélérée et le taux de chômage harmonisé s'est établi à environ 9 p.c. de la population active, au lieu de 8,5 p.c. à la fin de 2003.

19. La modération salariale, à laquelle l'accord interprofessionnel de décembre 2002 appelait pour les années 2003 et 2004, a été bien respectée dans l'ensemble. La hausse réelle moyenne des salaires conventionnels est estimée à 0,4 p.c. en 2003 et à 1 p.c. en 2004. En tenant compte des indexations, leur progression nominale s'est élevée, respectivement, à 1,8 et 2,4 p.c., soit 4,3 p.c. sur l'ensemble des deux années, tandis que les coûts salariaux horaires totaux, calculés en incluant le « glissement des salaires » et les cotisations sociales, auraient augmenté de 5,4 p.c. au cours de la même période. Il n'en demeure pas moins que, depuis l'entrée en vigueur de la loi de 1996 relative à la promotion de l'emploi et à la sauvegarde préventive de la compétitivité, ces coûts horaires paraissent avoir plus augmenté en Belgique que dans les trois principaux pays voisins et la zone euro. En termes de coûts par unité produite, c'est-à-dire compte tenu de l'évolution relative de la productivité, l'écart cumulé vis-à-vis des trois pays voisins atteint plus de 4 points de pourcentage, selon les chiffres actuellement disponibles de l'OCDE.

20. Néanmoins, l'objectif de maîtrise de l'évolution des coûts du travail a assurément montré son utilité. Comme en témoigne notamment la baisse de la part des salaires dans la valeur ajoutée totale, les entreprises ont eu davantage de latitude pour améliorer leurs résultats opérationnels et leurs bilans, ce qui peut favoriser les investissements et la création d'emplois et limiter les tensions sur les prix de vente.

21. À cet égard, même si l'inflation totale est passée de 1,5 p.c. en 2003 à 1,9 p.c. en 2004, surtout à la suite du renchérissement de l'énergie, la tendance sous-jacente de l'inflation – mesurée à l'exclusion des variations de prix de nature administrative et de celles des produits énergétiques et des produits alimentaires non transformés – a sensiblement régressé, revenant de 2 p.c. en 2003 à 1,5 p.c. durant l'année sous revue. Outre la pression réduite exercée par la demande et la transmission progressive de l'appréciation de l'euro, l'évolution raisonnable des coûts salariaux y a contribué.

22. Le redressement conjoncturel et la vive augmentation des bénéfices de la plupart des entreprises – après avoir progressé de 6 p.c. en 2003, l'excédent brut d'exploitation des sociétés se serait accru de près de 9 p.c. au cours de l'année sous revue – ont alimenté la reprise boursière en Belgique durant les deux dernières années. En 2004, les actions cotées sur Euronext Bruxelles ont enregistré une augmentation moyenne des cours de 36,5 p.c., soit un résultat nettement supérieur à celui de la zone euro, où la hausse n'a été que de 10,5 p.c. Cette forte progression traduit toutefois aussi, en partie, un mouvement de rattrapage par rapport aux réalisations relativement modestes des années précédentes, comme le montrent notamment les ratios cours-bénéfices qui, au début de 2004, étaient encore sensiblement au-dessous de la moyenne européenne.

23. L'amélioration du climat boursier a conduit les particuliers belges, pour la première fois depuis 1998, à investir à nouveau en actions, en termes nets. Cependant, une grande préférence pour les placements liquides présentant un moindre niveau global de risque n'en a pas moins subsisté. En outre, il semble que les résidents belges aient rapatrié des montants considérables d'actifs financiers de l'étranger, en partie dans le cadre de l'amnistie fiscale offerte par la « déclaration libératoire unique », mais aussi et sans doute surtout parce qu'ils ont anticipé l'entrée en vigueur de la Directive européenne sur l'épargne, prévue pour la mi-2005. Il est possible que ces avoirs rapatriés aient été consacrés pour une part à des fins de consommation ou d'investissement et qu'ils aient ainsi apporté une contribution – difficile à estimer cependant – à la notable progression des dépenses privées observée ces derniers temps.

Politique monétaire et stabilité financière

Politique monétaire

24. Tout au long de l'année 2004, jugeant des risques qui pesaient sur la stabilité des prix au moyen d'une analyse approfondie des évolutions économiques et monétaires dans la zone euro, le Conseil des gouverneurs de la BCE a estimé que le taux d'intérêt des opérations principales de refinancement de l'Eurosystème, qui avait été fixé au niveau historiquement bas de 2 p.c. en juin 2003, restait approprié. Il a, en effet, considéré que, à moyen terme, les perspectives d'inflation demeuraient conformes à la définition de la stabilité des prix de la BCE, tandis que le faible niveau des taux d'intérêt constituait un élément de soutien de la reprise conjoncturelle qui s'était amorcée au second semestre de 2003. Au fil de l'année, toutefois, sa vigilance s'est renforcée : même si le scénario le plus probable est resté celui d'une hausse future des prix à la consommation dans la zone euro au-dessous de 2 p.c. l'an, limite supérieure de la définition de la stabilité des prix, les risques à la hausse ont augmenté.

25. Ces risques sont provenus de nouveaux chocs sur les prix, qui ont porté l'inflation courante au-dessus du seuil de 2 p.c. à partir de mai 2004, déjouant les prévisions précédentes, et ont contribué à une légère remontée des anticipations d'inflation, ainsi que de conditions monétaires très accommodantes dans une phase de reprise économique. La faiblesse relative de la demande intérieure, l'évolution modérée des salaires et l'appréciation de l'euro ont cependant fait contrepoids.

26. Les principaux chocs qui ont affecté les prix au cours de 2004 ont été l'envolée des cours du pétrole et les relèvements d'impôts indirects et de prix administrés dans plusieurs pays. Le choc pétrolier, en particulier, qui a été considéré comme durable, dans une certaine mesure, étant donné une demande structurellement plus élevée en provenance des économies émergentes, avait ceci d'inconfortable, qu'il était de nature à pousser les prix à la hausse et l'activité à la baisse, même si c'était nettement moins que dans les années septante. Une banque centrale ne peut pas empêcher que le renchérissement de l'énergie ait un certain effet négatif sur l'offre de produits, ni que la détérioration des termes de l'échange réduise le revenu réel des pays importateurs de pétrole. Elle n'est pas non plus en mesure de s'opposer aux effets directs sur les prix à la consommation des produits énergétiques. Il importe en outre que l'ajustement nécessaire des prix relatifs, en fonction des contenus en énergie des divers biens et services, s'opère sans entrave. En revanche, la politique monétaire doit ancrer fermement les anticipations d'inflation à moyen terme, de manière à dissuader les agents économiques de s'engager dans des tentatives d'effacer, par des hausses nominales, la perte de revenu réel due à la détérioration des termes de l'échange, ce qui provoquerait une spirale dommageable de hausses de prix et de salaires. Le risque de tels effets, dits de second tour, dépend manifestement du contexte économique et social, outre la crédibilité de la banque centrale. Ainsi, il se peut que la baisse spontanée de la demande due au choc pétrolier et le réalisme prévalant dans les négociations salariales suffisent à contenir les pressions sur les prix. En 2004, le Conseil des gouverneurs a jugé que la menace d'effets de second tour était assez limitée dans un environnement de modération salariale et de sous-emploi des capacités productives, compte tenu, entre autres, du chômage encore élevé. Il a néanmoins exprimé sa vigilance particulière à l'égard de ce risque.

27. Les conditions monétaires ont été particulièrement accommodantes en 2004, comme en témoignent les taux d'intérêt réels à court terme négatifs et l'abondance des liquidités, alors que l'économie de la zone euro se redressait déjà. Certes, l'interprétation des évolutions monétaires est moins aisée depuis que les incertitudes économiques et financières ont nettement renforcé la préférence pour la liquidité. Il est possible que les particuliers gardent longtemps une nette aversion au risque après les déboires subis sur les marchés d'actions. Toutefois, la nouvelle accélération de l'agrégat large M3 observée à partir de juin 2004 a semblé surtout due au bas niveau des taux d'intérêt et est allée de pair avec une vive expansion des prêts aux particuliers – qui a entretenu les fortes hausses de prix sur les marchés immobiliers de certains pays – et avec un redressement graduel de l'octroi de crédits aux sociétés non financières. L'analyse monétaire incitait donc à la vigilance quant à la constitution d'un potentiel de dépenses excessives. Dans la perspective d'une reprise modérée de l'activité, elle n'appelait cependant pas de réaction immédiate.

28. En plus du caractère modeste de l'expansion économique, dû aux hésitations de la demande intérieure, qui a maintenu un certain sous-emploi des capacités de production, l'appréciation de l'euro, au début et à la fin de l'année sous revue, a aussi tempéré les risques de hausse des prix. En décembre 2004, le cours de change effectif de l'euro dépassait de 7,2 p.c. le niveau moyen de 2003. Cette évolution a résulté principalement de la dépréciation du dollar des États-Unis et des monnaies qui lui sont plus ou moins étroitement liées, tandis que le cours de change de l'euro était plus stable vis-à-vis des autres monnaies de l'UE – dont trois sont entrées dans le mécanisme de change européen en 2004 – et vis-à-vis du yen. Si l'euro était manifestement sous-évalué en 2000 et 2001, il ne l'était assurément plus en 2004. Vu l'appréciation qu'il a déjà enregistrée à l'égard du dollar, on ne peut plus guère prétendre que son cours fasse obstacle à une correction graduelle du déficit des paiements courants des États-Unis. Il importe par ailleurs que le processus d'adaptation se déroule sans volatilité excessive ou mouvements brutaux des cours.

29. C'est après avoir pesé tous ces éléments que le Conseil des gouverneurs de la BCE a décidé de maintenir les taux d'intérêt à un niveau très bas en 2004, apportant ainsi une contribution au raffermissement de la reprise sans porter préjudice au maintien de la stabilité des prix.

Stabilité financière

30. En 2004, le renforcement de la croissance économique a créé un environnement plus propice au maintien de la stabilité financière. Comme la reprise n'a eu que des effets limités sur les prix, les craintes d'une hausse des taux à long terme se sont dissipées en cours d'année. Ces facteurs favorables ont contribué à la bonne tenue des marchés financiers, où la fermeté des cours des actions comme des obligations s'est combinée à une réduction de la volatilité et des primes de risque.

31. Dans ce contexte, les établissements de crédit belges ont enregistré une forte progression de leurs profits. Du côté des dépenses, les provisions pour créances douteuses ont diminué à la suite de l'amélioration de la structure financière des firmes emprunteuses, tandis que les banques ont poursuivi les efforts entrepris ces dernières années en vue de contenir la croissance des charges d'exploitation. C'est toutefois pour les revenus que l'inflexion a été la plus marquée. Alors que le produit bancaire s'était réduit en 2002 et 2003, il s'est accru de près de 5 p.c. au cours des neuf premiers mois de 2004. Les résultats d'intérêts et les revenus de commissions et de services bancaires ont tous deux augmenté grâce à la croissance du volume d'activité, mais aussi à une adaptation de la tarification d'un certain nombre de produits. Cette rentabilité accrue, combinée au maintien du coefficient de solvabilité à un niveau nettement supérieur à la moyenne des autres pays de l'UE, contribue à renforcer la capacité de résistance du secteur financier belge aux fluctuations conjoncturelles ou aux retournements de marché.

32. Comme dans beaucoup d'autres pays européens, les prix de l'immobilier ont sensiblement augmenté ces dernières années. Un renchérissement des logements existants de l'ordre de 7 à 8 p.c. par an place la Belgique dans une position médiane en Europe. D'un point de vue macroéconomique, cette évolution a, jusqu'à présent, suscité peu d'inquiétude. Les plus-values enregistrées par les particuliers sur leurs immeubles ont, en effet, contrebalancé les pertes en capital qu'ils avaient essuyées ces dernières années sur leurs portefeuilles d'actions. Contrairement à d'autres pays, il n'y a guère d'indications que les propriétaires réalisent ces plus-values en contractant des dettes plus importantes garanties par leurs avoirs immobiliers.

33. Cependant, la montée des prix sur le marché des biens immobiliers a été encouragée par la baisse des taux d'intérêt et pourrait donc s'inverser en cas de resserrement des conditions de financement. Un relèvement des taux d'intérêt alourdirait d'autant plus les charges de remboursement des emprunteurs que ceux-ci ont récemment manifesté une assez nette préférence pour les crédits à taux variables. Un éventuel renversement de l'évolution des taux d'intérêt comporterait encore d'autres risques. Ainsi, des changements dans l'allocation des portefeuilles pourraient se traduire par de brusques variations des cours de change. Les positions de certains opérateurs qui, à l'instar des fonds spéculatifs *(hedge funds)*, s'appuient largement sur les effets de levier financier, seraient fragilisées.

34. La maîtrise des risques de taux revêt aussi une grande importance pour les banques et les compagnies d'assurances en Belgique, car elles détiennent de larges portefeuilles d'obligations. La plupart de ces titres sont encore évalués aux prix d'acquisition, mais après l'introduction des normes internationales IFRS pour les comptes consolidés des établissements de crédit et des sociétés d'assurances, non seulement la quasi-totalité du portefeuille titres, mais également plusieurs autres actifs et passifs ou encore des rubriques qui sont actuellement enregistrées hors bilan devront être valorisés au juste prix. Ce changement pourrait avoir pour conséquence, en cas de hausse des taux d'intérêt, de pousser les établissements financiers à liquider une partie de leur portefeuille et d'accentuer de la sorte les pressions à la baisse sur les cours.

Le nouvel accord « Bâle II » sur les normes de solvabilité des banques – qui a été mis au point en juin 2004 et entrera en vigueur le 1er janvier 2007, sauf pour l'option la plus avancée, dont l'introduction est programmée un an plus tard – pourrait avoir des effets semblables sur la liquidité des marchés. En modulant mieux les exigences de fonds propres en fonction des risques effectivement supportés par les établissements de crédit, ce système pourrait inciter ceux-ci à adapter plus rapidement la structure de leur bilan aux changements des conditions économiques ou financières. Les autorités de contrôle se doivent de rester particulièrement attentives à l'égard de tels effets potentiels sur le degré de liquidité des marchés financiers.

35. Cette mise en œuvre concomitante de nouvelles normes et règles constitue un défi pour les organes de surveillance prudentielle, dont la structure institutionnelle a été récemment adaptée par la fusion, le 1er janvier 2004, entre la CBF et l'OCA. Au cours de l'année sous revue, la CBFA ainsi constituée et la Banque ont formulé, sous l'égide du Comité de stabilité financière, des recommandations visant à renforcer la capacité de l'infrastructure financière belge à faire face à des événements susceptibles d'affecter la continuité des opérations. Afin de mieux apprécier la stabilité et la structure d'ensemble du secteur financier belge, les autorités pourront bientôt s'inspirer du rapport de la mission d'expertise effectuée par le FMI, dans le cadre du programme d'évaluation du système financier (FSAP) auquel cette institution soumet progressivement l'ensemble des pays membres.

Les défis posés par la mondialisation et le vieillissement

36. Les résultats relativement bons engrangés ces dernières années par la Belgique peuvent tout au plus être qualifiés d'encourageants. La complaisance ne saurait être de mise, eu égard aux défis substantiels que poseront le vieillissement de la population et l'alourdissement de la pression concurrentielle en provenance des partenaires européens comme du reste du monde.

37. Selon des estimations récentes de la Commission européenne, la croissance potentielle de l'économie belge, qui a atteint quelque 2,1 p.c. au cours de la période comprise entre 2000 et 2004, correspond à peu près à la moyenne de la zone euro, qui a été de 2 p.c. Contrairement aux estimations relatives aux États-Unis par exemple, ces taux n'ont guère varié depuis le milieu des années nonante. À circonstances inchangées, il n'y a donc pour l'instant guère de raisons de penser que l'expansion économique pourrait s'établir de façon durable à un rythme nettement supérieur en Belgique. Les projections à long terme font au contraire apparaître que la croissance potentielle pourrait être grevée, au cours des décennies à venir, par le vieillissement de la population et la contraction de l'offre de travail qu'il implique, tandis que le ratio de dépendance entre non-actifs et actifs ira croissant. De plus, l'augmentation des droits en matière de retraite et des besoins en soins de santé d'une population vieillissante absorbera une part accrue des deniers publics. Ces évolutions prévisibles pourraient rester maîtrisables si on réussit, suffisamment tôt, d'abord à insérer plus de personnes dans le processus de production, à commencer par les actuels demandeurs d'emploi, ensuite à maintenir les travailleurs plus longtemps dans la vie professionnelle.

38. L'accélération en cours de l'intégration économique internationale – dont la rapide émergence de la Chine et l'élargissement de l'Union européenne à l'Europe centrale comptent parmi les manifestations les plus marquantes – est de nature à modifier profondément l'environnement de l'économie belge. D'une part, de nouveaux marchés s'ouvrent aux entreprises exportatrices, leur offrant des perspectives de débouchés supplémentaires, tandis que les importations de produits meilleur marché en provenance de ces pays libèrent du pouvoir d'achat qui peut être consacré à d'autres biens et services. D'autre part, la mondialisation et l'intensification de la pression concurrentielle qu'elle entraîne contraignent toutes les nations industrialisées à un processus de « destruction créatrice », synonyme d'opportunités autant que de menaces. La direction dans laquelle la balance penchera en définitive sera dans une large mesure déterminée par le dynamisme et la capacité d'adaptation de tous les acteurs concernés, en premier lieu les entreprises et les travailleurs. Par une politique appropriée de réformes structurelles, les pouvoirs publics et les partenaires sociaux peuvent néanmoins faciliter cette adaptation, d'une part en créant des conditions favorables à son accomplissement, d'autre part en contribuant à réduire les inévitables coûts d'ajustement économiques et sociaux.

39. Les enjeux sont considérables : il s'agit en effet de garantir un niveau de vie élevé et la pérennité d'un régime de prestations sociales performant. La Belgique dispose assurément d'atouts pour relever ces défis, comme une population active qualifiée et très productive, un système financier sain et l'ancrage ferme dans une Union économique européenne caractérisée par la stabilité. Assez paradoxalement, quelques-unes de ses faiblesses actuelles, telles la modeste mobilisation du potentiel de main-d'œuvre disponible et l'ampleur de la dette publique, offrent des chances de progrès. Des efforts ont déjà été consentis en ce sens au cours des années écoulées. Certains signes témoignent toutefois d'une lassitude à l'encontre des réformes et d'un émoussement du consensus social sur la volonté de progresser à grands pas dans la voie empruntée. Il conviendra donc d'incorporer les réalisations accomplies et à venir dans une stratégie à long terme claire et cohérente et d'informer la population de manière correcte et transparente sur l'étendue de la problématique comme sur les choix de société qui s'imposeront pour relever ces défis. La Belgique devra, en particulier, s'atteler à trois tâches essentielles : (1) le maintien de finances publiques durablement saines, qui soient à même d'absorber l'incidence budgétaire du vieillissement, (2) le raffermissement de la dynamique de croissance, par l'innovation et le relèvement de la productivité, et (3) la mise en œuvre d'une politique de l'emploi active, axée sur le renforcement qualitatif et quantitatif de l'offre de travail et la progression du taux d'emploi.

Le maintien de finances publiques durablement saines

40. L'année sous revue a été la cinquième d'une période pendant laquelle les comptes de l'ensemble des administrations publiques se sont soldés par un excédent ou ont été proches de l'équilibre : après un modeste surplus de l'ordre de 0,4 p.c. du PIB en 2003, le budget s'est clôturé en équilibre en 2004. La politique prudente menée ces dernières années a également permis de réduire constamment le ratio de la dette publique. Celui-ci est revenu à 95,6 p.c. du PIB à la fin de 2004, et est ainsi descendu sensiblement sous la barre des 100 p.c. pour la première fois depuis 1982.

41. Ces résultats favorables, grâce auxquels la Belgique se distingue d'ailleurs plus qu'honorablement sur le plan européen, masquent néanmoins une série d'évolutions qui doivent appeler à un regain de vigilance. Pour boucler les budgets des deux dernières années, il a notamment fallu prendre des mesures non récurrentes pour des montants considérables, représentant l'équivalent de 1,5 p.c. du PIB en 2003 et d'environ 0,7 p.c. en 2004, mesures qui génèrent certes un produit budgétaire immédiat mais qui, dans certains cas, entraînent également des dépenses supplémentaires ultérieures. Les pouvoirs publics belges ont, de plus, bénéficié de

réductions substantielles des charges d'intérêts ces dernières années, en partie à la suite de la tendance baissière affichée par le ratio de la dette publique, mais surtout grâce à la diminution du taux d'intérêt implicite de la dette, qui s'explique par le repli des taux sur les marchés monétaire et obligataire. Cette circonstance favorable, qui ne peut pas être considérée comme un acquis durable, n'a néanmoins pas été mise à profit pour procéder à un renforcement du solde budgétaire, étant donné que son incidence a été neutralisée par la contraction continue de l'excédent primaire, qui est revenu d'environ 7 p.c. du PIB au moment du changement de millénaire à 4,7 p.c. du PIB en 2004. Le recul ne peut, en outre, être imputé que dans une faible mesure à la détérioration de la conjoncture, puisque le solde primaire corrigé de l'incidence de celle-ci s'est, lui aussi, nettement réduit, ce qui témoigne d'un assouplissement de la politique budgétaire. Dans une perspective à moyen terme, un surplus primaire suffisamment élevé et structurellement solide constitue pourtant l'une des exigences fondamentales d'une politique soucieuse d'assainir durablement les finances publiques.

42. Il demeure, en effet, indispensable de poursuivre la réduction de la dette afin de créer, au cours des prochaines années, la marge de manœuvre nécessaire pour couvrir les charges du vieillissement. Dans son rapport le plus récent, le Comité d'étude sur le vieillissement a évalué l'incidence budgétaire de celui-ci à quelque 3,4 points de pourcentage du PIB d'ici 2030. Il se fonde notamment sur l'hypothèse que l'augmentation réelle des dépenses de santé reviendra des 4,5 p.c. par an prévus pour la période 2004-2007 à une moyenne de 2,8 p.c. ensuite, soit un demi-point de pourcentage de moins que le rythme enregistré au cours de la dernière décennie, et que le taux d'emploi augmentera d'environ 7 points de pourcentage d'ici à 2030. La réalisation de ces deux conditions constitue déjà en soi une gageure. Sur la base de ces projections, le Conseil supérieur des finances a établi la trajectoire budgétaire qu'il convient de suivre pour pouvoir absorber le surcoût du vieillissement, et qui revient à constituer progressivement des excédents structurels atteignant 1,5 p.c. du PIB en 2011. Il serait possible de prévoir de la sorte une alimentation régulière du Fonds de vieillissement, alors que les avoirs constitués à ce jour proviennent presque exclusivement de recettes fiscales non récurrentes. Dans le nouveau programme de stabilité que le gouvernement a déposé à la fin de 2004, cette stratégie de consolidation est en tout cas étayée par l'intention affirmée d'atteindre de nouveau l'équilibre budgétaire en 2005 et en 2006 et d'afficher un excédent de 0,6 p.c. du PIB en 2008.

43. La réalisation de ces objectifs intermédiaires exigera néanmoins une stricte discipline, étant donné que plusieurs dispositions non récurrentes ont une nouvelle fois été inscrites au budget 2005 et que certaines mesures déjà décidées ou annoncées pèseront plus lourdement sur les comptes des pouvoirs publics à partir de 2006. Les moyens qui seront nécessaires pour faire face aux évolutions imprévues, tel le récent dépassement de l'enveloppe des soins de santé, ou à une hausse inattendue des taux d'intérêt, voire pour financer de nouvelles réductions des prélèvements ou des dépenses supplémentaires, devront donc soit provenir de compensations dans le cadre de marges étroites, soit émaner d'un renforcement de la croissance économique tendancielle, auquel les pouvoirs publics peuvent d'ailleurs contribuer.

44. La réussite de la politique budgétaire suppose également une coordination étroite entre les différents niveaux de pouvoir, en particulier entre le pouvoir fédéral et les communautés et les régions. Jusqu'à présent, cette coordination a reposé essentiellement sur des accords de coopération entre les différents gouvernements. Le dernier, qui date de décembre 2000 et a été actualisé à plusieurs reprises depuis lors, vient à échéance. Il importe au plus haut point que les nouvelles négociations, qui doivent fixer le cadre budgétaire pour la période 2005-2011, se concluent le plus rapidement possible et aboutissent à des arrangements clairs et équitables quant à la répartition des efforts requis pour l'ensemble des administrations publiques.

Le renforcement du potentiel de croissance de l'économie

45. En comparaison des États-Unis, le profil de croissance de l'Europe et, plus particulièrement, de la Belgique, est caractérisé depuis longtemps par une utilisation proportionnellement moindre de main-d'œuvre. Jusqu'au milieu des années nonante environ, ce handicap a pu être contrebalancé, dans une large mesure, par de plus fortes hausses de la productivité, qui reflétaient l'augmentation de l'intensité en capital du processus de production. Depuis lors, on observe toutefois en Europe un ralentissement des gains de productivité, qui tranche avec l'accélération notable observée aux États-Unis. Cette évolution divergente s'explique probablement en partie par la modération salariale et les réformes du marché du travail qui ont été introduites dans l'UE afin de favoriser l'intensité en emploi de la croissance et de réduire la substitution du travail par le capital. Dans la mesure où de précédentes distorsions de la dynamique de croissance européenne sont ainsi corrigées, il faut considérer cet accroissement de l'emploi au détriment de la productivité comme un phénomène d'ajustement temporaire, qui n'aura pas nécessairement de répercussions sur le potentiel de croissance à plus long terme. De nombreuses analyses montrent cependant que le retard grandissant de l'Europe en matière de productivité a des causes structurelles plus profondes et est d'abord lié à une capacité nettement moindre qu'aux États-Unis, dans la plupart des pays membres de l'UE – il existe en effet des exceptions notables –, à repousser les limites technologiques et, en raison notamment de rigidités dans les divers marchés, à tirer profit des possibilités offertes par la mise en œuvre et la diffusion de nouvelles techniques, en particulier dans le domaine de l'information et de la communication.

46. Plus que par le passé, la croissance de la productivité devra, en conséquence, reposer sur l'innovation et requerra une grande faculté d'adaptation, afin de combiner les facteurs de production disponibles, travail et capital, de la manière la plus efficace possible et de se tourner vers les activités qui offrent le potentiel de création de bien-être le plus important, compte tenu de la pression concurrentielle croissante exercée par de nouveaux acteurs sur le marché mondial.

47. Les pays industrialisés ont donc un défi d'envergure à relever, qui consiste à orienter leur structure économique vers les activités et les composantes de la chaîne de production dans lesquelles ils peuvent faire valoir un avantage comparatif manifeste. L'industrie belge présente à cet égard des atouts et des handicaps. Elle peut ainsi se targuer de l'un des niveaux de productivité les plus élevés de l'UE. Les gains de productivité considérables enregistrés dans le passé ont d'ailleurs permis que la croissance de l'activité dans l'industrie, nonobstant la tendance à la tertiarisation, ait été en phase avec celle de l'ensemble de l'économie, tout en étant supérieure à celle des grands pays européens. Même si la part directe de l'industrie au sens strict dans la valeur ajoutée totale et l'emploi a eu tendance à régresser ces trente dernières années, pour revenir à respectivement quelque 17,5 et 14,5 p.c., ce secteur continue à jouer un rôle clé dans l'économie du pays. Ainsi, il assure, par exemple, la majeure partie du substantiel excédent des opérations courantes de la Belgique avec le reste du monde, et il consent plus de 80 p.c. des dépenses en recherche et développement des entreprises. En outre, par le biais des *spin-offs* dans les domaines de l'ingénierie, de la consultance et de l'informatique, et par la sous-traitance accrue d'activités n'appartenant pas aux métiers de base, comme le transport, l'entretien du matériel, la comptabilité et l'administration des salaires, l'industrie génère de plus en plus d'emplois dans le secteur des services marchands, essentiellement dans la branche des services aux entreprises. Ceux-ci étaient déjà plus de 275.000 en 2000, ce qui correspond à un sixième environ du nombre total de postes de travail dans ce secteur. Néanmoins, traditionnellement orientée vers la réalisation de produits semi-finis, dont la valeur ajoutée est plutôt faible, et caractérisée par une sous-représentation relative de la branche des techniques de l'information et de la communication, l'industrie belge affiche une position de départ plutôt défavorable dans un monde où la compétition fait rage. De surcroît, les techniques modernes de l'information et de la communication permettent également des gains de productivité considérables dans les services, où la concurrence internationale s'intensifie d'ailleurs rapidement aussi. Il faut dès lors

s'attendre à ce que la Belgique dépende tout autant, pour la création future de bien-être, du développement de nouveaux services à haute valeur ajoutée.

48. Compte tenu des synergies croissantes entre l'industrie et les services, la Belgique, peut-être plus encore que d'autres pays, a besoin d'une stratégie large, transsectorielle, qui encourage les investissements innovateurs, ainsi que la commercialisation de biens et services de haute technologie, et qui fournisse des incitations optimales à la recherche et au développement, auxquels, selon les objectifs de Lisbonne, quelque 3 p.c. du PIB devraient être consacrés en 2010. Établir des conditions favorables consistera notamment à mettre en place des liens de coopération plus étroits entre les unités de recherche publiques et privées, un environnement de travail attrayant pour les personnes hautement qualifiées, des canaux de financement adéquats pour le capital à risque, une réglementation efficace et cohérente – qui ne complique pas inutilement le démarrage ou la restructuration des entreprises et leur accès à certains marchés –, une limitation des charges administratives et un régime fiscal qui, sans créer de distorsions, soit propice à l'activité économique. Pour poursuivre le développement d'une telle politique d'innovation, les pouvoirs publics pourront sans doute tirer les enseignements du succès d'autres pays, tels que la Finlande et l'Irlande. Néanmoins, il convient de garder à l'esprit qu'un environnement favorable à l'innovation ne peut s'épanouir que dans une société qui estime à sa juste valeur et encourage l'esprit d'entreprise et le sens de l'initiative, ce qui est avant tout une question de mentalité.

49. En dehors du secteur marchand proprement dit, il existe aussi incontestablement un gisement de croissance inexploité, comme le montre l'exemple des Pays-Bas et de certains pays scandinaves. La santé, les services aux personnes, l'enseignement et la culture, entre autres, qui font partie du secteur dit « non marchand », sont des activités très intensives en main-d'œuvre, qui constituent une composante à part entière de la valeur ajoutée. Ces dernières années, le nombre de postes de travail a déjà sensiblement augmenté dans ce domaine : depuis le milieu des années nonante, la croissance annuelle moyenne de l'emploi y a atteint 2,8 p.c., contre moins de 1 p.c. pour l'ensemble de l'économie. Sous l'effet de facteurs économiques, démographiques et sociaux, la demande de services personnels de ce type s'accroîtra sans doute encore davantage dans le futur. Toutefois, cette demande étant souvent insuffisamment solvable, l'offre de tels services est largement tributaire des subventions publiques ou est assurée par le secteur public lui-même. La poursuite de son développement sera donc déterminée en premier lieu par la capacité des autorités à prévoir un financement adéquat, sans mettre en péril la soutenabilité et la qualité des finances publiques. Il est important que le secteur marchand parvienne, grâce à sa compétitivité et à son potentiel de croissance, à créer l'assise nécessaire à cet effet, mais la mise en œuvre de méthodes de gestion plus efficaces et de mesures de réduction des coûts dans le non-marchand peut également y contribuer.

50. Une économie moderne et dynamique pose des exigences particulières en termes de connaissances et de mobilité professionnelle de la population active. C'est pourquoi l'enseignement et la formation appellent une attention singulière, car ils doivent non seulement garantir une bonne intégration dans l'économie de la connaissance, en tenant compte des possibilités de chacun, mais également développer les aptitudes sociales requises pour faciliter l'adaptation aux mutations du travail. À cet égard, un système éducatif performant constitue une condition impérative. Des enquêtes internationales récentes, menées sous l'égide de l'OCDE, ont montré qu'il est encore possible d'améliorer l'efficacité de l'enseignement secondaire dans la perspective de l'insertion des jeunes sur le marché de l'emploi, en particulier en Communauté française, et que des efforts doivent être déployés, par les Communautés française et flamande, pour garantir à un groupe plus large d'élèves l'acquisition des compétences de base requises, en accordant une attention spéciale aux jeunes d'origine étrangère. Par ailleurs, des dispositions orientées vers les résultats sont nécessaires en matière de formation permanente et de recyclage. Les partenaires sociaux doivent dès lors veiller à ce que soient respectés les engagements qu'ils ont pris, lors de la Conférence pour l'emploi de 2003, en matière d'efforts de formation.

51. La qualité de l'action des pouvoirs publics est également un important facteur de soutien de la croissance. D'abord, une politique monétaire crédible et des finances publiques durablement saines sont d'une importance cruciale pour créer un environnement macroéconomique stable, qui se caractérise par une inflation faible, des primes de risque modestes et des taux d'intérêt réels peu élevés, et au sein duquel les entreprises comme les ménages osent prendre des initiatives et peuvent réaliser leurs projets à long terme aux meilleures conditions possibles. En outre, une plus grande efficacité des administrations publiques permet plus facilement de réduire les charges collectives, ce qui serait particulièrement bienvenu en Belgique, où elles sont encore parmi les plus élevées d'Europe. De plus, les prestations économiques d'un pays sont fortement influencées par la qualité des infrastructures et l'efficacité des services publics. À cet égard, on peut s'inquiéter que les dépenses publiques belges, tant au titre des investissements que dans le domaine de la recherche et du développement, aient été largement inférieures à la moyenne européenne au cours de la dernière décennie. Un défi spécifique consiste, par ailleurs, à concilier le renforcement de l'efficacité des industries dites de réseau, par l'introduction de mécanismes de marché adéquats, avec les principes du service universel et l'imposition de nouvelles obligations de service public.

52. Enfin, la littérature spécialisée met en évidence le lien entre la structure institutionnelle d'un pays et son niveau général de productivité. Une prise de décision cohérente et transparente, des interventions publiques efficaces et de qualité et la présence d'institutions sociales adéquates déterminent, en effet, dans une large mesure les règles du jeu économique et, par conséquent, la disposition des différents acteurs à prendre des initiatives et des risques. Un bon cadre institutionnel favorise non seulement les investissements en capital physique et humain, mais est également un important atout pour l'économie, dans la mesure où il facilite des opérations complexes, encourage la spécialisation et la flexibilité et réduit les coûts de transaction.

Une politique active de l'emploi

53. Un potentiel de croissance plus élevé augmente les possibilités de création d'emplois, surtout lorsque l'intensité en travail de l'expansion économique est suffisamment importante, ce qui suppose avant tout une évolution équilibrée des coûts relatifs des facteurs et une offre de main-d'œuvre dont les caractéristiques correspondent à la demande. Reflétant une augmentation de l'efficacité et des progrès techniques autonomes, la hausse de la productivité totale des facteurs ne doit donc aucunement être considérée comme une menace pour l'emploi, sûrement pas à long terme ou pour l'économie dans son ensemble. À court terme et au niveau microéconomique, cette évolution s'accompagne toutefois inévitablement d'ajustements : les nouvelles techniques exigent d'autres compétences, des systèmes de production et de gestion plus efficaces requièrent la modification des méthodes de travail, et le développement de nouveaux produits et services entraîne des restructurations, tant au sein des entreprises elles-mêmes qu'entre les différentes branches d'activité. Sous l'influence grandissante de l'internationalisation de l'économie, ces adaptations prennent d'ailleurs de plus en plus un caractère transfrontalier. Afin d'exploiter au mieux les possibilités que l'innovation et les gains de productivité offrent pour la prospérité et la création d'emplois, il importe que ces processus d'ajustement puissent se dérouler de manière souple et au moindre coût.

54. Le maintien, voire l'augmentation, du potentiel de croissance et d'emploi n'est possible que s'il existe une offre suffisante et appropriée de main-d'œuvre. C'est précisément sur ce point que les résultats de la Belgique, comme ceux de nombreux autres pays européens, sont faibles : sur 100 personnes en âge de travailler, 64 participaient au marché du travail en Belgique en 2003, dont 59 avaient effectivement un emploi, contre respectivement 70 et un peu plus de 64 dans l'UE à Quinze d'alors. Cette situation peut devenir préoccupante, compte tenu du vieillissement progressif de la population au cours des prochaines décennies. On peut en effet s'attendre à ce que la population en âge de travailler diminue de plus de 200.000 unités d'ici 2030, et le nombre de personnes occupées, de quelque 300.000 si les conditions, préférences et tendances socio-démographiques actuelles en matière de participation au travail demeurent inchangées. Étant donné la faible mobilisation du potentiel de main-d'œuvre, la Belgique dispose toutefois d'un important levier pour accroître ses possibilités de croissance et donc faire contrepoids à la pression que le vieillissement de la population exercerait sur la viabilité sociale et financière de son modèle de bien-être. Pour saisir effectivement ces chances, d'importants retournements de tendance seront toutefois nécessaires, qui doivent s'appuyer sur un changement généralisé de mentalité et un large consensus social.

55. Les mesures visant à accroître la participation au travail doivent être axées en premier lieu sur la mobilisation des demandeurs d'emploi inoccupés. Le chômage de longue durée va souvent de pair avec des qualifications insuffisantes. Outre une meilleure adéquation de l'enseignement à la demande future de main-d'œuvre et des mesures décourageant l'abandon précoce des études, la formation et l'accompagnement des demandeurs d'emploi peu qualifiés, entre autres, méritent donc de retenir l'attention. Dans certains cas, le faible écart entre les salaires nets et les allocations de chômage a pour effet que le travail n'est pas suffisamment attrayant. Ces pièges à l'emploi doivent encore être atténués par des dispositions telles que la réduction des cotisations personnelles à la sécurité sociale pour les bas revenus, sous la forme d'un « bonus à l'emploi », qui remplacera pour ceux-ci le crédit d'impôts. Par ailleurs, à mesure que les pouvoirs publics intensifient leurs efforts de réinsertion des chômeurs, ils sont fondés à subordonner le droit à une allocation de chômage à une disponibilité effective des bénéficiaires pour le marché du travail plus strictement contrôlée.

56. Il convient de prêter une attention particulière à la position de faiblesse des minorités ethniques sur le marché belge du travail. Leur taux d'emploi est à peu près inférieur de moitié à celui des natifs, tandis que leur taux de chômage est environ trois fois plus élevé. Ce faible taux d'insertion est lié, entre autres, à une formation insuffisante, qui trouve son origine dans des facteurs tant sociologiques que linguistiques. Une politique d'intégration adéquate ne peut toutefois se limiter à la scolarité. Des enquêtes montrent, par exemple, que, à qualifications égales, un candidat d'origine non européenne à un poste de travail a une probabilité trois fois moindre d'être engagé qu'un autre et que le taux d'emploi des allochtones de formation universitaire est semblable à celui des autochtones non qualifiés. Les partenaires sociaux ont donc assurément aussi un rôle à jouer pour donner toutes leurs chances aux personnes d'origine étrangère sur le marché du travail.

57. La participation des femmes à ce marché va croissant depuis longtemps déjà. Cependant, leur taux d'activité reste nettement inférieur à celui des hommes, l'écart se situant à environ 16 points de pourcentage en 2003. La politique d'égalité des chances garde donc tout son sens dans ce domaine également, entre autres par la création de conditions qui permettent de combiner plus facilement vie professionnelle et vie familiale, ce qui exige notamment une infrastructure sociale adaptée.

58. Le fait que le taux d'emploi en Belgique soit beaucoup moins élevé que la moyenne de l'UE est dû principalement – comme chacun le sait suffisamment à présent – au taux de participation particulièrement bas des personnes de 55 ans et plus. Alors que dans l'UE à Quinze, plus de quatre personnes de ce groupe d'âge sur dix, en moyenne, travaillent encore, environ trois sur dix sont occupées en Belgique. Selon des données de l'OCDE, la Belgique serait même tout à fait à la traîne en ce qui concerne la durée de carrière moyenne : pour les travailleurs masculins, celle-ci n'atteindrait que 36,6 ans en 2000, soit 4,5 ans de moins que la moyenne de l'UE à Quinze.

59. Les causes du retrait anticipé ou de la non-participation des groupes de population plus âgés sont nombreuses et complexes. Il n'y a dès lors pas de recette unique pour apporter à cette situation le remède qui sera cependant indispensable au vu du vieillissement croissant. Un certain nombre de mesures qui vont dans le bon sens ont déjà été prises ces dernières années. Pour poursuivre l'intensification de ces efforts, le gouvernement a entamé une concertation avec les partenaires sociaux à l'automne de 2004, en vue de présenter de nouvelles mesures au printemps de 2005. Celles-ci devraient, entre autres, être axées sur une politique du personnel qui soit plus neutre à l'égard de l'âge des travailleurs et accorde plus d'attention aux conditions de travail et aux possibilités de formation des aînés. Par ailleurs, le retrait prématuré devrait être freiné, d'une part, en encourageant les travailleurs âgés à demeurer actifs plus longtemps ou, en cas de licenciement, à rechercher un nouvel emploi et, d'autre part, en incitant les employeurs à garder à leur service ou à engager des travailleurs âgés. Les systèmes de retrait anticipé pourraient également être adaptés par la réduction des incitants financiers – souvent subventionnés par les pouvoirs publics – et la révision des modalités qui font de ces régimes de départ un instrument attrayant pour les employeurs comme pour les travailleurs.

60. Si l'offre de travail est efficacement stimulée, tant en termes quantitatifs que qualitatifs, les actions visant à comprimer ou à maîtriser les coûts de la main-d'œuvre pourront sortir pleinement leurs effets, ce qui ne serait pas le cas si une demande accrue de main-d'œuvre meilleur marché se heurtait à divers goulets d'étranglement.

61. Nonobstant les efforts de modération salariale et d'abaissement des charges sociales consentis, les coûts de la main-d'œuvre demeurent relativement élevés en Belgique. Dans le passé, ceci a stimulé la substitution du travail par le capital, ce qui, d'une part, a accru la productivité apparente du travail mais, d'autre part, a entraîné l'éviction de la main-d'œuvre peu qualifiée et amplifié le chômage structurel. La maîtrise de l'évolution des coûts salariaux n'est donc pas importante seulement du point de vue de la concurrence internationale, elle l'est aussi pour assurer que le contenu en emplois de la croissance économique soit satisfaisant. À cet égard, il conviendrait de prévoir une marge suffisante pour la différenciation, non seulement pour tenir compte des besoins spécifiques de secteurs ou d'entreprises, mais également pour augmenter les possibilités d'embauche de certaines catégories professionnelles, en particulier des travailleurs peu qualifiés.

62. En janvier 2005, à l'issue de négociations certes difficiles, les partenaires sociaux sont parvenus à un projet d'accord interprofessionnel pour la période 2005-2006. La norme salariale indicative proposée, qui s'élève à 4,5 p.c. pour l'ensemble des deux années, peut être qualifiée de raisonnable, d'autant plus qu'un appel est simultanément lancé pour que la situation spécifique en matière de concurrence et d'emploi soit prise en compte de manière adéquate, lors des prochaines négociations salariales, au niveau des secteurs et des entreprises. Le projet d'accord entend par ailleurs donner quelque impulsion à une organisation plus flexible du travail et à un renforcement de la capacité d'innovation des entreprises et de leurs travailleurs. L'engagement formel des partenaires sociaux d'entamer bientôt, dans un esprit constructif et serein, le débat avec le gouvernement sur la problématique de la fin de carrière et sur la modernisation de la sécurité sociale, est aussi prometteur.

63. En Belgique, outre les coûts salariaux directs, la cherté de la main-d'œuvre découle également de la pression fiscale et parafiscale qui s'exerce sur les revenus du travail et qui, dans une perspective internationale, reste considérable : selon les dernières données, comparables entre pays, de la Commission européenne, le taux implicite de ces prélèvements, exprimé en pourcentage de la masse salariale totale, était supérieur de quelque 7,2 points de pourcentage à la moyenne de l'UE à Quinze en 2002. Grâce à un éventail de mesures, concernant l'impôt des personnes physiques et les cotisations sociales, la pression implicite sur les revenus du travail s'est cependant quelque peu allégée ces dernières années, revenant à 42,6 p.c. en 2004, soit 1,6 point de pourcentage de moins qu'en 2000.

64. Il conviendra de veiller à ce que les mesures ultérieures – que ce soit un nouvel allégement des charges ou une modération des salaires, qui implique aussi dans un premier temps une perte de recettes fiscales et parafiscales – ne viennent pas menacer la consolidation prévue des finances publiques, ce qui suppose qu'elles s'accompagnent d'une maîtrise persévérante des dépenses. S'il s'avérait que la latitude budgétaire disponible est insuffisante pour procéder à des réductions de charges généralisées, des abaissements sélectifs ou des glissements dans la répartition des prélèvements pourraient être envisagés. L'une des possibilités dans ce sens consiste, dans la ligne des évolutions récentes, à faire moins reposer le financement de la sécurité sociale sur les cotisations prélevées sur le travail, et plus sur d'autres sources, tout en veillant à ce que cela n'affecte pas les coûts de la main-d'œuvre au travers d'autres canaux.

65. Des progrès ont été enregistrés ces dernières années dans presque tous les domaines qui viennent d'être évoqués. Çà et là, la propension aux réformes semble néanmoins s'essouffler. Il est pourtant extrêmement hasardeux de repousser les décisions politiquement ou socialement difficiles, dans la mesure où les concurrents de la Belgique ne restent pas inactifs et où le retard accumulé ne fait que gonfler encore les coûts d'adaptation. Et c'est précisément lorsque le climat économique et social est incertain que les responsables doivent garder une vision d'avenir et ouvrir aux générations futures la voie d'une économie performante, qui puisse garantir le maintien d'un haut niveau de prospérité propice à la cohésion sociale.

Bruxelles, le 2 février 2005

Évolution économique et financière

Banque Nationale de Belgique

Eurosystème

1. Environnement international

1.1 Vue d'ensemble

Au cours de l'année sous revue, la reprise de l'économie mondiale s'est affermie et sa diffusion comme sa composition se sont élargies. La croissance dans le monde s'est accélérée, passant de 3,5 p.c. en 2003 à 5 p.c., soit le niveau le plus élevé depuis des décennies, et elle s'est accompagnée d'une forte hausse du commerce international. Même si les moteurs de cette expansion économique exceptionnelle demeurent les États-Unis et les pays émergents d'Asie, en particulier la Chine, l'activité économique a également fortement progressé au Japon, dans les nouveaux États membres de l'UE, en Amérique du Sud et dans les pays exportateurs de pétrole, principalement les pays membres de l'OPEP et la Communauté des États indépendants. Enfin, sous l'effet de la forte demande extérieure, la croissance dans la zone euro s'est accrue, de sorte que cette zone a elle aussi apporté sa

TABLEAU 1 CROISSANCE DANS LES PRINCIPALES ÉCONOMIES

(pourcentages de variation du PIB à prix constants par rapport à l'année précédente)

	2002	2003	2004	*p.m. Part dans l'économie mondiale* (1)
États-Unis	1,9	3,0	4,4	*21,6*
Japon (2)	–0,3	1,3	2,9	*7,1*
Zone euro	0,9	0,6	1,8	*16,2*
Autres pays de l'UE15	1,8	2,0	3,1	*4,5*
dont : Royaume-Uni	1,8	2,2	3,2	*3,5*
Nouveaux pays membres de l'UE (3)	2,5	3,7	4,9	*1,0*
Chine	8,3	9,3	9,2	*12,9*
Autres pays émergents d'Asie (4)	4,9	4,1	5,8	*5,5*
Amérique latine, à l'exception du Venezuela	–0,2	3,1	4,7	*7,6*
OPEP	2,1	3,4	6,9	*4,4*
Autres pays de l'OCDE (5)	3,5	2,4	3,9	*4,6*
Reste du monde	3,3	3,6	6,4	*14,6*
Monde	2,7	3,5	5,0	*100,0*

Sources : CE, FMI, OCDE.

(1) Pourcentages du PIB mondial de 2003, sur la base des parités de pouvoir d'achat.

(2) Compte tenu de révisions importantes des comptes nationaux au Japon à la fin de l'année sous revue, les données reprises pour ce pays sont tirées de l'étude économique que l'OCDE a publiée sur le Japon au début de 2005, alors que les autres données du tableau ont pour sources les prévisions d'automne de cet organisme, de la CE et du FMI.

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

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

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

contribution – certes modeste – en 2004. La dynamique de croissance interne de la zone euro dans son ensemble est en effet restée faible, même si des différences nettes ont été observées entre les États membres. Sous l'angle de la composition, l'économie mondiale a été tirée par une hausse continue des investissements des entreprises, soutenue par les conditions de financement avantageuses et par les progrès des restructurations, ainsi que par une reprise de la consommation privée résultant d'une amélioration de la situation sur les marchés du travail.

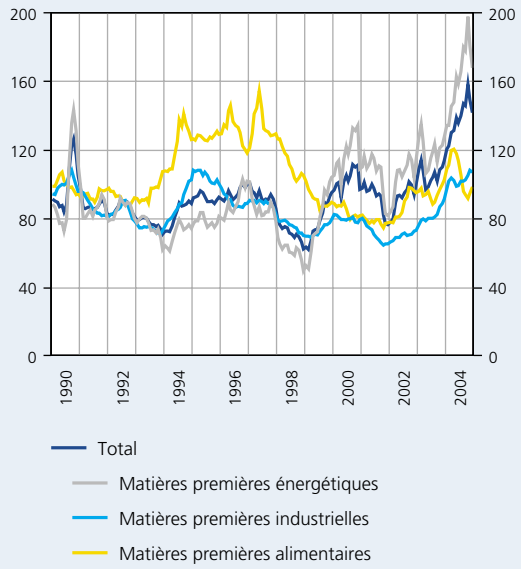
Au deuxième trimestre de l'année sous revue, la croissance a néanmoins perdu quelque peu de sa vigueur, en particulier aux États-Unis, au Japon et en Chine, notamment à la suite de l'envolée des cours du pétrole. La forte demande mondiale de produits pétroliers avait fait naître des doutes quant à l'adéquation de l'offre de pétrole par les pays producteurs et a exercé une nette pression à la hausse sur les cours du pétrole. Cette évolution a ensuite pesé sur l'augmentation du pouvoir d'achat des ménages et des profits des entreprises (pour plus de détails, voir encadré 1).

La hausse des cours du pétrole brut libellés en dollar des États-Unis, quasiment ininterrompue depuis le second trimestre de 2003, s'est accélérée en 2004 : de 25 dollars le baril de Brent en avril 2003, les cours du pétrole se sont envolés pour atteindre 49 dollars le baril en octobre 2004. Dans la zone euro, la vigueur de l'euro face au dollar des États-Unis a initialement contribué à tempérer la hausse des cours du pétrole libellés en monnaie locale entre les mois d'avril 2003 et de février 2004. Dans les mois suivants de l'année sous revue, l'augmentation substantielle et continue des cours n'a plus été contrebalancée par l'évolution de l'euro et a commencé à alimenter également les craintes de répercussions négatives sur la reprise dans la zone. À partir de novembre, les cours du pétrole ont fléchi pour revenir à 40 dollars le baril de Brent à la fin de l'année. En moyenne pour l'ensemble de l'année, les cours libellés en dollar des États-Unis ont été de 33 p.c. plus élevés qu'en 2003, tandis que la hausse enregistrée en euro a été de 21 p.c.

En moyenne annuelle, les prix des produits énergétiques exprimés en dollar des États-Unis ont progressé de 35,3 p.c. en 2004, sous l'impulsion des cours du pétrole. Le renchérissement des produits énergétiques n'est pas le seul facteur à avoir influencé l'indice des prix des produits de base, qui a progressé de 30,4 p.c. au cours de l'année sous revue. Sous l'effet principalement de la vigueur de la demande globale, les prix des matières premières alimentaires ont en effet augmenté de 11,6 p.c. sur l'ensemble de 2004 et l'indice des prix des matières premières industrielles a affiché une hausse de 24,8 p.c.

GRAPHIQUE 1 PRIX DES PRODUITS DE BASE

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



Source : HWWA.

L'inflation est demeurée dans l'ensemble contenue à l'échelle mondiale. La sous-utilisation des capacités de production, conjuguée à un redressement de la rentabilité, a conduit les entreprises à absorber en partie l'augmentation du coût des matières premières. L'incidence de cette dernière sur les salaires a également été limitée eu égard au niveau encore relativement élevé du chômage. Les anticipations d'inflation sont globalement restées en ligne avec l'objectif de stabilité des prix que s'assignent les banques centrales, signe que la politique monétaire a pu acquérir une solide crédibilité au cours des dernières années. Cette crédibilité a permis aux autorités monétaires de réagir de manière graduelle au nouvel environnement.

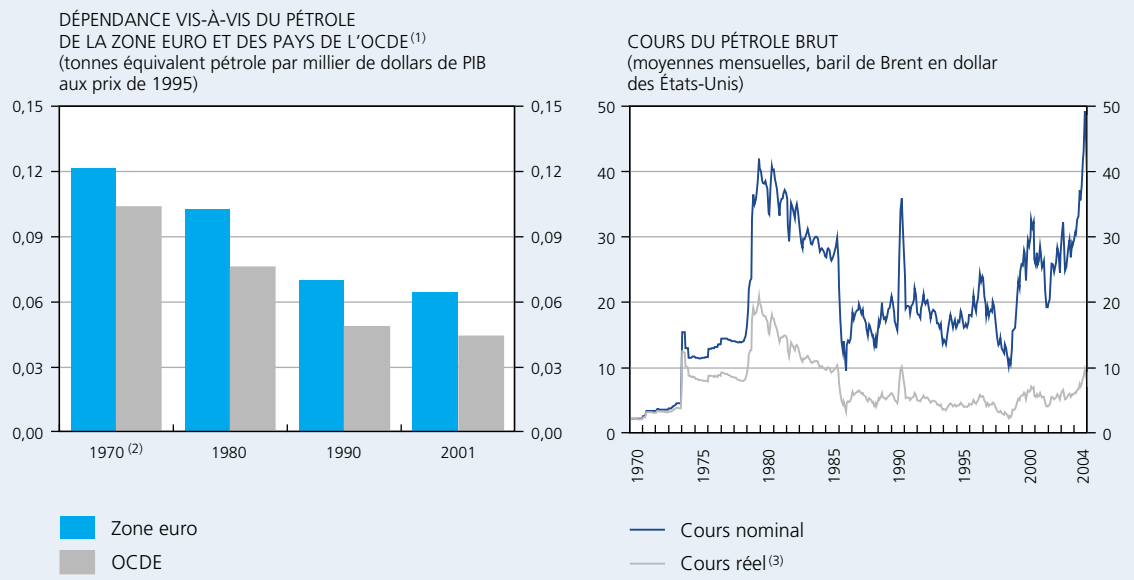
La politique monétaire a pris globalement une orientation plus neutre, tout en restant accommodante. Cette évolution a démarré à un rythme et à un moment différents selon les régions, en fonction de leur position relative dans le cycle conjoncturel. Ainsi, pendant l'année sous revue, la Banque d'Angleterre et la Réserve fédérale des États-Unis, entre autres, ont relevé à plusieurs reprises leur taux cible. Les autorités monétaires chinoises, en raison du risque que l'augmentation rapide des crédits accordés se traduise par des surcapacités dans certains secteurs, ont dans un premier temps resserré les conditions de financement et ensuite relevé aussi leurs taux directeurs. En 2004, la BCE a en revanche maintenu inchangé son taux directeur. La Banque du Japon n'a pas non plus modifié

Encadré 1 – La hausse des cours du pétrole en 2004 : facteurs explicatifs et incidence sur l'économie de la zone euro

Le renchérissement du pétrole pendant l'année sous revue a, pour l'essentiel, découlé de l'accélération de la demande mondiale de pétrole, à la suite de la forte reprise de l'activité, tirée par les États-Unis et la Chine, ainsi que des tensions spéculatives alimentées notamment par les incertitudes géopolitiques. À cet égard, le poids du secteur industriel en Chine, ainsi que l'utilisation peu efficiente du pétrole dans le processus de production de ce pays, ont renforcé l'ampleur de la demande chinoise, qui a crû de 15 p.c. environ en 2004. En réponse à l'évolution de la demande, les pays exportateurs de pétrole ont fortement augmenté leur production. Leurs marges de capacités excédentaires se sont de la sorte établies à des niveaux historiquement bas : non seulement la hausse soutenue de la demande n'avait pas été anticipée mais, de plus, le déclin des prix du pétrole pendant les années nonante a découragé les activités d'exploration et d'investissement dans de nouvelles capacités de production. L'étroitesse de la marge de manœuvre – surtout en cas de perturbations imprévues – a nourri les craintes d'une insuffisance de l'offre et les cours ont fortement réagi aux tensions géopolitiques au Moyen-Orient, notamment le pourrissement du conflit en Iraq, ainsi qu'aux difficultés de production apparues chez plusieurs pays producteurs, tels que le Nigeria, le Venezuela ou encore, en raison de la crise traversée par le producteur Ioukos, la Russie.

Cette hausse des cours du pétrole a fait redouter des effets économiques substantiels pour les pays importateurs nets de pétrole. Cependant, plusieurs éléments indiquent que ce risque est relativement limité.

DÉPENDANCE VIS-À-VIS DU PÉTROLE ET ÉVOLUTION DES COURS



Sources : AIE, Thomson Financial Datastream.
(1) Importations nettes de pétrole en proportion du PIB.
(2) 1973 pour l'OCDE.
(3) Données déflatées par l'indice des prix à la consommation des États-Unis, indice 1970 = 100.

D'abord, en comparaison avec les chocs pétroliers des années septante ou avec les hausses enregistrées en 1999-2000, l'ampleur du dernier choc apparaît modeste. Sur la base des moyennes annuelles, le cours du baril de Brent avait progressé en termes nominaux de 258 p.c. de 1972 à 1974, de 166 p.c. entre 1978 et 1980 et de 117 p.c. entre 1998 et 2000. Sur la période 2002-2004, la progression du cours du Brent en dollar a atteint 52 p.c. et à peine 16 p.c. en euro. Par ailleurs, même si les cours du pétrole exprimés en dollar se sont approchés des niveaux atteints à la fin des années septante, ils sont demeurés bien en dessous de ces pics historiques si on les exprime en termes réels, pour tenir compte de l'évolution du niveau général des prix.

Ensuite, la structure économique des pays industrialisés s'est profondément transformée depuis le début des années septante, notamment dans le sens d'une tertiarisation plus grande, de sorte que la vulnérabilité de ces économies face à une augmentation des cours s'est sensiblement réduite. Cette vulnérabilité, qui est fonction du degré de dépendance de celles-ci aux importations de pétrole et de l'intensité en énergie pétrolière de leur production, peut être mesurée par les importations nettes de pétrole par unité de PIB : ce rapport a baissé de plus de 40 p.c. dans la zone euro depuis les années septante, une tendance que l'on retrouve dans les pays de l'OCDE en général et qui suggère que l'impact de l'envolée des cours pourrait s'avérer moindre que lors des précédents chocs pétroliers.

Enfin, la conduite des politiques macroéconomiques a profondément été modifiée depuis les premiers chocs pétroliers. D'une manière générale, la politique monétaire est devenue plus indépendante et s'est vu aussi assigner plus clairement un objectif de stabilité des prix. Cette nouvelle base institutionnelle assure les agents économiques que les autorités monétaires réagissent de manière adéquate et contribue, dès lors, à ce que les attentes d'inflation demeurent en ligne avec l'objectif de stabilité des prix. En ce qui concerne la politique budgétaire, le risque que des impulsions expansionnistes viennent alimenter, comme dans les années septante, les effets inflationnistes d'un choc pétrolier est en principe amoindri, du moins dans la zone euro en raison des contraintes imposées par le pacte de stabilité et de croissance.

Afin de mesurer l'incidence de l'accroissement des prix du pétrole sur une économie, différents canaux de transmission doivent être pris en compte. Le canal le plus évident est le transfert de revenu des pays importateurs nets de pétrole – comme la zone euro – vers les pays exportateurs nets de pétrole, qui gonfle la croissance des seconds aux dépens des premiers. L'érosion du pouvoir d'achat des ménages et des profits des entreprises des pays importateurs nets de pétrole à la suite du choc se traduit par une contraction de la consommation privée et des investissements. De plus, si les principaux partenaires commerciaux du pays touché sont également importateurs nets de pétrole, un affaiblissement de la demande externe peut accompagner le recul de la demande intérieure. Certes, la demande externe en provenance des pays exportateurs de pétrole exerce une incidence compensatrice, mais celle-ci est assez limitée du fait que ces pays ont une capacité d'absorption inférieure à celle des pays importateurs nets. L'incidence négative de la contraction de la demande sur l'activité du pays importateur peut être aggravée par une détérioration de la confiance, susceptible d'affecter aussi la consommation et l'investissement.

Hormis ces effets directs sur l'inflation et la croissance, un renchérissement du pétrole peut entraîner des effets dérivés. Ainsi, les entreprises peuvent essayer de répercuter les prix des intrants énergétiques dans le prix de vente de leur production de biens et services. La répercussion de l'augmentation des prix à la production sur le consommateur dépend de la décision des entreprises de restaurer ou non leurs marges bénéficiaires et cette décision d'ajustement va elle-même dépendre, notamment, de leur perception du caractère permanent ou temporaire de la hausse des cours du pétrole. Enfin, des effets dérivés, dits de second tour, peuvent survenir si les consommateurs cherchent à compenser le déclin de leur revenu réel par des relèvements de salaires. Ce processus risque d'aviver les tensions inflationnistes, si l'augmentation corrélative du coût de la main-d'œuvre se répercute à son tour sur les prix à la consommation. Toutefois, lors du choc pétrolier de 1999-2000, la modération salariale avait prévalu dans la zone euro malgré une baisse continue du chômage, suggérant un meilleur fonctionnement des marchés du travail par rapport aux années septante.

Dans le contexte de chômage relativement élevé et de capacités productives inutilisées importantes qui a caractérisé la zone euro durant l'année sous revue, les effets de second tour devraient être limités. Ils devraient l'être d'autant plus que la crédibilité acquise par l'Eurosystème en termes de stabilité des prix depuis sa création a contribué à modérer les anticipations d'inflation. Néanmoins, il s'indique d'être vigilant, dès lors que la crainte de la persistance du pétrole cher a gagné en importance. En effet, la formation du prix du pétrole ne semble pas uniquement guidée par des facteurs de court terme. Les prix des « futures » à long terme ont présenté une tendance haussière, indiquant que les participants au marché ne prévoyaient pas une résolution rapide des tensions géopolitiques, ni une chute dans l'intensité de la demande en provenance des économies émergentes.

L'effet sur la zone euro d'une hausse permanente de 25 p.c. du cours du pétrole a été évalué par la CE dans le cadre d'une simulation économétrique. Le choc simulé est d'un ordre de grandeur similaire à la hausse du cours du Brent – exprimé en euros – qui s'est produite entre 2003 et 2004. Il ressort de cet exercice que la première année, l'activité économique de la zone euro serait ralentie de 0,3 point de pourcentage, tandis que les prix à la consommation s'accéléreraient de 0,2 point. La croissance et l'inflation ne seraient plus influencées que de manière marginale par la suite, d'un peu moins de 0,1 point chacune la deuxième année.

EFFET CUMULÉ POUR LA ZONE EURO D'UN ACCROISSEMENT PERMANENT DE 25 P.C. DES COURS DU PÉTROLE

(différences, en niveau, des variables par rapport au scénario de base, pourcentages)

	Année 1	Année 2	Année 3
PIB	–0,29	–0,38	–0,41
Prix à la consommation	0,22	0,28	0,31

Source : CE.

Cette projection suggère que l'incidence du récent choc pétrolier sur la croissance et l'inflation de la zone euro devrait être mesurée dans le court terme. Toutefois, il convient d'interpréter avec prudence les résultats de ces simulations, car ceux-ci n'intègrent pas l'ensemble des mécanismes par lesquels les cours du pétrole affectent l'économie, comme par exemple les effets de confiance.

le cap et, compte tenu de la persistance des pressions déflationnistes, elle a continué à injecter des liquidités et à intervenir sur les marchés des changes pour prévenir un durcissement des conditions monétaires.

Les politiques budgétaires sont restées relativement expansionnistes. Toutefois, contrairement aux années précédentes, aucun incitant supplémentaire n'a, de façon générale, été octroyé aux ménages et aux entreprises et, dans certains domaines et certains pays, une amorce prudente de consolidation a même été observée. Ainsi, les investissements publics ont été réduits dans la zone euro et au Japon, de même que des mesures y ont été prises, en prévision du vieillissement rapide de la population, pour garantir à terme la soutenabilité du système de sécurité sociale.

En dépit du resserrement de la politique monétaire dans certains pays, les taux d'intérêt nominaux et réels ont peu augmenté et se sont maintenus à un niveau historiquement bas. Le prix des actions a poursuivi sa tendance à la hausse en début d'année. Les conditions de financement ont ainsi continué à soutenir la croissance. Les investissements des entreprises ont, en outre, été encouragés par la forte expansion économique, l'augmentation des bénéfices et la meilleure utilisation des capacités de production. Par ailleurs, dans certains pays, dont les États-Unis, la nécessité de remplacer certaines installations obsolètes après une période d'investissements modérés s'est révélée de plus en plus urgente. Dans la zone euro, la formation brute de capital fixe par les entreprises a progressé pour la première fois depuis 2001, mais de manière plus modeste que dans d'autres régions, entre autres en raison

du moindre degré d'avancement du processus de restructuration, du caractère assez graduel du raffermissement de la confiance des chefs d'entreprise et, vraisemblablement, des incertitudes suscitées par le renchérissement de l'énergie et par l'appréciation de l'euro. Au Japon, un nombre croissant de branches d'activité ont accru leurs investissements.

En règle générale, c'est surtout l'amélioration de la situation sur le marché du travail qui a renforcé la confiance des ménages et augmenté leur revenu disponible et, par conséquent, soutenu la consommation privée. C'est au Japon, principalement, que la croissance de l'emploi, la première depuis 1997, a considérablement stimulé la confiance des ménages, de sorte que ceux-ci ont sensiblement majoré leur consommation, mais aussi à nouveau investi dans le logement. Les dépenses de consommation des ménages dans la zone euro ont repris un peu de vitesse, mais elles sont restées très faibles en raison, notamment, de l'inquiétude suscitée par la détérioration des finances publiques et par les réformes, annoncées ou en cours, des systèmes de sécurité sociale.

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

(milliards de dollars des États-Unis)

	2002	2003	2004
États-Unis	–473,9	–530,7	–669,0
Japon	111,7	135,3	164,5
Zone euro	47,6	32,1	67,4
Chine	35,4	45,9	18,2
Autres pays émergents d'Asie (2)	45,4	64,4	103,0
Autres pays	98,9	164,6	229,0
dont : OPEP	61,6	66,9	151,2

Sources : CE, FMI, OCDE.

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

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

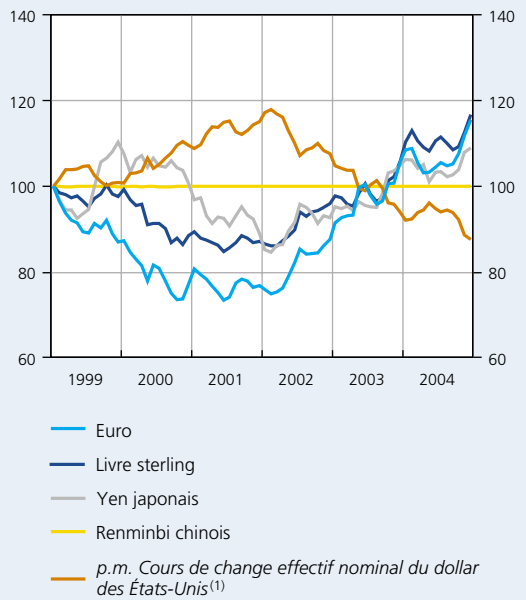
Les déséquilibres des balances de paiements courants se sont encore accentués durant l'année sous revue. Aux États-Unis, le déficit a atteint 669 milliards de dollars ou 5,7 p.c. du PIB. Les excédents courants du Japon et de la zone euro se sont sensiblement élargis, pour atteindre respectivement 3,6 et 0,7 p.c. du PIB. Une évolution similaire a été observée pour les pays émergents d'Asie, tandis que l'excédent chinois s'est nettement tassé, pour ne plus représenter que 18,2 milliards de dollars ou 1,1 p.c. du PIB. Quant au surplus des pays membres de l'OPEP, il a plus que doublé en 2004, pour globalement avoisiner, à quelque 150 milliards de dollars, le niveau de celui du Japon.

L'inquiétude concernant la soutenabilité des déséquilibres s'est considérablement renforcée, en particulier depuis la réapparition, en 2001, des « déficits jumeaux » aux États-Unis – c'est-à-dire l'augmentation simultanée du déficit du compte courant et de l'impasse budgétaire. De surcroît, le mode de financement du déficit courant américain a changé dans la période récente. Ainsi, le solde des investissements directs et des placements en actions est devenu nettement négatif depuis le début de 2003, tandis que les placements, entre autres par des banques centrales asiatiques, dans des titres de créance émis par les administrations publiques américaines ont fortement progressé. Par l'accumulation considérable de réserves, les autorités de ces pays ont pu ralentir ou éviter l'appréciation de leurs devises vis-à-vis du dollar en vue de soutenir leur stratégie de croissance, qui est axée sur les exportations. Ces évolutions ont alimenté les craintes de voir les investisseurs étrangers moins disposés à poursuivre le financement des besoins de capitaux considérables et toujours croissants des États-Unis, à des conditions financières inchangées. La question portant sur la façon de corriger ces déséquilibres se fait dès lors sans cesse plus pressante. Afin que l'ajustement des déséquilibres ne repose pas exclusivement sur les forces de marché, ce qui serait susceptible d'entraîner une chute incontrôlée de la devise américaine, on plaide à cet égard de plus en plus en faveur de l'adoption de mesures simultanées par les diverses économies, dans différents domaines : la réduction du besoin de financement des administrations publiques aux États-Unis, la mise en œuvre de réformes structurelles dans la zone euro en vue de stimuler le potentiel de croissance de l'économie et l'accroissement de la flexibilité des cours de change en Asie.

Le déficit croissant de la balance courante des paiements et la persistance d'un déficit public élevé sont considérés comme des facteurs importants de la poursuite de l'affaiblissement du dollar au cours de l'année sous revue. Au début de l'année 2004, la dépréciation du cours de change moyen pondéré du dollar, enregistrée depuis mars 2002, s'est provisoirement arrêtée. Soutenu par des perspectives encourageantes pour l'économie américaine, le cours du dollar s'est même quelque peu redressé. Toutefois, au cours du deuxième semestre, l'inquiétude régnant sur les marchés quant au déficit croissant de la balance courante a repris le dessus et le cours de change effectif nominal du dollar a reculé à nouveau, revenant en deçà du creux du début de 2004 dès le mois d'octobre.

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

(moyennes mensuelles, indices janvier 1999 = 100)



Sources : BRI, FMI.

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

Au total, le cours de change moyen pondéré du dollar s'est déprécié de 7,3 p.c. en 2004.

Si l'on excepte les mois de mars et d'avril où il s'est replié légèrement, l'euro s'est apprécié vis-à-vis du dollar des États-Unis pendant pratiquement toute l'année sous revue, en particulier à partir du mois d'octobre. En moyenne, il a de la sorte dépassé de 10 p.c. sa valeur de 2003. Le yen et la livre sterling ont affiché en cours d'année une évolution relativement similaire à celle de l'euro face au dollar, leur appréciation s'élevant en moyenne à respectivement 7,1 et 12,1 p.c. Quant à la monnaie chinoise, son cours est encore resté totalement lié à celui du dollar.

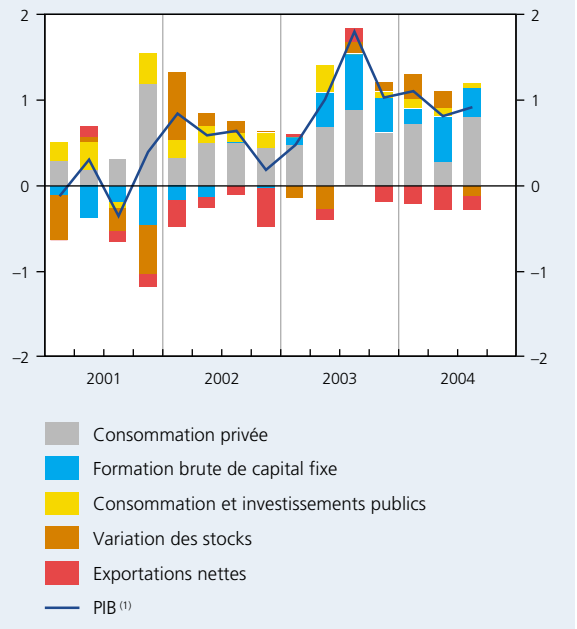
1.2 États-Unis

La reprise de l'économie américaine, qui s'était amorcée en 2002, s'est consolidée au cours de l'année sous revue. La situation sur le marché du travail s'est améliorée et les risques de déflation ont disparu. L'ensemble des composantes intérieures de la demande ont soutenu cette expansion constante, alors que la contribution des exportations nettes est demeurée négative. La politique macroéconomique a progressivement changé d'orientation durant l'année, mais elle est restée fortement expansionniste.

En moyenne, la croissance du PIB a atteint 4,4 p.c., contre 3 p.c. un an plus tôt. L'expansion de l'activité, encore forte au premier trimestre, s'est ralentie au deuxième trimestre, dans un contexte marqué par la hausse des prix de l'énergie et une progression de l'emploi inférieure aux attentes. Au troisième trimestre, elle s'est quelque peu redressée. À partir du deuxième trimestre, elle a ainsi évolué à un rythme proche de sa croissance tendancielle à long terme, estimée entre 3 et 3,5 p.c. en base annuelle.

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

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



Source : BEA.

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

Le soutien permanent apporté à la croissance économique par les ménages, tant au niveau de la consommation privée que des investissements en logements, a été remarquable, compte tenu de leur situation financière. Le ratio du service de la dette par rapport à leur revenu disponible n'a, en effet, quasiment pas fléchi au cours de l'année sous revue et est demeuré, à quelque 13 p.c., à l'un des niveaux les plus élevés de ces vingt dernières années. Le revenu disponible des ménages a toutefois progressé en termes réels de 2,9 p.c. en moyenne, contre 2,3 p.c. en 2003, bénéficiant de l'évolution favorable du nombre de postes de travail, de la légère hausse des salaires et de réductions d'impôts plus importantes. La poursuite de la croissance de la consommation privée, qui a approché 4 p.c., n'a dès lors été possible que moyennant un nouveau recul du taux d'épargne, déjà historiquement bas, de 1,4 à 0,8 p.c. du revenu disponible. Les dépenses de consommation des particuliers ont, en effet, encore été stimulées par la hausse des prix des logements et la faiblesse des taux d'intérêt. Ce dernier facteur a également continué à soutenir leurs investissements en logements, qui ont crû à un rythme encore plus rapide que l'année précédente. Ceux-ci n'ont enregistré un ralentissement temporaire qu'au deuxième trimestre, parallèlement à une remontée des taux à long terme.

La reprise des investissements des entreprises n'a plus concerné seulement le matériel des technologies de l'information et de la communication (TIC), mais aussi les machines et les équipements de transport, ce qui a permis le maintien d'une croissance soutenue de la formation brute de capital fixe des sociétés sur l'ensemble de l'année. Les conditions de financement favorables, caractérisées par la persistance de taux d'intérêt bas et par un niveau plus élevé des cours de bourse, ainsi que la plus forte rentabilité des entreprises, sont autant de facteurs qui ont contribué à cette évolution. Par ailleurs, en raison du faible niveau des investissements consentis les années précédentes, l'équipement de certaines entreprises est devenu à ce point obsolète que son remplacement ou sa modernisation ne pouvait plus être postposé. Enfin, l'expiration à la fin de 2004 de dispositions fiscales favorables aux investissements a incité des entreprises à anticiper la mise en œuvre de certains projets.

À partir du second semestre de 2003, les entreprises ont reconstitué rapidement leurs stocks, pour être en mesure de faire face à l'expansion persistante de la demande intérieure finale. La variation des stocks a apporté, surtout au premier semestre de l'année sous revue, une contribution importante à la croissance : celle-ci s'est élevée, en moyenne sur l'année, à 0,5 point de pourcentage du PIB.

TABLEAU 3 ÉVOLUTION ÉCONOMIQUE AUX ÉTATS-UNIS

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

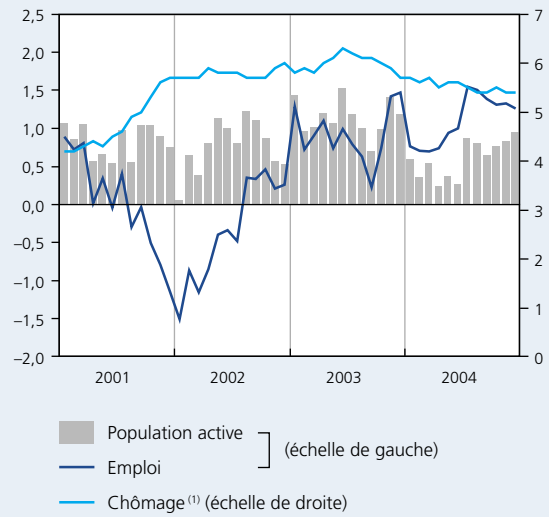
	2002	2003	2004
Dépenses à prix constants			
Demande intérieure finale	2,1	3,4	4,3
Dépenses de consommation finale			
Particuliers	3,1	3,3	3,6
Administrations publiques	4,0	2,9	1,8
Formation brute de capital fixe			
Logements	4,8	8,8	9,8
Entreprises	–8,9	3,3	10,2
Administrations publiques	6,0	2,1	3,4
Variation des stocks (1)	0,4	–0,1	0,5
Exportations nettes de biens et services (1)	–0,7	–0,5	–0,6
Exportations	–2,3	1,9	8,9
Importations	3,4	4,4	10,1
PIB	1,9	3,0	4,4
Marché du travail			
Emploi (2)	–0,3	0,9	1,1
Chômage (3)	5,8	6,0	5,5
Prix et coûts			
Prix à la consommation	1,6	2,3	2,7
Coûts salariaux unitaires dans les entreprises	–0,6	0,3	0,4
Prix des importations de biens et services	–1,2	3,4	5,2
Termes de l'échange	0,9	–1,2	–1,5
Balance des paiements et solde budgétaire			
Balance des opérations courantes (4)	–4,5	–4,8	–5,7
Solde de financement des administrations publiques (4)	–3,8	–4,6	–4,4
p.m. Taux d'épargne des particuliers (5)	*2,0*	*1,4*	*0,8*

Sources : OCDE, BLS.
(1) Contribution à la variation du PIB.
(2) Selon l'enquête auprès des ménages.
(3) Rapport entre le nombre de chômeurs et la population active.
(4) Solde exprimé en pourcentage du PIB.
(5) Épargne exprimée en pourcentage du revenu disponible.

Les exportations se sont vivement redressées en 2004, mais les importations ont progressé de façon plus soutenue encore, et le commerce extérieur des États-Unis a donc de nouveau pesé sur la croissance économique. La forte expansion des importations a notamment été favorisée par la vigueur persistante de la demande intérieure,

GRAPHIQUE 4 MARCHÉ DU TRAVAIL AUX ÉTATS-UNIS

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



Source : BLS.
(1) Rapport entre le nombre de chômeurs et la population active.

qui a une nouvelle fois été supérieure à celle de plusieurs partenaires commerciaux. La contribution des exportations nettes a, par conséquent, été de nouveau négative, à concurrence de 0,6 point de pourcentage du PIB.

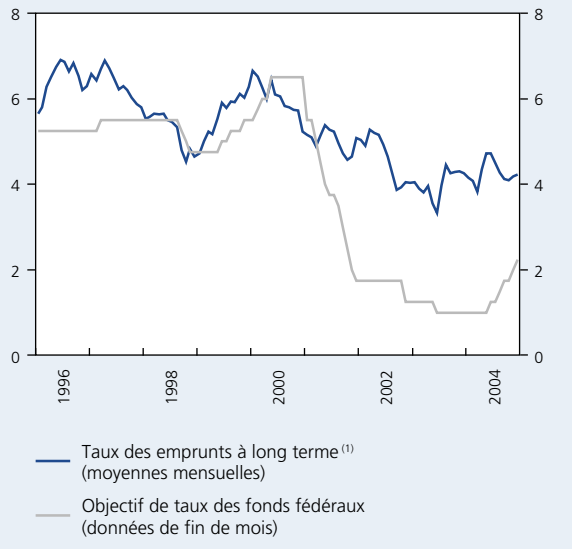
L'intensification de la reprise de l'emploi s'est fait attendre plus longtemps que prévu : ce n'est qu'à partir du mois de mai que les créations d'emplois se sont nettement accélérées. Ainsi, l'emploi a progressé en moyenne de 1,1 p.c., contre 0,9 p.c. seulement un an plus tôt. Cette évolution est allée de pair avec une décrue progressive du chômage, qui est revenu de 6 à 5,5 p.c. de la population active en 2004. Les gains de productivité se sont accélérés, pour atteindre 3,3 p.c. en moyenne.

L'inflation a atteint en moyenne 2,7 p.c. Elle est de la sorte restée modérée dans un environnement marqué par une vive expansion économique et des hausses soutenues des prix pétroliers. Cette évolution peut être attribuée au niveau encore faible du degré d'utilisation de l'appareil de production, à la persistance d'une réserve de main-d'œuvre encore abondante, ainsi qu'aux progrès de productivité.

La poursuite de la croissance de l'activité a occasionné, pour la première fois depuis la récession de 2001, une augmentation des recettes de l'impôt des sociétés. Celle-ci a toutefois été contrebalancée par la hausse continue des dépenses consacrées aux opérations militaires et à la reconstruction en Irak et en Afghanistan, ainsi que par celle des dépenses de soins de santé. Par ailleurs, les particuliers ont profité de la mise en œuvre de diminutions d'impôts encore plus importantes qu'en 2003, ce qui a eu une incidence considérable sur le budget des administrations publiques, de 1,3 p.c. du PIB contre 0,6 p.c. L'impasse budgétaire corrigée de l'influence du cycle économique est ainsi passée de 4,1 à 4,2 p.c. du PIB.

Le retournement de la politique monétaire, jusqu'alors très expansionniste, s'est amorcé le 30 juin par un premier relèvement de l'objectif des taux des fonds fédéraux, de 25 points de base. Plus tard dans l'année, le 10 août, le 21 septembre, le 10 novembre et le 14 décembre, cet objectif a été relevé dans la même mesure, pour atteindre 2,25 p.c. Même si le *Federal Open Market Committee* a maintenu son opinion selon laquelle un affaiblissement de la croissance économique s'est produit au milieu de l'année, en raison de l'envolée des prix de l'énergie, il a confirmé dans ses déclarations que l'économie semblait avoir renoué, dans la seconde partie de l'année, avec un rythme de croissance plus vigoureux. Il a, en outre, continué à répéter que la politique monétaire expansionniste serait graduellement abandonnée.

GRAPHIQUE 5 PRINCIPAUX TAUX D'INTÉRÊT AUX ÉTATS-UNIS



Sources : Thomson Financial Datastream, Réserve fédérale.
(1) Taux d'intérêt sur les obligations du Trésor américain d'une durée résiduelle de dix ans.

Les fluctuations des taux à long terme ont été quasiment parallèles aux anticipations relatives à un relèvement plus ou moins rapide des taux d'intérêt par la Réserve fédérale. Les taux à long terme ont poursuivi leur tendance à la baisse au cours des premiers mois de l'année, lorsqu'il est apparu que celle-ci maintiendrait encore sa politique accommodante pendant un certain temps, en l'absence de créations d'emplois importantes malgré l'expansion continue. Au deuxième trimestre, les taux à long terme ont augmenté de quasiment un point de pourcentage, les opérateurs de marché anticipant plus rapidement que prévu un relèvement du taux directeur de la Réserve fédérale, compte tenu de la reprise de la progression de l'emploi et de la révision à la hausse des attentes en matière de croissance et d'inflation. Dès que le redressement de l'emploi s'est avéré assez timide et que des inquiétudes se sont fait jour quant à la soutenabilité de la croissance, les taux à long terme se sont à nouveau détendus, pour retomber à 4,1 p.c. en octobre et 4,2 p.c. les deux mois suivants.

1.3 Japon

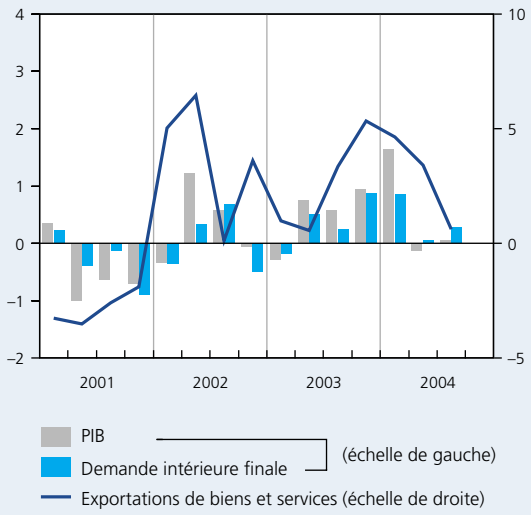
La croissance de l'économie japonaise s'est renforcée en 2004, la consommation privée se joignant enfin à la demande extérieure et aux investissements des entreprises pour soutenir la reprise. Le PIB a augmenté de 2,9 p.c., soit la hausse la plus élevée de l'activité économique depuis 1996. Ce résultat reflète l'expansion exceptionnelle de l'économie mondiale et du commerce international. Il est aussi le fruit de la poursuite des restructurations, depuis plusieurs années, dans le secteur financier et dans l'industrie.

L'évolution de l'économie japonaise a néanmoins été contrastée au cours de l'année sous revue. Elle a, en effet, avant tout bénéficié de l'acquis de croissance au début de 2004, l'expansion de l'activité ayant été remarquable au quatrième trimestre de 2003 et au premier trimestre de 2004, du fait pour l'essentiel du dynamisme de la consommation privée et des exportations. Aux deuxième et troisième trimestres, sous l'effet d'une augmentation plus modérée de ces catégories de dépense et d'une réduction des stocks, le redressement de l'activité a toutefois marqué une pause. Dans des estimations publiées pour le Japon au début de 2005, l'OCDE s'attendait toutefois à un rebond du PIB au dernier trimestre de 2004.

La consommation privée a été l'un des moteurs de la forte expansion au Japon. La situation économique des ménages s'est, en effet, fortement améliorée au cours de l'année sous revue, comme l'illustre l'indice de confiance des consommateurs, qui a atteint en août son niveau le

GRAPHIQUE 6 PROFIL CONJONCTUREL DU PIB ET DES PRINCIPALES CATÉGORIES DE DÉPENSES AU JAPON

(données corrigées des variations saisonnières, pourcentages de variation à prix constants par rapport au trimestre précédent)



Source : OCDE.

plus élevé depuis 1991. Le retournement de la situation sur le marché du travail a incontestablement contribué à cette évolution favorable : pour la première fois depuis 1997, l'emploi a augmenté, de 0,3 p.c., ce qui a entraîné une baisse du taux de chômage. Cette augmentation de l'emploi a toutefois porté essentiellement sur des postes de travail temporaires et à temps partiel, plutôt que sur des emplois fixes, à temps plein, ce qui explique en partie pourquoi les salaires nominaux par travailleur ont continué à se réduire, de 0,4 p.c. Néanmoins, le revenu disponible réel des ménages a progressé de 0,7 p.c. en 2004, en raison de la poursuite de la baisse du niveau des prix. La progression du pouvoir d'achat des ménages a manifestement incité ceux-ci à accroître fortement leurs dépenses de consommation, à concurrence de 2 p.c., et à réduire ainsi, à nouveau, leur taux d'épargne. Le renforcement de leur confiance s'est également traduit par une reprise de leurs investissements en logements.

Les entreprises japonaises, quant à elles, ont augmenté leurs dépenses de formation brute de capital fixe de 6,5 p.c. en 2004, encouragées par la vigueur de la demande intérieure et extérieure, l'augmentation persistante des bénéfices et les coûts de financement toujours faibles.

TABLEAU 4 ÉVOLUTION ÉCONOMIQUE AU JAPON

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

	2002	2003	2004
Dépenses à prix constants			
Demande intérieure finale	–0,7	0,6	2,1
Dépenses de consommation finale			
Particuliers	0,5	0,2	2,0
Administrations publiques	2,6	1,2	2,6
Formation brute de capital fixe			
Logements	–4,3	–1,3	1,8
Entreprises	–6,6	6,5	6,5
Administrations publiques	–4,3	–10,7	–11,1
Variation des stocks (1)	–0,2	0,2	0,1
Exportations nettes de biens et services (1)	0,6	0,6	0,9
Exportations	7,2	9,0	14,3
Importations	1,2	3,9	8,4
PIB	–0,3	1,3	2,9
Marché du travail			
Emploi	–1,3	–0,2	0,3
Chômage (2)	5,4	5,3	4,7
Prix et coûts			
Prix à la consommation	–0,9	–0,3	–0,2
p.m. Déflateur des dépenses de consommation finale des particuliers	*–0,8*	*–0,7*	*–0,6*
Coûts salariaux unitaires dans les entreprises	–3,2	–3,6	–4,2
Prix des importations de biens et services	–1,2	–0,9	2,5
Termes de l'échange	0,3	–2,4	–4,2
Balance des paiements et solde budgétaire			
Balance des opérations courantes (3)	2,8	3,1	3,6
Solde de financement des administrations publiques (3)	–7,9	–7,7	–6,6
p.m. Taux d'épargne des particuliers (4)	*6,4*	*6,3*	*5,1*

Sources : OCDE, ESRI (Japan), calculs propres de la BNB.
(1) Contribution à la variation du PIB.
(2) Rapport entre le nombre de chômeurs et la population active.
(3) Solde exprimé en pourcentage du PIB.
(4) Épargne exprimée en pourcentage du revenu disponible.

Les exportations, principal moteur, depuis des décennies déjà, de l'économie japonaise, ont progressé au taux exceptionnel de 14,3 p.c. en 2004, en raison du dynamisme de la demande, en provenance non seulement de Chine, mais également d'autres pays asiatiques. Ainsi, les exportations nettes de biens et services ont fourni une contribution positive à la croissance du PIB plus importante encore qu'en 2003, à savoir 0,9 p.c. contre 0,6 p.c.

Malgré la croissance élevée, la déflation n'a pas pris fin. Le recul des prix à la consommation a certes été légèrement inférieur à celui de 2003, revenant de 0,3 à 0,2 p.c., mais s'il est fait abstraction de l'incidence de la hausse du prix des produits énergétiques, il a été en réalité plus important, ce qui confirme que, après six ans, la déflation demeure bien enracinée dans l'économie japonaise. La diminution des prix du riz et l'accélération de la baisse des coûts salariaux par unité produite dans les entreprises ont contribué à cette évolution.

Ni la politique budgétaire ni la politique monétaire n'ont subi un changement de cap fondamental en 2004. Grâce à la vigueur de l'activité économique et à la nouvelle réduction des dépenses d'investissement public, les besoins de financement des administrations publiques ont toutefois diminué, revenant de 7,7 à 6,6 p.c. du PIB. Les pouvoirs publics japonais se sont fixé pour objectif d'éliminer à l'horizon 2010 le déficit de leur solde primaire, lequel s'est élevé à 5 p.c. du PIB au terme de l'année sous revue. Compte tenu des charges d'intérêts croissantes et de l'augmentation des dépenses de sécurité sociale due au vieillissement de la population, un certain nombre de mesures relatives au régime des retraites, visant à relever les cotisations et réduire les prestations, ont été adoptées en 2004.

La Banque du Japon a poursuivi la politique d'octroi de liquidités abondantes à taux zéro au secteur financier, qu'elle avait lancée en septembre 2001. Grâce à la révision constante à la hausse de son objectif pour les encours des avoirs en comptes courants des banques dans ses livres – la dernière a eu lieu en janvier 2004, lorsque l'objectif a été porté de 32.000 à 35.000 milliards de yens –, la Banque du Japon a soutenu la base monétaire et a pu préserver la stabilité du système financier. Cependant, l'encours des crédits bancaires a continué de fléchir, en conséquence de la poursuite des restructurations dans les banques et les entreprises des autres secteurs, ce qui a nui à l'efficacité de la politique monétaire de la Banque du Japon. Par ailleurs, en 2003 et au début de 2004, lorsque les marchés financiers se sont focalisés sur le déficit des opérations courantes des États-Unis, le yen a fait l'objet de pressions à la hausse vis-à-vis du dollar. Afin d'éviter un resserrement des conditions monétaires, la Banque du

Japon est intervenue massivement sur les marchés des changes.

Étant donné la croissance économique particulièrement forte, la nouvelle hausse des cours des actions et la pression constante de l'autorité de surveillance, la situation du secteur financier s'est considérablement améliorée, en particulier parmi les grandes banques. Les banques régionales, de plus petites dimensions, qui sont moins soumises à la réglementation, ont par contre encore un certain retard dans leur processus de restructuration. Pour ce groupe de banques, un *Action program for enhancement of relationship banking functions* a été lancé en 2004 et une facilité de recapitalisation leur a été proposée.

1.4 Chine

L'activité économique chinoise a encore progressé à un rythme soutenu durant l'année sous revue, à peine inférieur à celui de 2003. Le taux de croissance annuelle du PIB s'est maintenu aux alentours de 10 p.c. au premier trimestre de 2004, comme lors du dernier trimestre de 2003, puis il s'est quelque peu modéré lors des deuxième et troisième trimestres sous l'effet des mesures prises par le gouvernement en vue d'éviter une surchauffe de l'économie. C'est essentiellement à la vigueur des investissements et des exportations, notamment vers les États-Unis et la zone euro, que la croissance chinoise a été imputable.

La formation de capital fixe, estimée à 45,8 p.c. du PIB pendant l'année sous revue, a été encouragée par la rapide croissance des crédits accordés et par des projets publics locaux. Les exportations de biens et services ont aussi nettement soutenu la croissance du PIB, en partie, grâce au taux de change hautement compétitif du renminbi, eu égard au maintien de la parité fixe avec le dollar des États-Unis. En outre, la faiblesse des coûts salariaux unitaires a encouragé les délocalisations d'entreprises étrangères en Chine, ce qui a contribué à la vigueur des exportations. Cependant, la croissance des importations a dépassé celle des exportations en 2004, sous l'effet d'une demande domestique robuste, mais également en raison de la libéralisation accrue du commerce à la suite de l'adhésion de la Chine à l'OMC en 2001. La Chine a affiché un excédent du compte des opérations courantes qui s'est élevé à 1,1 p.c. du PIB pour 2004, en baisse par rapport à 2003. Celui-ci a été encore largement dû aux transactions des biens et services ; l'ampleur du surplus commercial de la Chine vis-à-vis des États-Unis a de nouveau été en grande partie contrebalancée par le déficit que celle-ci a enregistré avec les autres économies émergentes d'Asie. En effet, la Chine représente une précieuse source de débouchés pour ces économies notamment de par son rôle d'assemblage dans la chaîne de production régionale.

TABLEAU 5 ÉVOLUTION ÉCONOMIQUE EN CHINE

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

	2002	2003	2004
Dépenses à prix constants			
Demande intérieure finale	7,9	9,5	8,9
Exportations de biens	25,6	30,5	20,0
Importations de biens	24,3	34,9	26,0
PIB	8,3	9,3	9,2
p.m. Formation de capital fixe (1)	*40,1*	*44,4*	*45,8*
Prix			
Prix à la consommation	–0,8	1,2	4,2
Balance des paiements et solde budgétaire			
Balance des opérations courantes (1)	2,8	3,1	1,1
Solde de financement des administrations publiques (1)	–3,0	–2,5	–2,0

Sources : CE, FMI, OCDE.
(1) Exprimé(e) en pourcentage du PIB.

L'inflation en Chine, mesurée par l'indice des prix à la consommation, s'est élevée à 4,2 p.c. en 2004, contre 1,2 p.c. l'année précédente. D'une part, des facteurs temporaires, tels que des conditions météorologiques défavorables, ont affecté les prix des produits alimentaires, qui ont enregistré une forte progression. D'autre part, la vigueur de la demande chinoise a contribué à l'accélération marquée des prix des matières premières. En particulier, le renchérissement du pétrole a exercé une incidence substantielle sur l'indice des prix à la consommation, compte tenu de la forte intensité énergétique de l'économie.

Dans un contexte d'accélération de l'inflation, la politique budgétaire a joué un rôle dans le refroidissement de l'économie, notamment au travers d'une réduction des investissements publics. Sous l'effet de cette diminution et de la vive croissance économique, les administrations publiques ont affiché un besoin de financement de 2 p.c. du PIB durant l'année sous revue, en baisse par rapport à 2003, où celui-ci avait atteint 2,5 p.c.

La crainte d'un accroissement des créances douteuses a conduit les autorités chinoises à prendre en 2004 une série de mesures afin de freiner la rapide progression des crédits alimentant la formation de capital fixe. Les exigences en fonds propres des banques commerciales ont été graduellement augmentées et les normes de crédit ont été resserrées dans les secteurs où la rentabilité de certains investissements a été mise en doute, tels que la métallurgie, le ciment, l'automobile et l'immobilier. Au mois d'octobre, la Banque populaire de Chine a relevé ses taux de référence pour la première fois depuis plusieurs années : les taux des prêts bancaires et des dépôts à un an ont été augmentés de 27 points de base, pour s'élever respectivement à 5,58 et 2,25 p.c. En agissant de manière préventive, les autorités chinoises tentent d'éviter un atterrissage brutal de l'économie similaire à ce qui avait été observé dans les années nonante, quand les mesures de refroidissement avaient été à la fois prises trop tardivement et inversées trop rapidement.

L'important surplus commercial de la Chine vis-à-vis des États-Unis et les flux abondants des investissements directs étrangers – dont la Chine est devenue un des principaux bénéficiaires à l'échelle mondiale – complétés par les investissements de portefeuille attirés par l'anticipation d'une future appréciation de la monnaie, ont mis le renminbi sous pression à la hausse. Dans ce contexte, la Banque populaire de Chine a continué d'intervenir sur le marché des changes et d'accumuler des réserves substantielles de change afin de maintenir une parité fixe vis-à-vis du dollar des États-Unis. La stérilisation de ces interventions semble toutefois poser de plus en plus de difficultés et l'excès de liquidités dans le système bancaire chinois représente un risque pour la soutenabilité de la croissance. La forte progression des crédits a déjà poussé les autorités chinoises à faire les premiers pas vers un resserrement des conditions monétaires. Tout ceci a alimenté le débat sur la sous-évaluation du renminbi et sur un mouvement vers un cours de change plus flexible, qui procurerait à l'économie chinoise un instrument facilitant l'ajustement aux chocs extérieurs. De plus, un mouvement vers plus de flexibilité de la part de la Chine pourrait pousser les autres économies émergentes d'Asie qui l'ont imitée, en maintenant un ancrage de leur monnaie au dollar des États-Unis, à agir dans le même sens.

En dépit des progrès exceptionnels réalisés par la Chine en termes de réformes dans la direction d'une économie de marché, ainsi qu'en termes de croissance économique, d'importantes faiblesses structurelles subsistent et pèsent sur le maintien de l'essor du pays. Un problème crucial auquel les banques commerciales doivent faire face est l'accumulation de prêts non performants, qui a commencé par le financement d'entreprises publiques inefficientes par les banques commerciales publiques et qui s'est étendu aux autres banques du pays. Au milieu de l'année 2003, les prêts non performants auraient représenté 21 p.c. des prêts totaux. Un processus de réformes du secteur bancaire a démarré le 30 décembre 2003 avec l'injection de capitaux pour un montant équivalant à 45 milliards de dollars des États-Unis dans deux des quatre banques commerciales publiques qui dominent le secteur bancaire. D'autres mesures ont été prévues pour ces banques, telles que l'amélioration de la gouvernance d'entreprise. Les normes de crédit plus strictes décidées durant l'année sous revue devraient toucher tout le secteur bancaire et contribuer à réduire davantage la progression des créances douteuses. En dehors du secteur bancaire, les marchés des capitaux demeurent sous-développés. Néanmoins, des directives parues en janvier 2004, qui permettent aux institutions financières non bancaires de participer davantage aux marchés des capitaux, vont dans le sens d'un développement de ces marchés.

Une autre faiblesse de l'économie chinoise se retrouve dans l'inefficience des entreprises publiques qui ont bénéficié d'un financement peu coûteux des banques publiques et dont une grande partie continue de tourner à perte, tout en employant une part significative de la population. Bien que la restructuration de ces entreprises s'impose, les autorités chinoises semblent faire preuve d'une certaine réticence à aborder ce problème en raison des implications sociales dramatiques que ceci entraînerait, d'autant plus qu'il n'y a pratiquement pas de système de sécurité sociale en Chine.

1.5 Union européenne

1.5.1 Zone euro

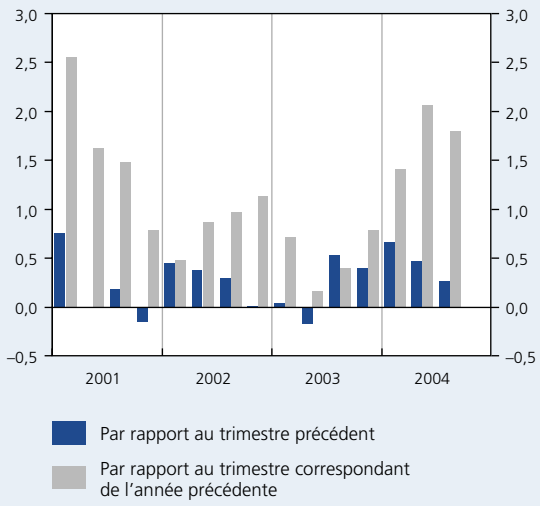
ACTIVITÉ

En 2004, le PIB de la zone euro s'est accru de 1,8 p.c. Au premier trimestre, le PIB a augmenté de 0,7 p.c. par rapport au trimestre précédent. La reprise, qui s'était fait jour à la mi-2003, s'est ensuite quelque peu ralentie. Les exportations ont tiré la croissance, mais la demande intérieure a elle aussi progressé.

Les dépenses de consommation privée ont crû en 2004 à un rythme faible, comparable à celui de l'année précédente, et à peine supérieur à 1 p.c. : la progression du revenu disponible réel des ménages s'est pourtant quelque peu accélérée, de 0,7 à 1,1 p.c., sous l'effet de créations d'emplois légèrement plus nombreuses. L'absence d'une amélioration notable sur le marché du travail et les

GRAPHIQUE 7 PROFIL CONJONCTUREL DU PIB DANS LA ZONE EURO

(données corrigées des variations saisonnières et des effets de calendrier, pourcentages de variation à prix constants)



Source : CE.

incertitudes, notamment quant aux conséquences de la hausse des cours du pétrole et aux progrès des réformes structurelles, ont vraisemblablement pesé sur la confiance des consommateurs.

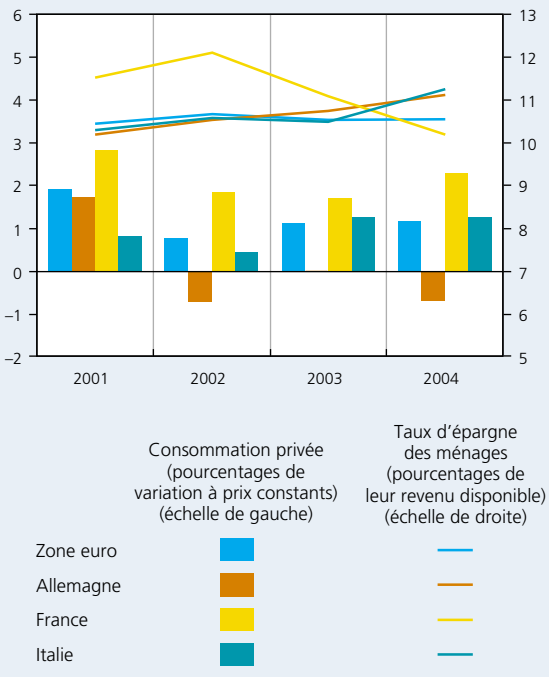
La consommation privée a néanmoins évolué de manière très différente suivant les pays. Elle s'est repliée en Allemagne et est demeurée relativement atone en Italie et, surtout, aux Pays-Bas. Dans d'autres pays de la zone euro, notamment en France, elle a par contre rebondi. Dans certains pays, comme l'Allemagne, les Pays-Bas et l'Italie, le taux d'épargne des ménages s'est accru, alors qu'il s'est sensiblement contracté en France et en Belgique.

La formation brute de capital fixe, qui avait été en 2003 légèrement inférieure au niveau de l'année précédente, a augmenté à nouveau.

Les investissements en logements ont ainsi progressé de 1,8 p.c. en 2004, contre seulement 0,5 p.c. en 2003. Les évolutions dans ce domaine sont demeurées très divergentes entre les États membres. En particulier, un recul des investissements en logements a une nouvelle fois été enregistré en Allemagne. Les investissements des entreprises, qui avaient nettement faibli au cours des années précédentes, ont crû en moyenne de 2,4 p.c. Dans l'industrie, la confiance des chefs d'entreprise s'est graduellement raffermie, notamment à la suite d'une appréciation plus positive de leurs carnets de commandes, en particulier à l'exportation. Dans le contexte de la poursuite de la reprise de l'activité, le taux d'utilisation des capacités de production s'est accru dans l'industrie manufacturière dans le courant de 2004. Dans le secteur des services marchands, par contre, la confiance est demeurée quasiment inchangée tout au long de l'année, après s'être toutefois déjà sensiblement améliorée en 2003.

Il semble enfin que, en 2004, la situation financière globale des entreprises n'a plus constitué un frein aux investissements dans la zone euro : les coûts de financement des entreprises sont demeurés faibles et la position bilantaire des sociétés non financières a évolué favorablement. Le rétablissement des bénéfices se serait poursuivi et une amélioration générale des indicateurs de marché aurait également été enregistrée en ce qui concerne la qualité de crédit des sociétés. Cependant, les investissements dans l'ensemble de la zone euro ont peut-être été freinés par l'incertitude entourant la rentabilité future des entreprises à la suite, d'une part, du vif renchérissement de l'énergie et de la perception croissante que ce dernier pourrait avoir un caractère permanent, d'autre part, de l'appréciation de l'euro.

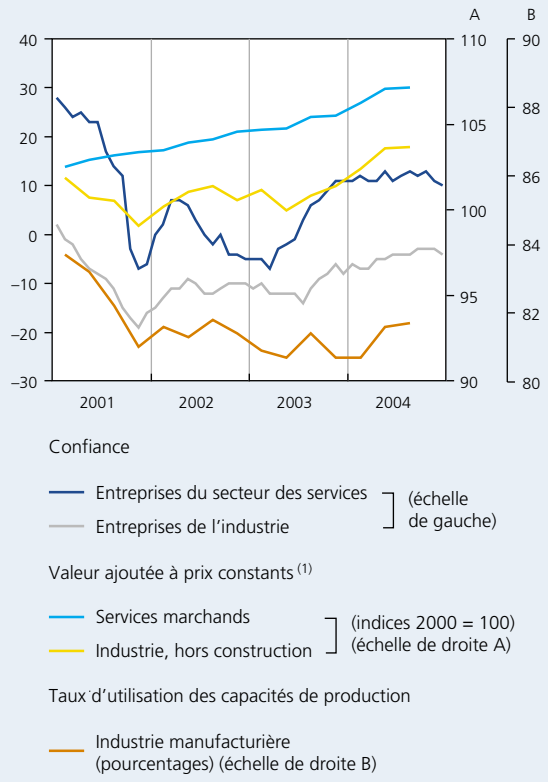
GRAPHIQUE 8 CONSOMMATION PRIVÉE ET TAUX D'ÉPARGNE DES MÉNAGES DANS LES PRINCIPAUX PAYS DE LA ZONE EURO



Source : OCDE.

GRAPHIQUE 9 CONFIANCE ET ACTIVITÉ DES ENTREPRISES DANS LA ZONE EURO

(données corrigées des variations saisonnières)



Source : CE.
(1) Données corrigées des effets de calendrier.

En 2004, les investissements publics sont restés stables, alors qu'ils avaient encore affiché une légère hausse de 0,2 p.c. en 2003.

Alors que les exportations de biens et de services n'avaient presque pas augmenté en volume sur l'ensemble de 2003, elles ont haussé de 5,9 p.c. en 2004. Pendant la première moitié de l'année, elles ont été le moteur de la reprise dans la zone euro, mais elles se sont ralenties au troisième trimestre. La progression des importations s'est elle aussi sensiblement accélérée, passant de 1,9 p.c. en 2003 à 5,9 p.c. Les exportations nettes ont ainsi été neutres pour la croissance, au contraire de 2003, où leur contribution avait été fortement négative, à hauteur de 0,6 p.c.

La croissance des exportations doit être replacée dans le contexte de l'expansion du PIB mondial et de la croissance de quelque 10 p.c. du commerce international, qui ont entraîné une forte hausse des marchés à l'exportation de la zone euro. Même si une certaine stabilisation du cours de change effectif réel de l'euro a été enregistrée durant la première moitié de 2004, le mouvement d'appréciation, qui s'était amorcé en 2002, s'est poursuivi, en particulier à la fin de l'année. Globalement, il semble toutefois que cela n'ait pas empêché les entreprises de la zone euro de tirer profit de l'expansion de leurs marchés à l'exportation, même si l'évolution a été divergente d'un pays à l'autre. La composition par produits des exportations a sans doute contribué à la vive croissance des

TABLEAU 6 ÉVOLUTION ÉCONOMIQUE DANS LA ZONE EURO

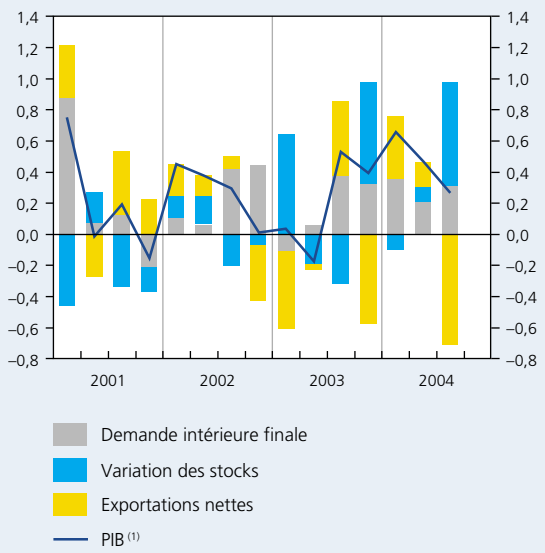
(pourcentages de variation par rapport à l'année précédente, sauf mention contraire)

	2002	2003	2004
Dépenses à prix constants			
Demande intérieure finale	0,6	0,9	1,4
Dépenses de consommation finale			
Particuliers	0,8	1,1	1,2
Administrations publiques	3,1	1,7	1,4
Formation brute de capital fixe			
Logements	–0,9	0,5	1,8
Entreprises	–3,7	–1,0	2,4
Administrations publiques	2,2	0,2	0,0
Variation des stocks (1)	–0,1	0,3	0,3
Exportations nettes de biens et services (1)	0,4	–0,6	0,1
Exportations	1,7	0,1	5,9
Importations	0,6	1,9	5,9
PIB	0,9	0,6	1,8
Marché du travail			
Emploi	0,5	0,2	0,7
Chômage (2)	8,4	8,9	8,9
Prix et coûts			
Prix à la consommation (IPCH)	2,3	2,1	2,1
Coûts salariaux unitaires dans les entreprises	2,0	1,7	0,7
Prix des importations de biens et services	–1,8	–1,2	1,2
Termes de l'échange	1,6	0,8	–0,4
Balance des paiements			
Balance des opérations courantes (3)	0,7	0,4	0,7
p.m. Taux d'épargne des particuliers (4)	*10,7*	*10,5*	*10,5*

Sources : CE, OCDE.
(1) Contribution à la variation du PIB.
(2) Rapport entre le nombre de chômeurs et la population active.
(3) Solde courant exprimé en pourcentage du PIB.
(4) Épargne exprimée en pourcentage du revenu disponible.

GRAPHIQUE 10 PRINCIPALES CATÉGORIES DE DÉPENSES DANS LA ZONE EURO

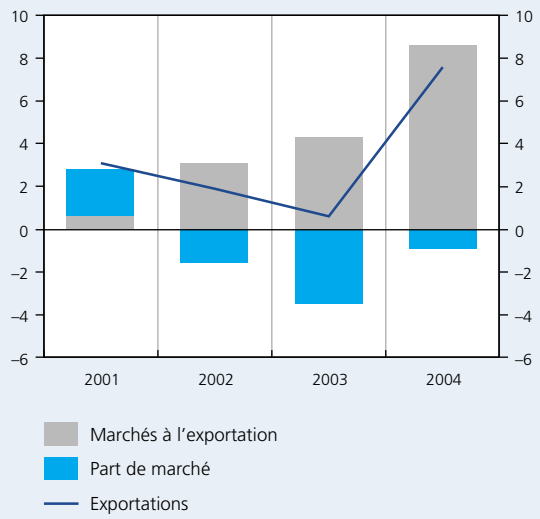
(données corrigées des variations saisonnières et des effets de calendrier ; contribution à la variation du PIB à prix constants par rapport au trimestre précédent, points de pourcentage, sauf mention contraire)



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

GRAPHIQUE 11 EXPORTATIONS DE MARCHANDISES DE LA ZONE EURO (1)

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



Source : CE.
(1) Volumes, commerce intracommunautaire inclus.

exportations : grâce à la part relativement importante que les biens d'investissement représentent dans les exportations totales, les exportateurs de la zone euro ont pu tirer avantage de la demande de ces biens, en particulier de la part des nouveaux États membres de l'UE, de la Chine et des États-Unis. L'Allemagne, où la part représentée par ces marchandises dans le total des exportations est particulièrement élevée, a ainsi enregistré une très forte croissance de ses exportations au cours de l'année sous revue.

Globalement, d'importants écarts entre les États membres de la zone euro ont été enregistrés en 2004, non seulement en ce qui concerne l'ampleur, mais également, et peut-être même surtout, la composition de la croissance. Dans certains États membres, telles la France, l'Espagne et la Belgique, l'économie a vivement progressé grâce à la demande intérieure finale, alors que la contribution des exportations nettes à la croissance y a été négative. En Allemagne, par contre, le regain de l'activité s'explique dans une mesure importante par les exportations nettes, tandis que la contribution de la demande intérieure finale à la hausse de l'activité a été négative pour la troisième année consécutive. Les exportations nettes ont

TABLEAU 7 COMPOSITION DE LA CROISSANCE DU PIB DANS LA ZONE EURO ET DANS LES PRINCIPAUX ÉTATS MEMBRES EN 2004

(contribution à la variation du PIB à prix constants, points de pourcentage, sauf mention contraire)

	Zone euro	Allemagne	France	Italie	Espagne	Pays-Bas	Belgique e
Demande intérieure finale	1,3	–0,8	2,5	1,7	3,5	0,2	2,2
Variation des stocks	0,3	1,0	0,7	–0,4	0,0	0,1	0,8
Exportations nettes	0,1	0,9	–1,2	0,1	–0,9	1,1	–0,3
PIB (1)	1,8	1,2	2,1	1,3	2,6	1,2	2,7

Sources : OCDE, BNB.
(1) Pourcentages de variation par rapport à l'année précédente.

été la principale source de croissance économique aux Pays-Bas. Un certain nombre de plus petits pays de la zone euro, comme l'Irlande et la Finlande, ont combiné une expansion relativement vive de la demande intérieure avec une contribution positive des exportations nettes à la croissance.

MARCHÉ DU TRAVAIL

Pendant l'année sous revue, la croissance de l'emploi s'est quelque peu amplifiée dans la zone euro, atteignant 0,7 p.c. contre 0,2 p.c. en 2003. Comme au cours des deux années précédentes, un nombre élevé de postes de travail a été supprimé dans l'industrie, quoiqu'à un rythme progressivement plus lent, mais cette perte a été compensée par l'évolution de l'emploi dans les services. Ainsi, depuis le deuxième trimestre de 2003, l'emploi a clairement rebondi dans le secteur du commerce et des transports et cette reprise s'est poursuivie durant l'année sous revue. Par ailleurs, le secteur des services financiers et des services aux entreprises, qui se caractérise depuis assez longtemps par la plus forte croissance des emplois, a une nouvelle fois enregistré les plus importantes créations d'emplois.

Le rebond de l'emploi est, somme toute, demeuré assez modeste. Il est vrai que le recul des créations d'emplois, à la suite du ralentissement de l'activité économique en 2001, avait surpris par sa modération. Il semble, en effet, que les entreprises aient constitué une certaine réserve de main-d'œuvre, compte tenu des pénuries observées à l'époque pour certaines professions ou de l'anticipation d'une reprise rapide de la croissance. Une autre explication à la faible progression de l'emploi peut être que l'expansion de l'économie en 2004 a été dans une mesure importante soutenue par l'activité dans l'industrie, secteur où, structurellement, le contenu en emploi de la croissance est moindre. Ainsi qu'on l'a vu plus haut, cette branche a d'ailleurs continué à accuser des pertes d'emplois.

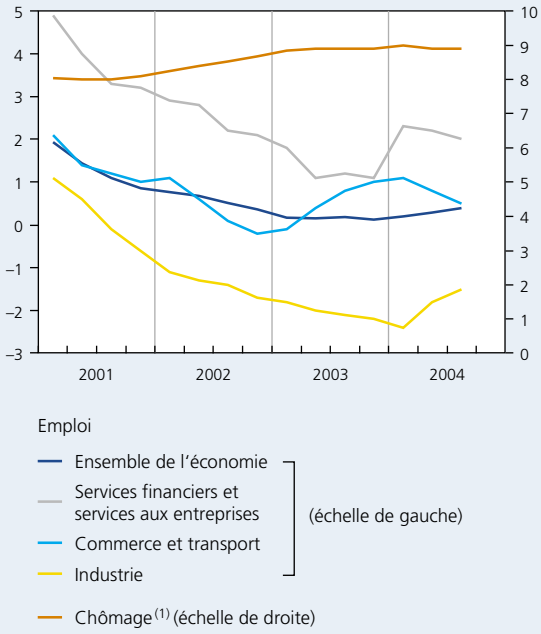
En ce qui concerne les différents États membres, l'emploi a stagné en Allemagne et en France. Aux Pays-Bas, il a reculé, tandis que, en Espagne, en Italie, en Irlande et en Grèce, il a nettement progressé.

En 2004, le chômage est demeuré globalement stable, à 8,9 p.c. de la population active. Le taux de chômage a atteint quelque 8 p.c. chez les hommes et environ 10 p.c. chez les femmes. Le taux de chômage des moins de 25 ans est, quant à lui, resté proche de 17 p.c.

Au cours de l'année sous revue, certains États membres ont pris des mesures importantes pour améliorer le fonctionnement de leur marché du travail, en réponse

GRAPHIQUE 12 MARCHÉ DU TRAVAIL DANS LA ZONE EURO

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



Source : BCE.
(1) Données corrigées des variations saisonnières, pourcentages de la population active.

aux recommandations qui leur étaient faites par l'UE dans le cadre de la Stratégie européenne pour l'emploi. Ainsi, en Allemagne, les réformes dites « Hartz » ont été étendues, ainsi qu'on l'explique plus en détail dans l'encadré 2. Après l'entrée en vigueur des réformes « Hartz I » et « Hartz II », en 2003, un ensemble de mesures dites « Hartz III » et « Hartz IV » ont été adoptées, comprenant entre autres une réorganisation de l'office fédéral de l'emploi et un regroupement des allocations de chômage et d'assistance sociale en un seul système d'aide de base pour les demandeurs d'emploi. La mise en œuvre de ces mesures est progressive, débutant dans certains cas en 2004 et prenant effet dans d'autres en 2005, voire 2006. En outre, la loi sur la réforme du marché du travail, qui assouplit certains aspects de la législation relative à la protection des travailleurs, notamment pour les licenciements, et qui raccourcit la durée du droit à l'indemnité de chômage, est entrée en vigueur en janvier 2004.

La Stratégie européenne pour l'emploi adoptée lors du sommet de Luxembourg, en 1997, a contribué à ce que la politique de l'emploi des États membres soit mise en œuvre de façon plus cohérente et coordonnée. Depuis la moitié des années nonante, le contenu en emploi de

Encadré 2 – Réformes récentes du marché du travail en Allemagne

En Allemagne, les recommandations de la Commission sur la prestation de services modernes sur le marché du travail, plus connue sous l'appellation de Commission « Hartz », ont donné une impulsion nouvelle à la modernisation de la politique de l'emploi dans ce pays. Les quatre lois relatives à une prestation de services modernes sur le marché du travail qui ont résulté de ces recommandations, dénommées lois « Hartz » I à IV, visent à renforcer la flexibilité du marché de l'emploi et à favoriser l'insertion d'un nombre plus élevé de personnes dans la vie active. La loi relative à la réforme du marché du travail, qui est entrée en vigueur au début de 2004, s'inscrit également dans la même démarche. D'une part, elle assouplit certains aspects de la législation en matière de protection du travailleur (régime de licenciement), d'autre part, elle prévoit également la mise en œuvre d'une limitation générale de la durée du droit à l'indemnité de chômage (de type I) à douze mois et, pour les travailleurs âgés de 55 ans au moins, à dix-huit mois. Ce nouveau régime sera d'application à partir du 1er février 2006.

Les deux premières lois « Hartz » sont entrées en vigueur dès le début de 2003. La loi « Hartz I » vise un placement plus efficace et plus rapide, notamment par une inscription immédiate obligatoire auprès du bureau de placement en cas de licenciement, l'application de sanctions en cas de refus d'un emploi approprié et la création d'agences de services en personnel (*Personal-Service-Agenturen*), c'est-à-dire d'agences qui recrutent des chômeurs et les « prêtent » pour une période limitée à des entreprises en vue d'assurer leur formation. Cette loi ouvre aussi de nouvelles possibilités d'emploi, notamment par le biais, pour l'aide ménagère, par exemple, de la transformation du travail au noir en emplois légaux, et prévoit des innovations sur le plan du recyclage et de la formation, ainsi que des mesures visant à encourager la réintégration des travailleurs âgés sur le marché du travail. La loi « Hartz II » règle la création d'entreprises individuelles (*Ich-AGs* ou *Moi SA*), qui peuvent bénéficier d'un démarrage socialement protégé et d'un régime fiscal favorable. Elle prévoit également un nouveau régime pour les « minijobs » et les « midijobs », soit les petits emplois dont le salaire atteint, respectivement, 400 euros au maximum et entre 400 et 800 euros par mois. Elle fixe, par ailleurs, des conditions de création de ce que l'on appelle les « centres d'emploi », à savoir les points de contact sur le marché du travail pour les demandeurs d'emploi et les travailleurs, qui assurent le conseil et l'échange d'informations. L'objectif de ce dispositif est d'éviter les pertes de temps résultant de la répartition imprécise des compétences entre les bureaux de placement et les services sociaux. Globalement, quelque 1,7 million de « minijobs » nouveaux ont été enregistrés entre avril 2003 et juin 2004 et plus de 170.000 chômeurs ont créé une entreprise individuelle (*Moi SA*) entre le début de 2003 et la mi-2004.

La troisième loi « Hartz » est, pour une large part, entrée en vigueur le 1er janvier 2004. Elle règle la réorganisation de l'office fédéral de l'emploi et sa transformation en un bureau de placement fédéral plus productif et plus orienté vers la clientèle. Elle prévoit, par ailleurs, une simplification de certaines dispositions en matière d'allocations de chômage et de modalités de mise en œuvre de divers instruments de politique active de l'emploi.

La quatrième loi « Hartz » qui, pour l'essentiel, est entrée en vigueur le 1er janvier 2005, institue ce que l'on appelle l'allocation de chômage de type II (*Arbeitslosengeld II*) qui fusionne l'assistance sociale avec l'indemnité de chômage en vue de former une nouvelle allocation d'assistance de base pour les demandeurs d'emploi. Dans ce nouveau régime, un chômeur recevra, après avoir bénéficié d'une allocation de chômage de type I et si ses moyens d'existence sont insuffisants, une allocation d'assistance sous la forme d'une allocation de chômage de type II qui, en règle générale, devrait être inférieure à la première citée. L'objectif de ce nouveau régime est de réintégrer les chômeurs de longue durée sur le marché du travail. Ainsi, le plafond à partir duquel les salaires d'appoint sont pleinement imputés sur l'allocation d'assistance a été relevé : une personne qui accepte un emploi, même s'il s'agit d'un « petit boulot », aura dès lors plus de revenus qu'une personne qui reste exclue de la vie active. Par ailleurs, les personnes qui refuseront un emploi acceptable, une formation ou des mesures d'intégration, pourront voir leur allocation de chômage de type II diminuer ou être supprimée. La loi « Hartz IV » prévoit aussi la mise en place d'une collaboration entre les agences régionales pour l'emploi et les services sociaux communaux, afin d'éviter que ces services ne travaillent côte à côte de manière inefficace.

la croissance économique s'est sensiblement accru sur le marché européen du travail et le taux d'emploi est passé, dans l'UE à Quinze, de 62,5 p.c. en 1999 à 64,4 p.c. en 2003.

Ces dernières années, toutefois, un ralentissement a été observé dans la progression vers l'objectif fixé lors du sommet de Lisbonne en 2000, d'un taux d'emploi de 70 p.c. pour l'ensemble de l'UE d'ici 2010. L'objectif intermédiaire de 67 p.c. à l'horizon 2005 sera difficilement réalisable et il apparaît, en outre, de plus en plus clairement que l'objectif de 70 p.c. ne pourra pas non plus être atteint sans mesures complémentaires. Lors du sommet de mars 2004, le Conseil européen a insisté sur la nécessité d'une action urgente et, en juin, il a adopté de nouvelles recommandations concernant la politique de l'emploi dans les États membres, en vue de renforcer la Stratégie européenne pour l'emploi. Alors que les lignes directrices pour l'emploi approuvées en juin 2003 sont restées inchangées, les nouvelles recommandations doivent permettre aux États membres de l'UE de mieux concentrer leurs efforts sur les domaines prioritaires. Elles les invitent, notamment, à accroître la capacité d'adaptation des travailleurs et des entreprises, à attirer et maintenir davantage de personnes sur le marché du travail, à investir plus et de manière plus efficace dans le capital humain et la formation continue, ainsi qu'à assurer une mise en œuvre effective des réformes grâce à une meilleure gouvernance.

PRIX ET COÛTS

L'inflation dans la zone euro, mesurée par l'IPCH, s'est établie à 2,1 p.c., comme l'année précédente. Après une décélération à la fin de 2003 et au cours des premiers mois de 2004, elle a progressé à partir du mois de mars de l'année sous revue, pour atteindre un pic de 2,5 p.c. au mois de mai. L'augmentation des prix de l'énergie, ainsi que des effets de base défavorables – les prix du pétrole avaient fortement baissé durant la période correspondante de l'année précédente après le début du conflit en Iraq – sont la cause principale de cette évolution. Celle-ci s'explique, en outre, par des majorations des impôts indirects et des prix réglementés dans certains pays. Par la suite, l'inflation a fléchi, pour tomber à 2,1 p.c. en septembre, principalement sous l'effet de la baisse des prix des produits alimentaires non transformés en raison des conditions météorologiques favorables de l'été. Cette composante volatile de l'IPCH a ainsi compensé la progression du rythme annuel de variation des prix de l'énergie. À partir du mois d'octobre, l'inflation est remontée, pour s'élever à 2,4 p.c. à la fin de l'année.

TABLEAU 8 INDICATEURS DE PRIX POUR LA ZONE EURO

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

	2002	2003	2004
IPCH	2,3	2,1	2,1
Tendance sous-jacente de l'inflation (1)	2,5	2,0	2,1
Déflateur du PIB	2,5	2,0	1,9
Rémunération par travailleur (2)	2,4	2,2	1,9
Productivité (2)	0,5	0,4	1,2
Coûts salariaux par unité produite (2)	2,0	1,7	0,7
Prix des importations de biens et services	–1,8	–1,2	1,2

Sources : CE, OCDE.

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

(2) Dans les entreprises.

La tendance sous-jacente de l'inflation – c'est-à-dire l'inflation à l'exclusion des produits alimentaires non transformés et des produits énergétiques – n'a guère varié, passant de 2 p.c. en 2003 à 2,1 p.c. Compte tenu de l'augmentation des prix de l'énergie, cette relative stabilité de la tendance sous-jacente de l'inflation s'explique vraisemblablement par la persistance de capacités de production excédentaires. Elle signifie aussi que l'augmentation des cours du pétrole ne s'est pas répercutée dans les salaires et n'a donc pas donné lieu à un début de spirale prix-salaires. Les indicateurs de coûts salariaux suggèrent, en effet, que la modération salariale a continué à prévaloir au cours de l'année sous revue, prolongeant la tendance entamée en 2001. L'augmentation de la rémunération par travailleur a même fléchi, revenant de 2,2 p.c. en 2003 à 1,9 p.c. L'atonie du marché du travail de la zone euro a certainement contribué à limiter la hausse des coûts salariaux unitaires. Leur progression est revenue de 1,7 p.c. en 2003 à 0,7 p.c. en 2004, sous l'effet d'une nette amélioration de la productivité. Cette évolution se retrouve dans tous les pays de la zone, à l'exception de l'Irlande et de la Grèce. Quant aux prix à l'importation des biens et services, après s'être orientés à la baisse en 2003, ils se sont redressés, l'aggravation de la facture énergétique n'ayant pas été entièrement compensée par l'appréciation de l'euro.

La remontée de l'inflation en cours d'année a été visible à partir du mois d'avril dans tous les pays de la zone euro, à l'exception de l'Irlande et de la Finlande, où l'inflation a augmenté un peu plus tard. La Finlande a même enregistré des baisses de prix entre les mois de mars et de juin

TABLEAU 9 INFLATION DANS LES PAYS DE LA ZONE EURO (1)

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

	2003	2004
Allemagne	1,0	1,8
France	2,2	2,3
Italie	2,8	2,3
Espagne	3,1	3,1
Pays-Bas	2,2	1,4
Belgique	1,5	1,9
Autriche	1,3	2,0
Grèce	3,4	3,0
Finlande	1,3	0,1
Irlande	4,0	2,3
Portugal	3,3	2,5
Luxembourg	2,5	3,2
Minimum	1,0	0,1
Maximum	4,0	3,2
Intervalle	3,0	3,1
Écart-type	1,0	0,8

Source : CE.

(1) Les pays de la zone euro sont classés en fonction de l'importance relative de leur PIB en 2004.

de l'année sous revue, consécutives à une forte réduction des taxes sur l'alcool. Des hausses de prix largement supérieures à la moyenne de la zone euro ont été enregistrées en Grèce, en Espagne, ainsi qu'au Luxembourg. Dans le cas de la Grèce, cette évolution peut s'expliquer par des hausses des prix énergétiques plus élevées que la moyenne de la zone euro, ainsi que par une hausse importante des coûts salariaux unitaires. L'Espagne a, quant à elle, dû faire face à une montée des prix des produits alimentaires non transformés beaucoup plus prononcée que dans les autres pays de la zone euro. L'inflation s'est accélérée au Luxembourg sous l'effet de la pression haussière exercée sur la composante énergétique de l'IPCH : d'une part, le poids de cette composante est relativement élevé dans ce pays, d'autre part, la faiblesse du niveau des taxes forfaitaires sur les produits pétroliers y entraîne une sensibilité plus forte de l'indice des prix aux variations des cours du pétrole. Le rythme de progression des prix en Allemagne, en Finlande et aux Pays-Bas est demeuré toute l'année inférieur à la moyenne de la zone euro. Ces pays sont également ceux qui ont enregistré une baisse de leurs coûts salariaux unitaires en 2004, alors que ceux-ci augmentaient encore en 2003. Au total, le différentiel d'inflation entre les pays de la zone euro, mesuré par l'écart type non pondéré, s'est atténué en 2004.

BALANCE DES PAIEMENTS

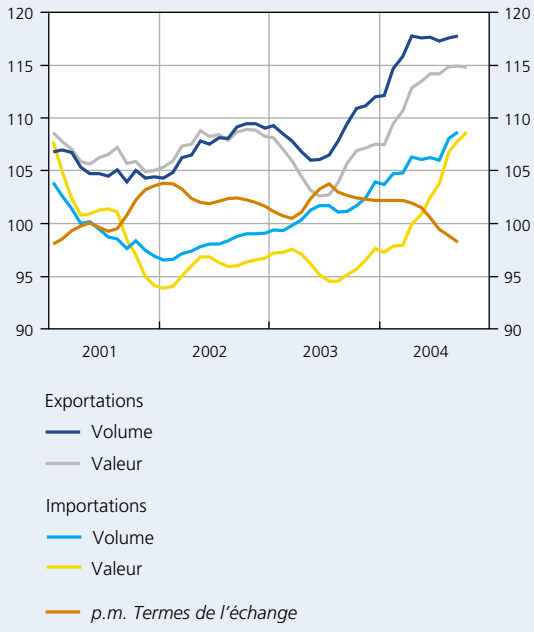
Au cours des dix premiers mois de l'année sous revue, l'excédent du compte courant de la zone euro dans son ensemble – c'est-à-dire en ne prenant en compte que les échanges avec l'extérieur de la zone euro – a nettement progressé, pour atteindre environ 30 milliards d'euros, alors qu'il n'avait été que de quelque 13 milliards pendant la période correspondante de 2003.

Cette amélioration s'explique pour une part importante par le gonflement de l'excédent des opérations sur marchandises, qui est passé de 88,4 à 94,5 milliards d'euros.

Jusqu'au mois d'avril de l'année sous revue, les exportations ont – comme au second semestre de 2003 – continué à croître en volume plus rapidement que les importations. Au cours des quatre premiers mois de 2004, le volume exporté a augmenté de 5,1 p.c. environ, essentiellement à la suite de la vive hausse de la demande extérieure, en particulier de la part des nouveaux États membres de l'UE, des États-Unis et de la Chine ; le volume des importations ne s'est accru durant cette période qu'à concurrence de la moitié à peine de cette augmentation. Dans le même temps, les termes de l'échange se sont peu modifiés, de

GRAPHIQUE 13 ÉCHANGES DE BIENS DE LA ZONE EURO AVEC LES PAYS HORS DE LA ZONE EURO

(indices 2000 = 100, moyenne mobile sur trois mois des données corrigées des variations saisonnières)



Source : BCE.

sorte que le solde positif de la balance des opérations sur marchandises s'est accru pratiquement chaque mois, pour atteindre presque 9 milliards d'euros en avril.

Cette tendance favorable a pris fin en mai : le volume des exportations de marchandises s'est stabilisé, de même que celui des importations. En revanche, celles-ci se sont mises à progresser en valeur plus rapidement que les exportations, sous l'effet de l'envolée des cours du pétrole. Du fait de cette importante dégradation des termes de l'échange, le surplus de la balance des biens s'est contracté de mois en mois, pour revenir à moins de 3 milliards d'euros au mois d'octobre.

La réduction du déficit du compte de revenus a constitué la source principale d'amélioration du solde courant. Elle a découlé de la hausse des revenus perçus à la suite d'investissements directs à l'étranger et, dans une moindre mesure, des investissements de portefeuille en actions.

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

	2003 (1)	2004 (1)
Solde du compte des opérations courantes	12,9	29,8
Marchandises	88,4	94,5
Services	14,8	15,6
Revenus	–42,8	–33,1
Transferts courants	–47,5	–46,9
Solde du compte de capital	7,1	12,1
Solde du compte financier	–7,1	–41,6
Investissements directs	0,9	–46,6
Prises de participations et bénéfices réinvestis	–8,1	–44,9
Autres opérations, principalement prêts intragroupes	8,9	–1,9
Investissements de portefeuille	67,2	40,6
Actions	37,6	18,9
Titres de créance	29,5	21,7
p.m. Solde des investissements directs et de portefeuille	*68,1*	*–6,0*
Produits financiers dérivés	–6,8	0,4
Autres investissements (2)	–85,6	–47,3
Avoirs de réserve	17,0	11,1
Erreurs et omissions	–12,8	–0,5

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

Le solde de l'ensemble des mouvements de capitaux résultant des investissements directs et des placements de portefeuille, qui était encore largement positif en 2003, s'est détérioré, se muant en un déficit de 6 milliards d'euros, principalement en raison des investissements directs. Les investissements directs étrangers dans la zone euro se sont, en effet, nettement repliés, en raison notamment des perspectives de croissance relativement moins bonnes par rapport au reste du monde. Cette diminution des investissements entrants, tant sous la forme de prises de participations que de prêts intragroupes, n'a été que très partiellement compensée par une baisse des investissements des résidents à l'étranger. Le surplus des investissements de portefeuille a, par ailleurs, accusé un net recul, en raison des moindres placements des non-résidents en actions de la zone euro, ainsi que de la baisse de leurs achats d'instruments du marché monétaire de la zone. Cette évolution n'a été que partiellement contrebalancée par la diminution des acquisitions de titres de créances étrangers par les résidents. Cette dernière masque toutefois des mouvements importants, à savoir un repli sensible des placements en obligations étrangères, d'une part, une progression des achats d'instruments du marché monétaire étrangers, d'autre part.

POLITIQUE BUDGÉTAIRE

Depuis l'introduction de l'euro, le besoin de financement des administrations publiques s'est dégradé chaque année dans l'ensemble de la zone euro, exception faite de l'an 2000. Il a atteint presque 3 p.c. du PIB au cours de l'année sous revue. Ce sont essentiellement les trois plus grands États membres qui ont contribué à cette évolution négative : l'Allemagne et la France ont affiché un déficit excessif pour la troisième année consécutive, tandis que l'Italie n'a pas non plus respecté la barre des 3 p.c. du PIB. L'Espagne, qui avait ces dernières années mené une politique budgétaire orthodoxe et dont le déficit, de 1,2 p.c. du PIB en 1999, s'était transformé en un excédent de 0,4 p.c. du PIB en 2003, a enregistré une détérioration à hauteur de 1 p.c. du PIB. La situation budgétaire des petits pays s'est également dégradée, sauf aux Pays-Bas, où les administrations publiques ont consenti des efforts particuliers pour ramener en deçà de 3 p.c. du PIB le déficit qui s'était brusquement élargi en 2003. Seule la Finlande a été à même de maintenir son confortable excédent.

Comme les années précédentes, la plupart des pays n'ont pas atteint les objectifs inscrits dans leur programme de stabilité : seuls la Finlande, l'Irlande et le Luxembourg, pays dont la situation budgétaire était dès le départ enviable, ont fait mieux que l'objectif qu'ils s'étaient assigné, alors que l'Allemagne, l'Italie, l'Espagne, les Pays-Bas, l'Autriche et, surtout, la Grèce ont largement manqué

TABLEAU 11 SOLDE DE FINANCEMENT DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES DANS LA ZONE EURO [1] [2]

(pourcentages du PIB)

	1999	2000	2001	2002	2003	2004		
						Réalisation [3]	Objectif du programme de stabilité [4]	Différence
Allemagne	–1,5	–1,2	–2,8	–3,7	–3,8	–3,9	–3,3	–0,7
France	–1,8	–1,4	–1,6	–3,3	–4,1	–3,7	–3,6	–0,1
Italie	–1,8	–1,8	–2,6	–2,3	–2,4	–3,0	–2,2	–0,8
Espagne	–1,2	–1,0	–0,4	–0,1	0,4	–0,6	0,0	–0,6
Pays-Bas	0,7	1,5	–0,1	–1,9	–3,2	–2,9	–2,3	–0,6
Belgique	–0,4	0,2	0,4	0,1	0,4	0,0 e	0,0	0,0
Autriche	–2,4	–1,9	0,3	–0,2	–1,1	–1,3	–0,7	–0,6
Grèce	–3,4	–4,1	–4,2	–3,7	–4,6	–5,5	–1,2	–4,3
p.m. Idem avant révision [5]	*–1,8*	*–2,0*	*–1,9*	*–1,4*	*–3,0*	*–3,2*	*–1,2*	*–2,0*
Finlande	2,2	7,1	5,2	4,3	2,3	2,3	1,7	0,6
Irlande	2,5	4,4	0,9	–0,4	0,1	–0,2	–1,1	0,9
Portugal	–2,9	–3,2	–4,4	–2,7	–2,8	–2,9	–2,8	–0,1
Luxembourg	3,7	6,0	6,4	2,8	0,8	–0,8	–1,8	1,0
Zone euro	–1,4	–1,0	–1,7	–2,4	–2,7	–2,9	–2,3	–0,6

Sources : CE, programmes de stabilité nationaux, BNB.

(1) Les pays de la zone euro sont classés en fonction de l'importance relative de leur PIB en 2004.

(2) Y compris, conformément aux règles fixées pour la procédure des déficits publics excessifs (EDP), les gains nets d'intérêts provenant de certaines transactions financières telles que les contrats d'échange (*swaps*) et abstraction faite du produit des ventes de licences UMTS.

(3) D'après les prévisions économiques d'automne 2004 de la CE, sauf pour la Belgique, pour laquelle l'estimation de la Banque est reprise.

(4) Sur la base de la mise à jour des programmes de stabilité à la fin de 2003, sauf pour l'Espagne, où celle-ci n'a été effectuée qu'en janvier 2004.

(5) Soit les données publiées pour la Grèce dans les prévisions de printemps 2004 de la CE.

l'objectif fixé. La Belgique a, quant à elle, réalisé l'équilibre comme annoncé dans son programme de stabilité.

Au cours de l'année sous revue, il est apparu, en outre, que les statistiques de finances publiques de la Grèce étaient entachées de lourdes erreurs. Alors que l'on considérait précédemment que les déficits de la Grèce étaient le plus souvent demeurés sensiblement au-dessous de 3 p.c. du PIB, il est apparu que ce pays avait affiché un déficit excessif chaque année depuis son entrée dans la zone euro en 2001, et même avant.

Depuis 1999, l'augmentation du besoin de financement de la zone euro est surtout la conséquence de mesures budgétaires discrétionnaires prises dans les trois plus grands États membres, comme le montre la forte contraction tendancielle de leur solde primaire corrigé des variations conjoncturelles au cours de cette période, même si certains petits pays, dont la Grèce est l'exemple le plus flagrant, y ont également contribué. Au cours de l'année sous revue, ce sont surtout l'Italie, l'Espagne, la Grèce et le Luxembourg qui ont réduit leur surplus primaire corrigé de l'influence du cycle économique, tout comme la Belgique d'ailleurs, où celui-ci est néanmoins demeuré le plus élevé de la zone euro. À l'inverse, la France et les Pays-Bas ont été les seuls pays à enregistrer une amélioration de leur solde primaire corrigé.

En novembre 2003, l'Allemagne et la France avaient été sommées par le Conseil Ecofin de ramener leur déficit en deçà de 3 p.c. du PIB en 2005 et d'en réduire en tout cas l'ampleur dès 2004. L'Allemagne est parvenue à maintenir ses dépenses publiques à un niveau presque constant en termes nominaux pendant l'année sous revue, principalement grâce à des réformes des soins de santé et des retraites. Le besoin de financement des administrations publiques n'a néanmoins pas faibli, en raison du tassement des recettes consécutif à l'allégement substantiel de l'impôt sur les revenus. En outre, le produit de l'amnistie fiscale a été très décevant. Le déficit de la France s'est contracté, revenant de 4,1 p.c. du PIB en 2003 à 3,7 p.c. en 2004, essentiellement en raison de la conjoncture favorable, mais également grâce à un ralentissement de la croissance des dépenses.

Encadré 3 – Réforme du pacte de stabilité et de croissance

Depuis 2003, le pacte de stabilité et de croissance a été mis à rude épreuve, du fait essentiellement du dérapage des finances publiques en France et en Allemagne. Dans ces deux pays, le déficit public dépasse en effet la limite des 3 p.c. de PIB depuis 2002. De même, l'endettement public y a crevé le plafond des 60 p.c. à partir de 2002 en Allemagne et de 2003 en France. Dans ce contexte, la mise en œuvre des procédures prévues dans le pacte de stabilité et de croissance en cas de déficit public excessif a suscité de nombreuses difficultés. Des recommandations de la CE, au départ strictes, ont parfois été assouplies ou non retenues par le Conseil Ecofin, tandis que la CE a dans certains cas fait montre de souplesse également, en particulier en proposant, en novembre 2003, de reporter à 2005 l'obligation pour les gouvernements allemand et français de ramener leur déficit sous le seuil des 3 p.c. Cette recommandation était assortie de l'obligation d'un effort de consolidation budgétaire plus important en 2004 que ce que les deux États concernés se déclaraient prêts à accomplir. Le 25 novembre 2003, le Conseil Ecofin ne s'est pas rallié à cette recommandation et a décidé de suspendre les procédures de déficit public excessif lancées à l'encontre de l'Allemagne et de la France. Il a en lieu et place substitué à ses recommandations antérieures de nouvelles recommandations. Ces décisions ont amené la CE à saisir la Cour de justice des Communautés européennes, qui a jugé, en juillet de l'année sous revue, que le Conseil Ecofin n'avait respecté ni les règles, ni les procédures du pacte. Le non-respect du pacte ne résidait pas tant dans le fait que le Conseil n'avait pris aucune décision concernant les recommandations de la CE – le recours de la CE a, en effet, été déclaré irrecevable par la Cour sur ce point – que dans la décision du Conseil de suspendre la procédure et de formuler de nouvelles recommandations, en violation du droit d'initiative de la CE à laquelle cette prérogative incombe. De surcroît, le Conseil Ecofin était allé à l'encontre de recommandations qu'il avait lui-même adoptées auparavant.

Propositions de la Commission européenne

Entre-temps, la Conférence intergouvernementale relative au traité établissant une Constitution pour l'Europe, réunie au niveau des chefs d'État ou de gouvernement, a adopté le 18 juin 2004 une déclaration soulignant que le renforcement du potentiel de croissance et la garantie de situations budgétaires saines forment les deux piliers de la politique économique et budgétaire de l'Union et des États membres. Au début du mois de septembre, la CE a publié, dans le prolongement de cette déclaration, une communication au Conseil et au Parlement, contenant des propositions concernant un renforcement de la politique économique et une clarification de la mise en œuvre du pacte. Ces propositions s'articulent autour de quatre axes :

1) Accorder plus d'importance à la dette publique et à la soutenabilité des finances publiques à long terme. Ceci implique, entre autres, de définir avec plus de précision le critère de la dette énoncé dans le traité instituant la Communauté européenne, en particulier le rythme auquel celle-ci doit se réduire en cas de dépassement du plafond des 60 p.c. pour qu'une situation de déficit public excessif ne soit pas constatée. Tous les éléments qui influencent la soutenabilité à long terme, notamment les charges futures liées au vieillissement de la population, doivent par ailleurs pouvoir être pris en considération.

2) Lors de la définition de l'objectif à moyen terme pour le solde des administrations publiques, tenir davantage compte du contexte spécifique d'un pays. L'objectif du pacte d'un solde à moyen terme proche de l'équilibre, voire en excédent, est d'assurer que les États membres disposent d'une marge de manœuvre suffisante pour permettre le libre jeu des stabilisateurs automatiques et que le ratio de la dette publique baisse. Selon la proposition de la CE, les États membres ayant un ratio de la dette plus élevé devraient poursuivre un objectif budgétaire plus contraignant que ceux dont le ratio de la dette est moins élevé.

3) Prendre davantage en considération les conditions et évolutions économiques lors de l'application de la procédure concernant les déficits publics excessifs. Actuellement, un déficit supérieur à 3 p.c. du PIB peut ne pas être considéré automatiquement comme un déficit excessif uniquement dans certaines circonstances particulières,

à savoir un recul du PIB de 2 p.c. au moins sur un an. Un assouplissement est jugé nécessaire par la CE de manière à ce qu'une période plus longue de croissance faible, mais positive, puisse également être considérée comme une circonstance particulière. En outre, le délai dans lequel un pays doit éliminer son déficit public excessif, limité à une année en principe selon le pacte, pourrait être allongé en fonction des conditions économiques particulières auxquelles celui-ci est confronté.

4) Intervenir plus rapidement afin de rectifier toute évolution budgétaire non souhaitée. Il est également affirmé qu'un contrôle mutuel par les États membres peut contribuer à ce que chaque pays mène une politique budgétaire prudente, ce qui signifie la création d'excédents en période de conjoncture favorable, de sorte que les soldes soient symétriques au travers du cycle économique. Le jugement rendu par la Cour de justice des Communautés européennes et la disposition énoncée dans le projet de Constitution européenne, en vertu de laquelle le Conseil est tenu de statuer sur la base des propositions de la CE plutôt que sur la base de recommandations, devraient permettre d'accroître le caractère contraignant du pacte. La Constitution prévoit, par ailleurs, dans le cadre de la surveillance du suivi des grandes orientations de politiques économiques, de conférer à la CE la possibilité d'émettre des avertissements précoces sans, comme c'est le cas jusqu'à présent, que ceux-ci soient soumis à l'approbation du Conseil Ecofin. En outre, la CE propose de renforcer le lien entre les procédures budgétaires nationales, le pacte et les grandes orientations des politiques économiques, entre autres en avançant les dates de soumission et d'évaluation des programmes de stabilité ou de convergence et en leur conférant un contenu plus stratégique, afin qu'ils puissent servir, plus que par le passé, de fil conducteur aux politiques budgétaires nationales.

Après la publication de cette communication, des révisions profondes des statistiques des finances publiques de la Grèce ont par ailleurs démontré l'importance de données sûres et de qualité pour le suivi et le respect des dispositions budgétaires du traité et du pacte. Dans ce domaine également, plusieurs propositions ont par la suite été élaborées.

L'ensemble de ces propositions étaient toujours à l'examen au niveau du Comité économique et financier et du Conseil Ecofin à la date de clôture du présent Rapport.

Évaluation des propositions de la Commission européenne

Dans une union monétaire sans union politique, la politique budgétaire des États membres doit faire l'objet d'une coordination au niveau supranational et des garde-fous doivent être prévus pour éviter des évolutions du déficit ou de la dette publique préjudiciables à la stabilité macroéconomique et financière[(1)]. De surcroît, il est indispensable que les règles auxquels les États membres doivent se conformer en la matière soient claires, compréhensibles et appliquées à tous les pays sans discrimination. De ce point de vue, le pacte de stabilité et de croissance constitue un instrument adéquat. Certes, quelques-unes des propositions de la CE peuvent contribuer à en améliorer l'application : c'est le cas par exemple de la proposition visant à permettre une intervention plus vigoureuse et au moment opportun des institutions européennes, ainsi que de celle qui plaide en faveur de la constitution d'excédents en période de conjoncture favorable. En revanche, d'autres propositions, qui rendent la procédure des déficits publics excessifs moins contraignante, telles que l'idée de prendre en considération le contexte national spécifique dans le choix du délai dans lequel la correction d'un déficit excessif doit s'effectuer, peuvent conduire à un affaiblissement indésirable du pacte, en contribuant à accroître le risque de dépassement du seuil des 3 p.c. du PIB par le déficit public et à ce qu'il ne permette plus de prévenir efficacement la survenance de politiques budgétaires trop laxistes.

(1) Voir également à ce propos l'encadré 1 *Fondements économiques des règles européennes relatives à la politique budgétaire des États membres* du Rapport 2003 de la BNB (Tome 1), pp. 22-23.

Il est aussi essentiel pour la crédibilité du suivi des finances publiques que les données soient sûres et disponibles en temps voulu, comparables entre les pays et exemptes de considérations politiques. Pour renforcer la qualité des données, il serait judicieux de renforcer l'indépendance des instituts statistiques compétents et d'élargir leurs pouvoirs dans la transmission des données dans le cadre de la procédure relative aux déficits publics excessifs. La présentation périodique sur une base plus détaillée des données, qui sont sous-jacentes aux chiffres du déficit et de la dette, permettrait un contrôle plus rigoureux, contribuant aussi à davantage de transparence et, par conséquent, à une crédibilité accrue.

Abstraction faite de la Grèce, l'Italie est le pays qui a le plus manqué l'objectif fixé dans son programme de stabilité ; son surplus primaire corrigé des variations conjoncturelles s'est en outre très fortement contracté. Ce résultat est avant tout attribuable à la disparition d'importantes recettes non récurrentes perçues en 2003, même si la réussite de l'amnistie fiscale en 2004 en a partiellement compensé les effets. Le solde primaire de l'Espagne s'est dégradé, principalement en raison d'un transfert en capital à la société nationale de chemins de fer. Pour la Grèce qui, selon la décision du Conseil Ecofin du 5 juillet 2004, se trouve dans une situation de déficit excessif, les répercussions des coûts liés à l'organisation des jeux olympiques ont été une cause supplémentaire de dérapage budgétaire. Le Portugal, qui avait déjà affiché un déficit excessif en 2000 et en 2001 et qui, par la suite, était systématiquement resté proche de la barre des 3 p.c. du PIB, n'a pu demeurer en 2004 en deçà de ce seuil qu'en prenant un certain nombre de mesures ponctuelles, parmi lesquelles principalement la cession d'arriérés fiscaux, la vente d'immeubles et le transfert aux administrations publiques des réserves destinées à couvrir les retraites du personnel d'un certain nombre d'entreprises publiques.

Confrontées à un déficit excessif en 2003, les autorités néerlandaises ont réagi par un train de mesures d'économies supplémentaires, incluant notamment la modération des salaires des fonctionnaires et des allocations sociales, des réformes de l'assurance-maladie et une série de mesures ponctuelles. Le déficit a ainsi été ramené aux Pays-Bas au-dessous de 3 p.c. du PIB.

TABLEAU 12 SOLDE PRIMAIRE DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES DANS LA ZONE EURO CORRIGÉ DES VARIATIONS CONJONCTURELLES (1) (2)

(pourcentages du PIB)

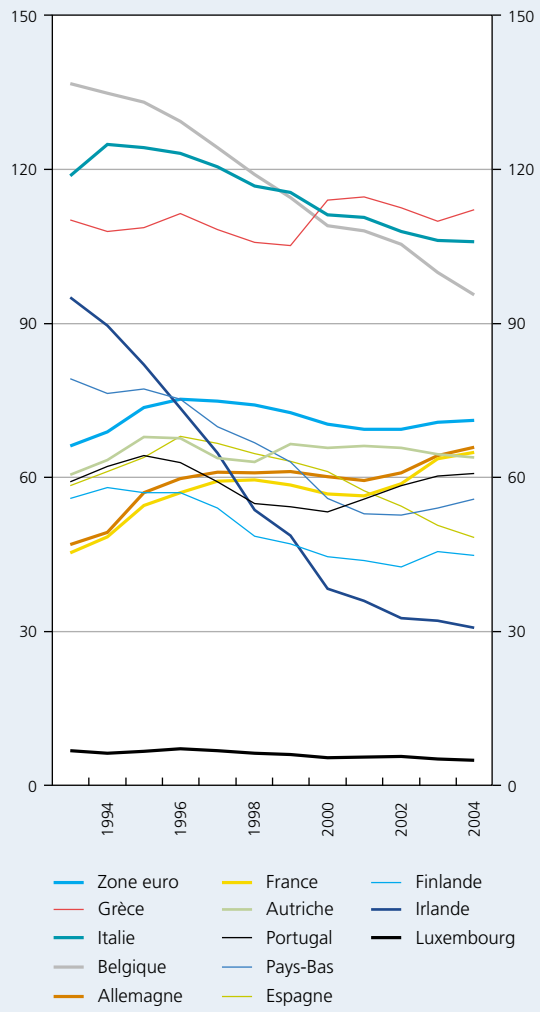
	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Allemagne	2,2	1,7	0,2	–0,3	0,1	–0,3
France	1,2	0,9	0,8	–0,6	–0,9	–0,6
Italie	4,8	3,9	3,2	3,4	3,4	2,6
Espagne	2,5	1,6	2,1	2,4	2,7	1,7
Pays-Bas	3,6	3,3	2,1	1,0	1,1	1,4
Belgique	6,3	5,9	6,7	6,5	6,5	5,3
Autriche	0,8	1,0	3,5	2,9	2,2	2,0
Grèce	7,0	4,2	2,9	2,5	0,7	–0,7
Finlande	3,9	7,5	7,2	6,3	4,7	4,5
Irlande	3,8	4,7	1,3	0,1	1,4	1,4
Portugal	–0,3	–0,9	–1,9	0,1	1,0	0,9
Luxembourg	2,8	3,0	5,5	3,1	1,9	0,6
Zone euro	2,8	2,3	1,7	1,2	1,3	0,9

Source : CE.
(1) Les pays de la zone euro sont classés en fonction de l'importance relative de leur PIB en 2004.
(2) Abstraction faite du produit des ventes de licences UMTS.

Depuis 1993, l'endettement de l'ensemble de la zone euro s'est accru de 5 p.c. du PIB environ, passant de 66,2 à 71,1 p.c. du PIB. Il s'agit là du résultat de deux mouvements en sens contraire au cours de la période considérée. D'une part, certains pays, parmi lesquels plus particulièrement l'Irlande et la Belgique, ont sensiblement réduit leur dette publique. D'autre part, la France et l'Allemagne, essentiellement, ont laissé leur dette s'accroître, dans des proportions très similaires : d'un niveau voisin de 50 p.c. du PIB au début des années nonante, leur endettement a atteint pendant l'année sous revue un niveau dépassant largement le seuil énoncé dans le traité de Maastricht.

GRAPHIQUE 14 DETTE PUBLIQUE CONSOLIDÉE DANS LA ZONE EURO (1)

(pourcentages du PIB)



Sources : CE, BNB.

(1) Pour certains pays, les données ont fait l'objet d'une révision pour une partie seulement de la période couverte par le graphique. Il en résulte pour la Grèce, en 2000, une rupture importante de série.

La Belgique et l'Irlande sont les seuls États membres de la zone euro qui, depuis 1994, ont chaque année fait régresser leur dette publique par rapport au PIB. De la sorte, celle-ci s'est au total réduite d'un tiers environ pour la Belgique, pour revenir à 95,6 p.c. du PIB, et d'un peu plus des deux tiers en Irlande, où elle est retombée à 30,8 p.c. du PIB. Dans ce pays, qui affichait l'un des ratios d'endettement les plus élevés de la zone euro au début de la période considérée, le désendettement a été favorisé dans une large mesure par une croissance économique exceptionnellement élevée. À partir de 1995, l'Italie a elle aussi enregistré un repli de son ratio d'endettement, mais celui-ci a été nettement moins prononcé qu'en Belgique ou qu'en Irlande. Une certaine lassitude vis-à-vis des mesures d'austérité s'est fait jour depuis quelques années dans ce pays, si bien que la dette y est restée supérieure à 100 p.c. du PIB. Celle de l'autre pays le plus lourdement endetté, la Grèce, s'est même encore accrue à plusieurs reprises dans la période récente.

1.5.2 États membres de l'UE n'appartenant pas à la zone euro

Le 1er mai 2004, après plusieurs années de préparatifs intenses, l'élargissement de l'UE à dix nouveaux pays est devenu réalité. Sur le plan économique, l'Union dans son ensemble n'a toutefois pas enregistré de transformation fondamentale, compte tenu du poids relativement modeste des nouveaux États membres. Cependant, la diversité économique s'est sensiblement accrue au sein de l'UE, puisque les caractéristiques institutionnelles et structurelles des nouveaux membres présentent souvent des différences profondes avec celles des autres États membres.

Pour l'ensemble de la zone euro, les treize autres États membres de l'UE sont d'une extrême importance, non seulement en raison de l'imbrication politique et institutionnelle, mais aussi sur le plan économique, puisqu'un tiers environ des relations commerciales de la zone euro s'effectue avec ces pays, contre 14 p.c. seulement avec les États-Unis, quelque 5 p.c. avec la Chine et 4 p.c. avec le Japon.

ÉVOLUTIONS ÉCONOMIQUES RÉCENTES

Dans le courant de l'année sous revue, la croissance économique s'est accélérée dans les États membres de l'UE n'appartenant pas à la zone euro, pour atteindre, en moyenne, 3,6 p.c. contre 2,3 p.c. un an plus tôt. La progression de l'activité a été la plus vive dans les nouveaux États membres dont le PIB par habitant est le plus faible, à savoir les États baltes, la Pologne et la Slovaquie, mais l'économie a également enregistré une croissance

encore très soutenue au Royaume-Uni et en Suède, où elle a respectivement atteint 3,3 et 3,7 p.c. Les investissements ont été le principal moteur de l'accélération de la croissance dans les États membres de l'UE hors zone euro. Le regain de confiance des entreprises, le degré élevé d'utilisation des capacités de production et l'amélioration des perspectives de la demande ont contribué de façon importante à cette évolution. L'afflux de ressources financières des fonds structurels et de cohésion a, lui aussi, favorisé les investissements dans les nouveaux États membres. De surcroît, la hausse de la consommation privée a généralement été substantielle dans ces pays. À l'approche de l'adhésion, les dépenses des ménages y ont, en effet, été temporairement stimulées, en raison d'anticipations d'augmentations des prix après l'élargissement et d'une croissance soutenue du crédit au secteur privé. Au Royaume-Uni, par contre, la consommation privée s'est ralentie dans le courant de l'année sous revue, parallèlement à de moindres tensions sur le marché du logement.

S'agissant des finances publiques, trois pays – le Danemark, la Suède et l'Estonie – ont enregistré un budget en excédent, alors que six nouveaux États membres ont affiché un déficit supérieur à 3 p.c. du PIB en 2004. En Pologne et en Slovaquie, une détérioration de la situation a même été constatée par rapport à l'année précédente. Dans ses recommandations, le Conseil Ecofin du 5 juillet a donc considéré que ces six pays étaient en situation de déficit public excessif, mais a toutefois reconnu que, hormis Chypre, ils étaient confrontés à des conditions particulières, en raison des ajustements structurels consécutifs à leur récente adhésion à l'UE, justifiant qu'il ne soit remédié à ce problème que dans le moyen terme. Chypre et Malte sont les seuls pays à afficher un taux d'endettement public supérieur à 60 p.c. du PIB, mais une progression a été observée dans plusieurs nouveaux États membres, dont le ratio d'endettement public était relativement faible en raison du contexte historique et institutionnel.

Plusieurs nouveaux États membres ont enregistré une augmentation du déficit de leur balance courante qui, pour l'Estonie, a même dépassé 10 p.c. À l'inverse, le Danemark et la Suède ont affiché un excédent, alors que le déficit est resté modéré au Royaume-Uni. Dans les nouveaux États membres, l'augmentation du déficit est imputable au dynamisme des importations et à une montée du déficit du compte de revenus. Même si le déficit de la balance courante reste, en grande partie, financé par un afflux constant d'investissements directs étrangers, les entrées de capitaux, qui donnent lieu à des versements d'intérêts, augmentent également. Cette évolution peut être partiellement attribuée à la fin du processus de privatisation et à un accroissement – en liaison avec les importants déficits budgétaires – de l'émission d'obligations publiques, qui sont achetées principalement par des investisseurs étrangers et augmentent ainsi le niveau de la dette extérieure.

ÉVOLUTIONS EN MATIÈRE DE POLITIQUE MONÉTAIRE

Alors que le premier objectif de la politique monétaire de l'ensemble des États membres de l'UE n'appartenant pas à la zone euro est la recherche de la stabilité des prix – comme, du reste, dans la zone euro –, les stratégies de politique monétaire suivies diffèrent fortement, certains des nouveaux pays membres optant pour un objectif de cours de change explicite et donc, pour les avantages d'un ancrage externe afin de limiter les anticipations d'inflation, et d'autres utilisant, partiellement ou exclusivement, un objectif d'inflation. L'Estonie, la Lituanie et la Slovénie, qui ont rejoint le mécanisme de change multilatéral MCE II le 28 juin 2004 et laissent de facto fluctuer leur monnaie dans un « corridor » étroit par rapport à l'euro (pour plus de détails, voir encadré 4), appartiennent incontestablement au premier groupe. En dehors de ces trois pays, Chypre, la Lettonie et Malte poursuivent également un objectif de change. Ainsi, Chypre applique unilatéralement un système comparable au MCE II, et la livre chypriote fluctue, de fait, dans une fourchette étroite par rapport au cours pivot annoncé. La Lettonie et Malte ne lient pas leur monnaie à l'euro mais, respectivement, au DTS et à un panier composé de l'euro, du dollar des États-Unis et de la livre britannique. À Chypre et à Malte, la libéralisation totale des mouvements de capitaux, depuis le 1er mai de l'année sous revue, n'a pas eu d'incidence clairement observable sur les évolutions des cours de change.

D'autres nouveaux pays adhérents suivent, pour leur part, une stratégie mixte. La Hongrie, notamment, a un objectif de change et d'inflation mais, en cas de conflit, la priorité est donnée, compte tenu d'une obligation légale, à l'objectif de change. En 2004, le taux d'intérêt directeur a pu être abaissé de 12,5 à 9,5 p.c., en partie parce que la plus grande stabilité du climat macroéconomique a rendu une majoration de la prime de risque moins nécessaire et en partie à cause de la baisse de l'inflation dans la seconde moitié de l'année. Le forint hongrois s'est quelque peu apprécié en 2004 par rapport à l'euro, mais il est resté à l'intérieur des marges de fluctuation de 15 p.c. définies par les autorités hongroises autour du cours pivot déterminé unilatéralement. La Slovaquie a, elle aussi, un objectif d'inflation, mais elle tente, dans le même temps, de préserver son cours de change de mouvements excessifs. Dans un environnement marqué par des entrées importantes de capitaux sous la forme d'investissements directs étrangers, la banque centrale slovaque est, dès

lors, intervenue à plusieurs reprises pour contrer les pressions exercées sur le cours de change de la couronne slovaque par rapport à l'euro.

La Pologne et la République tchèque, enfin, ne s'assignent qu'un objectif d'inflation, et les deux pays ont relevé leur taux d'intérêt directeur en 2004, en raison des pressions haussières sur les prix à la consommation, liées à la montée continue des prix pétroliers et à différents relèvements de taxes indirectes.

Alors qu'au début de l'année sous revue, la Sveriges Riksbank a abaissé à deux reprises son taux d'intérêt directeur de 0,25 p.c., sous l'effet d'une révision à la baisse des anticipations d'inflation, elle a maintenu ce taux à 2 p.c. à partir du mois d'avril. Le taux d'inflation, mesuré à l'aide de l'indice national des prix à la consommation, est en effet demeuré très modéré en Suède, même durant la récente embellie conjoncturelle, principalement en raison d'une faible progression des prix à l'importation et d'une forte croissance de la productivité. L'augmentation de cet indice, qui a été de 0,4 p.c. seulement en 2004 (1 p.c. selon l'IPCH), s'est située ainsi en dehors de l'objectif des autorités monétaires, à savoir une variation des prix à la consommation de 2 p.c., avec une marge de tolérance de 1 p.c. La Banque d'Angleterre s'assigne également un objectif d'inflation, qui est défini depuis décembre 2003 comme une progression de 2 p.c. de l'IPCH, avec une marge de tolérance de 1 p.c. Depuis novembre 2003, le taux d'intérêt directeur a été relevé à cinq reprises au Royaume-Uni, compte tenu de la montée persistante des prix des logements, des bonnes performances de l'économie britannique et de l'incidence de celles-ci sur les anticipations d'inflation, pour atteindre 4,75 p.c. en août 2004. Le Danemark a continué, en 2004, à participer au MCE II et a ainsi poursuivi la politique de taux de change fixe par rapport à l'euro, en maintenant un corridor étroit de 2,25 p.c. par rapport au cours pivot. Entre mars et juin, la couronne danoise s'est légèrement appréciée, sous l'effet d'acquisitions nettes d'obligations libellées dans cette monnaie, ce qui a incité la banque centrale à intervenir sur le marché des changes. Le cours de change est néanmoins resté à l'intérieur des marges prévues pendant toute l'année sous revue. L'objectif en matière de taux est resté inchangé depuis juin 2003, tout comme l'écart avec le taux directeur de la BCE, qui s'élève à 15 points de base.

TABLEAU 13 SITUATION ÉCONOMIQUE DES ÉTATS MEMBRES DE L'UE QUI NE FAISAIENT PAS PARTIE DE LA ZONE EURO EN 2004 (1)

	PIB à prix constants	IPCH	Chômage (pourcentages de la population active)	Finances publiques		Balance courante des paiements	Part dans le PIB de l'UE (pourcentages)
				Solde de financement	Dette		
	(pourcentages de variation par rapport à l'année précédente)			(pourcentages du PIB)			
Royaume-Uni	3,3	1,3	4,9	–2,8	40,4	–2,0	16,8
Suède	3,7	1,0	6,3	0,6	51,6	7,3	2,7
Danemark	2,3	0,9	5,8	1,0	43,4	3,2	1,9
Pologne	5,8	3,6	19,0	–5,6	47,7	–2,6	1,9
République tchèque	3,8	2,6	8,3	–4,8	37,8	–6,1	0,8
Hongrie	3,9	6,8	5,8	–5,5	59,7	–8,7	0,8
Slovaquie	4,9	7,4	18,4	–3,9	44,2	–2,9	0,3
Slovénie	4,0	3,6	6,3	–2,3	30,9	–0,2	0,3
Lituanie	7,1	1,1	11,4	–2,6	21,1	–8,7	0,2
Chypre	3,5	1,9	4,2	–5,2	72,6	–4,5	0,1
Lettonie	7,5	6,2	9,9	–2,0	14,6	–9,9	0,1
Estonie	5,9	3,0	9,7	0,5	4,8	–13,0	0,1
Malte	1,0	2,7	8,6	–5,1	72,4	–4,0	0,0
UE hors zone euro	3,6	1,7	9,5	–2,5	42,6	–1,1	26,1
p.m. Idem en 2003	*2,3*	*1,7*	*9,5*	*–3,1*	*42,2*	*–1,2*	

Source : CE.
(1) Ces pays sont classés en fonction de l'importance relative de leur PIB en 2004.

Encadré 4 – Le mécanisme de change MCE II

Trois nouveaux États membres ont rejoint le MCE II

Le MCE II, qui a été institué par une résolution du Conseil européen du 16 juin 1997, est entré en vigueur le 1er janvier 1999, au début de la troisième phase de l'UEM. Ce mécanisme lie à l'euro les monnaies des États membres de l'UE qui n'appartiennent pas à la zone euro. La participation au MCE II est laissée à la libre décision de ces États membres; néanmoins, ils sont censés adhérer un jour au mécanisme, puisqu'il s'agit là de l'un des critères de convergence permettant l'accession finale à la zone euro à laquelle, conformément au traité instituant la Communauté européenne, est tenu chaque État membre, à l'exception du Royaume-Uni et du Danemark.

La politique de change menée par les États membres qui ne participent pas au MCE II n'échappe pas à toute règle en matière de coordination, puisqu'elle est soumise à la disposition du traité impliquant qu'elle soit considérée comme une matière d'intérêt commun. Cela signifie que les dévaluations compétitives, qui sont susceptibles de miner le fonctionnement du marché intérieur, ne sont pas autorisées.

Dans le cadre des aspects opérationnels du mécanisme de change, qui ont été définis par l'accord du 1er septembre 1998 entre la BCE et les BCN des États membres n'appartenant pas à la zone euro, un cours pivot par rapport à l'euro et une marge de fluctuation (standard) de 15 p.c. de part et d'autre du cours pivot sont déterminés pour la monnaie de chacun des États membres participant au mécanisme. Si un seuil est atteint, les interventions sur le marché des changes sont, en principe, automatiques et illimitées, avec un financement à très court terme. Ces interventions automatiques peuvent être suspendues en cas de conflit avec l'objectif principal de la BCE et des BCN, qui est le maintien de la stabilité des prix. La coopération en matière de politique de change peut être renforcée, notamment en appliquant des marges de fluctuation plus étroites, dans la mesure où cela est approprié pour favoriser une convergence plus poussée.

À la demande des autorités d'Estonie, de Lituanie et de Slovénie, les ministres des finances et de l'économie des États membres de la zone euro, le président de la BCE, ainsi que les ministres des finances et de l'économie et les gouverneurs des banques centrales des autres États membres participant au mécanisme, ont décidé, de commun accord, suivant une procédure impliquant la CE et après consultation du Comité économique et financier, que les monnaies des trois pays précités participeraient au MCE II à partir du 28 juin 2004. Le cours pivot de la couronne estonienne a été fixé à EEK/EUR 15,6466, celui du litas lituanien à LTL/EUR 3,45280 et celui du tolar slovène à SIT/EUR 239,640, avec une marge de fluctuation standard de 15 p.c. de part et d'autre du cours pivot pour les trois pays. Le cours pivot de la couronne danoise, fixé à DKK/EUR 7,46038, est resté inchangé, de même que les cours d'intervention obligatoire résultant de la marge de fluctuation de 2,25 p.c. pour cette devise. Après une évaluation minutieuse du caractère approprié et soutenable des caisses d'émission en vigueur en Estonie et en Lituanie, les deux pays ont été autorisés à rejoindre le MCE II en maintenant le dispositif en question, sous la forme, toutefois, d'un engagement unilatéral, n'imposant ainsi à la BCE aucune obligation supplémentaire.

Depuis l'accession récente au MCE II de la couronne estonienne, du litas lituanien et du tolar slovène, les marchés des changes n'ont pas enregistré de tensions liées à ces monnaies, qui se sont traitées à leur cours pivot ou aux alentours de celui-ci. Les écarts de taux d'intérêt à court terme par rapport à la zone euro ont été inférieurs à un pour cent pour l'Estonie et la Lituanie, alors qu'ils sont descendus à quelque 1,9 p.c. au quatrième trimestre de l'année sous revue pour la Slovénie.

Participation au système de change MCE II et critères de convergence

La participation au MCE II n'est que l'un des critères mentionnés dans le traité instituant la Communauté européenne comme condition d'accession à la zone euro. Elle est assortie de conditions quant à l'évolution du cours de change et d'autres critères sont à respecter en ce qui concerne la convergence du taux d'inflation, du déficit budgétaire, de la dette publique, des taux à long terme et de la législation relative à la banque centrale nationale. Outre ces critères de convergence qui font l'objet d'une description détaillée dans le traité, il faut également prendre en considération d'autres facteurs auxquels celui-ci fait explicitement référence, comme le degré d'intégration des marchés, la situation et l'évolution de la balance des paiements courants, ainsi que l'évolution des coûts salariaux unitaires et d'autres indices de prix.

Le critère relatif au cours de change précise qu'un État membre doit avoir pu maintenir les marges normales de fluctuation prévues par le mécanisme de change du Système monétaire européen sans connaître de tensions graves pendant au moins les deux années qui précèdent l'examen de la convergence. Ainsi, l'État membre ne peut absolument pas, pendant cette période, avoir dévalué de sa propre initiative le cours pivot bilatéral de sa monnaie par rapport à l'euro. Par ailleurs, la question de l'absence de « tensions graves » est évaluée en prenant en considération le degré de divergence du taux de change vis-à-vis de son cours pivot, les écarts de taux d'intérêt à court terme par rapport à la zone euro ainsi que leur évolution, et le rôle des interventions effectuées sur les marchés des changes.

Les quatre autres critères stipulent que : a) le taux d'inflation moyen, observé au cours d'une période d'un an avant l'examen de convergence, ne peut dépasser de plus de 1,5 point de pourcentage celui des trois États membres de l'UE, au plus, présentant les meilleurs résultats en matière de stabilité des prix ; b) la situation budgétaire des administrations publiques ne peut être caractérisée par un déficit excessif, à savoir le dépassement par le déficit public du seuil de 3 p.c. du PIB ou par la dette publique de la valeur de référence de 60 p.c. du PIB, à moins que celle-ci ne diminue suffisamment et ne se rapproche de cette valeur de référence à un rythme satisfaisant ; c) au cours d'une période d'un an précédant l'examen, le taux d'intérêt nominal moyen à long terme ne peut excéder de plus de deux points de pourcentage celui des trois États membres de l'UE, au plus, présentant les meilleurs résultats en matière de stabilité des prix ; d) la législation nationale et les statuts de la BCN doivent être compatibles avec les dispositions du traité relatives aux BCN, en particulier celles touchant à leur indépendance fonctionnelle, institutionnelle, personnelle et financière. La législation nationale doit ainsi assigner explicitement la stabilité des prix comme objectif à la BCN. Un autre aspect particulièrement important est l'interdiction pour la BCN ou ces organes de solliciter ou accepter des instructions émanant d'autres autorités, communautaires ou nationales.

2. La politique monétaire de l'Eurosystème

2.1 Aspects stratégiques

L'objectif principal de la politique monétaire de l'Eurosystème est le maintien de la stabilité des prix dans la zone euro, conformément aux dispositions du traité de Maastricht. Par l'ancrage ferme des anticipations d'inflation à long terme à un niveau stable et bas, la politique monétaire contribue à un environnement économique propice à la croissance durable et à l'emploi. Le Conseil des gouverneurs de la BCE a défini cet objectif comme une hausse annuelle de l'IPCH pour la zone euro de moins de 2 p.c., mais proche de ce taux, à moyen terme.

La stratégie de politique monétaire de l'Eurosystème prévoit que l'appréciation des risques pesant sur la stabilité des prix repose sur deux piliers : l'analyse économique et l'analyse monétaire. La première comprend une étude approfondie d'un large éventail d'indicateurs pouvant fournir des informations sur les perspectives d'inflation à court et à moyen termes, comme, entre autres, les données concernant les prix et les coûts, l'activité économique, les cours de change, le marché du travail, les marchés financiers et la politique budgétaire, ainsi que les prévisions macroéconomiques de l'Eurosystème et de diverses institutions. La seconde apporte principalement un élément de recoupement, dans une perspective à moyen et long termes, des indications fournies par l'analyse économique. À cet effet, elle concerne non seulement l'évolution de l'agrégat monétaire large M3, mais également celle des composantes et contreparties de M3, ainsi que des mesures de la liquidité. Dans ce cadre d'analyse, le Conseil des gouverneurs de la BCE étudie systématiquement toutes les données disponibles afin d'évaluer le mieux possible les risques affectant la stabilité des prix.

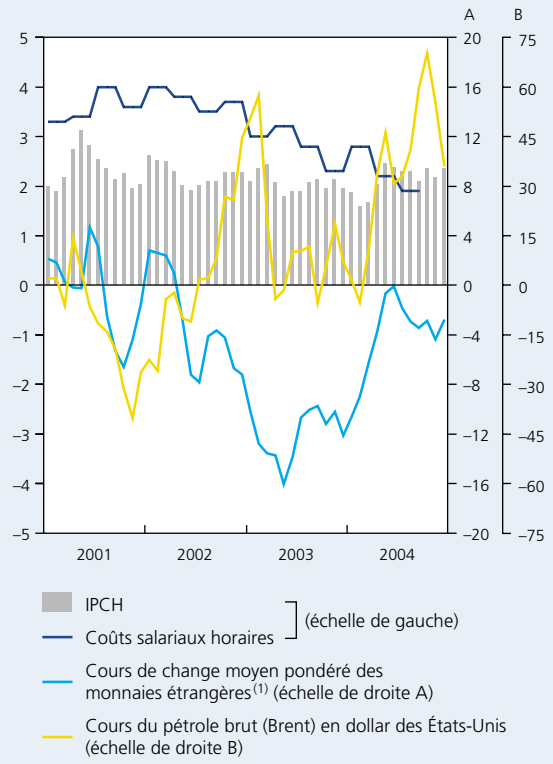
Analyse économique

L'analyse économique a essentiellement pour but d'évaluer les risques pesant sur la stabilité des prix à court et à moyen termes. En outre, pour que l'Eurosystème réagisse de façon appropriée, il est primordial de savoir quelles impulsions économiques sont à l'origine de ces risques. La politique monétaire ne peut évidemment pas empêcher les effets directs de chocs temporaires sur les prix. En revanche, l'Eurosystème interviendra rapidement si de tels chocs devaient entraîner des effets secondaires ou si un surcroît de demande susceptible de provoquer un dérapage persistant des prix devait surgir.

L'inflation, mesurée par la hausse annuelle de l'IPCH dans la zone euro, s'était élevée à un peu plus de 2 p.c. au cours du second semestre de 2003, et avait ainsi dépassé légèrement la limite supérieure de la définition de la stabilité des prix établie par la BCE. Au début de l'année sous revue, le Conseil des gouverneurs a toutefois jugé que l'inflation fléchirait assez rapidement et resterait inférieure à 2 p.c. ensuite. Les principaux chocs qui avaient poussé les prix à la hausse en 2003, à savoir le renchérissement des produits alimentaires non transformés et du pétrole brut, ainsi que les augmentations des impôts indirects et des prix réglementés par les pouvoirs publics dans divers pays de la zone euro, étaient, en effet, considérés comme momentanés. On s'attendait, par ailleurs, à ce que l'incidence des cours élevés du pétrole soit compensée en partie par l'appréciation de l'euro, qui atténuait, de manière plus générale, les pressions s'exerçant sur les prix à l'importation. Enfin, le Conseil des gouverneurs a estimé que le risque d'effets de second tour était très faible, car les hausses de salaires devaient rester limitées, compte tenu de la persistance d'un chômage élevé et d'une reprise de l'activité économique qui n'était que progressive. L'inflation est effectivement revenue de 2,1 p.c. en novembre 2003 à 1,6 p.c. en février 2004.

GRAPHIQUE 15 PRIX ET COÛTS DANS LA ZONE EURO

(pourcentages de variation par rapport à la période correspondante)



Sources : CE, BCE.

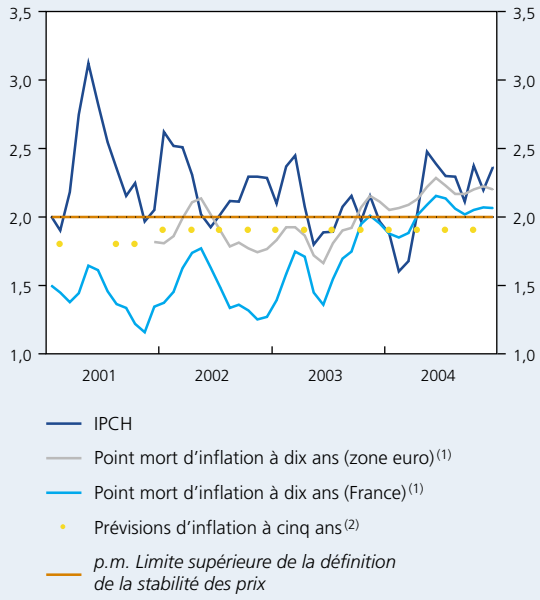
(1) Inverse du cours de change effectif de l'euro vis-à-vis des monnaies des vingt-trois principaux partenaires commerciaux de la zone euro.

En même temps, le Conseil des gouverneurs a considéré que la reprise économique, qui s'était amorcée au cours du second semestre de 2003 sous l'effet de la vive expansion de la demande extérieure, se poursuivrait. Il a tablé sur le fait que la demande intérieure se rétablirait assez rapidement, de sorte que la croissance économique continuerait à s'accélérer dans le courant de 2004 et de 2005. Les investissements devaient commencer non seulement à profiter de la vigueur de la demande mondiale, mais également du niveau très bas des taux d'intérêt et des conditions de financement généralement favorables. De plus, les sociétés devaient recueillir les fruits des restructurations, grâce auxquelles leur productivité et leur rentabilité s'étaient accrues. Les conditions étaient également remplies pour une croissance plus forte de la consommation privée. À la suite de l'amélioration des termes de l'échange due à l'appréciation de l'euro et des réductions d'impôts dans un certain nombre de pays de la zone euro, le revenu réel disponible des particuliers devait augmenter plus fortement. En outre, la confiance des consommateurs devait continuer à se rétablir à mesure que les perspectives en matière d'emploi s'amélioreraient.

À partir de mars 2004, l'inflation a toutefois de nouveau augmenté dans la zone euro. Non seulement les prix des matières premières ont progressé très fortement, en particulier les cours du pétrole brut, mais, en outre, l'effet compensatoire de l'appréciation de l'euro s'est nettement atténué. Même s'il était devenu évident que l'inflation resterait supérieure à 2 p.c. plus longtemps que prévu précédemment, le Conseil des gouverneurs a continué à estimer qu'elle reviendrait sous ce seuil en 2005 et serait donc conforme à l'objectif de stabilité des prix. Un élément qui a joué un rôle important à cet égard est l'absence d'indications selon lesquelles les travailleurs tenteraient de compenser, par des hausses salariales plus élevées, la perte de pouvoir d'achat due au surcroît temporaire d'inflation. La tendance à la baisse de la plupart des indicateurs du rythme de progression des coûts du travail s'est poursuivie au cours des trois premiers trimestres de l'année sous revue et rien ne signalait que des changements se produiraient rapidement en ce domaine. En revanche, les marchés financiers semblaient bien avoir ajusté vers le haut leurs anticipations

GRAPHIQUE 16 INFLATION ET ANTICIPATIONS D'INFLATION À LONG TERME

(pourcentages de variation annuelle)



Sources : CE, BCE.

(1) Calculé sur la base de la comparaison entre les rendements des obligations nominales et ceux des obligations indexées respectivement sur l'IPCH de la zone euro et sur l'indice national des prix à la consommation français (tous deux hors tabac), émises par l'État français.

(2) Enquête auprès des prévisionnistes professionnels.

d'inflation à long terme, ce qui était une source de préoccupation. Par ailleurs, l'accélération de l'appréciation de l'euro au dernier trimestre était de nature à modérer les pressions à la hausse sur les prix. Au total, malgré quelques inquiétudes quant aux perspectives à moyen terme pour la stabilité des prix, le scénario le plus probable est resté celui d'une baisse progressive de l'inflation au-dessous de la limite de 2 p.c.

La hausse des cours du pétrole a d'ailleurs affaibli la demande adressée aux entreprises de la zone euro. Peu à peu, les nouvelles informations ont donné à penser que l'activité économique serait moindre qu'il n'avait été prévu au début de l'année sous revue. Même si le scénario le plus probable continuait à être celui d'une accélération graduelle de la croissance, les risques ont été évalués de manière sans cesse plus négative. La croissance mondiale restait exceptionnellement élevée, mais un sommet semblait déjà avoir été atteint au premier trimestre de 2004. Parallèlement, dans un certain nombre de pays de la zone euro, l'extension prévue de la dynamique de croissance aux dépenses intérieures ne s'est pas réalisée. L'amélioration de la confiance des consommateurs est restée inférieure aux attentes, peut-être à cause d'une incertitude croissante dans plusieurs pays concernant la politique budgétaire et les réformes structurelles des prestations sociales et du marché du travail. La perception d'une inflation plus élevée que ce qu'indiquaient les chiffres officiels pourrait avoir contribué également à freiner la consommation privée : à la suite de l'introduction de l'euro fiduciaire, l'inflation perçue, telle qu'elle ressort des enquêtes auprès des consommateurs, avait fortement augmenté dans le courant de 2002, tandis que l'inflation effectivement mesurée se stabilisait autour de 2 p.c. ; dans le courant de 2003 et de 2004, l'inflation perçue a certes reculé, mais un écart positif important a toutefois subsisté par rapport à l'inflation réelle. Compte tenu des conditions de financement très avantageuses, la reprise des investissements des sociétés a, en outre, été assez modeste, sans doute en raison de l'ampleur des capacités de production encore inutilisées et de la perception croissante que le renchérissement de l'énergie pouvait avoir un caractère permanent. Même si la reprise économique semblait devoir être plus lente que prévu précédemment, le Conseil des gouverneurs est resté convaincu que les taux d'intérêt étaient déjà particulièrement bas et contribuaient donc suffisamment à la croissance économique, d'autant plus que quelques craintes étaient apparues quant aux perspectives à moyen terme en matière de stabilité des prix.

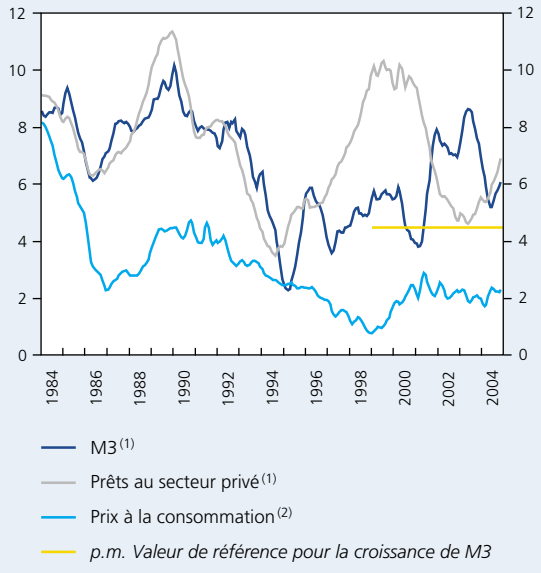
Analyse monétaire

L'analyse monétaire permet d'évaluer la tendance à moyen et long termes de l'inflation et de recouper les indications fournies par l'analyse économique concernant les risques pour la stabilité des prix. À moyen et long termes, l'évolution des agrégats monétaires et du crédit peut, en effet, contenir des informations utiles sur l'évolution future de l'inflation dans la zone euro.

La tendance à la baisse de la croissance annuelle de M3, qui s'était amorcée au cours de l'été de 2003, s'est poursuivie durant les cinq premiers mois de l'année sous revue. Le rythme de hausse annuelle de M3 est revenu de près de 9 p.c. en juillet 2003 à un peu moins de 5 p.c. en mai 2004. Ce net ralentissement a reflété une préférence moins marquée pour la liquidité de la part des agents économiques de la zone euro, due essentiellement à une normalisation du comportement de placement, par laquelle l'accent s'est déplacé des actifs monétaires vers les actifs financiers à plus long terme non repris dans M3. Ces réaménagements de portefeuille ont été alimentés par la dissipation de l'incertitude sur les marchés financiers et la poursuite du redressement des marchés d'actions au cours du premier trimestre de l'année sous

GRAPHIQUE 17 M3, PRÊTS AU SECTEUR PRIVÉ ET PRIX À LA CONSOMMATION DANS LA ZONE EURO

(moyennes centrées sur trois mois des pourcentages de variation annuelle)



Sources : CE, BCE.

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

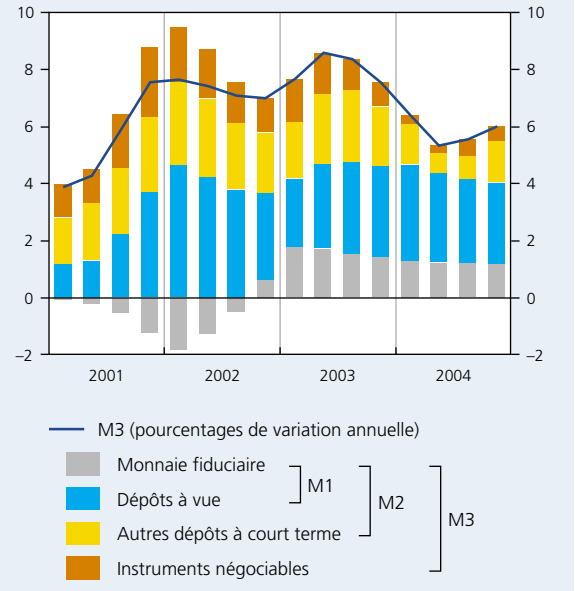
(2) Moyenne pondérée des indices des prix à la consommation nationaux jusqu'en 1990, IPCH à partir de 1991.

revue. En outre, l'amélioration des perspectives économiques au cours du second semestre de 2003 et du premier semestre de 2004 a probablement contribué à un ralentissement de la constitution d'épargne de précaution.

L'hypothèse d'un début de normalisation du comportement de placement est corroborée par l'analyse des composantes et des contreparties de M3. Ainsi, il apparaît que c'est principalement la demande d'instruments négociables qui a augmenté moins fortement, tandis que le rythme de croissance des engagements financiers à plus long terme des institutions financières monétaires (IFM) s'accélérait. En outre, la hausse annuelle des avoirs extérieurs nets de ces institutions a ralenti au cours des cinq premiers mois de l'année, évolution qui, selon les données de la balance des paiements, a résulté principalement d'achats plus importants de titres étrangers par les résidents de la zone euro. Le rythme de progression des dépôts d'épargne s'est aussi considérablement amenuisé au cours de la première moitié de l'année sous revue, probablement à la suite d'une demande plus limitée de liquidités dans le cadre de l'épargne de précaution. Les consommateurs ont, en effet, paru juger leur situation future en matière d'emploi de manière un peu moins négative.

GRAPHIQUE 18 M3 ET SES COMPOSANTES

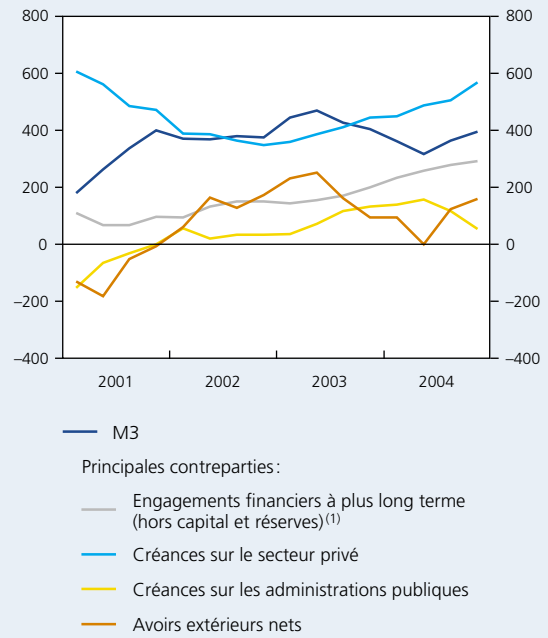
(données corrigées des variations saisonnières et des effets de calendrier ; contribution aux pourcentages de variation de M3, sauf mention contraire ; moyennes trimestrielles)



Source : BCE.

GRAPHIQUE 19 M3 ET SES PRINCIPALES CONTREPARTIES DANS LE BILAN DES INSTITUTIONS FINANCIÈRES MONÉTAIRES

(données corrigées des variations saisonnières et des effets de calendrier, flux annuels à fin de trimestre, milliards d'euros)



Source : BCE.

(1) À autres postes du bilan inchangés, une augmentation correspond à une diminution de M3.

Le ralentissement du rythme de croissance de M3, au cours des cinq premiers mois de l'année, n'a toutefois pas été aussi prononcé qu'on aurait pu le penser sur la base d'observations passées. D'une part, le retournement des réaménagements de portefeuille antérieurs a été plus lent. Le bas niveau des taux d'intérêt à long terme peut en partie expliquer ce phénomène, mais une aversion accrue au risque, à la suite des pertes encourues sur les marchés d'actions, a probablement aussi dissuadé un certain nombre d'investisseurs d'encore acquérir massivement de tels actifs financiers. D'autre part, le niveau exceptionnellement bas des taux d'intérêt à court terme a contribué à une forte croissance des avoirs qui sont normalement détenus à des fins de transaction. Le faible coût d'opportunité de la détention d'instruments liquides a suscité une progression très élevée de l'agrégat monétaire étroit M1 (comprenant les billets et pièces ainsi que les dépôts à vue). L'octroi de crédits au secteur privé aurait pu profiter également du bas niveau des taux d'intérêt. La demande de nouveaux prêts n'a toutefois pas progressé très fortement au cours des cinq premiers mois de l'année. En particulier, la croissance des prêts aux sociétés non financières est

restée inférieure aux prévisions. Sans doute ces entreprises ont-elles disposé de plus de ressources internes à la suite d'une augmentation de leur rentabilité, mais la remontée tardive de leurs investissements, malgré des conditions de financement très avantageuses, semble être également un facteur d'explication important. La croissance des crédits aux ménages a été considérablement plus élevée, en raison de la très forte expansion des prêts hypothécaires (voir encadré 5).

Malgré le ralentissement de M3, les mesures de l'excès de liquidités sont restées à un niveau très élevé dans la zone euro. La question de savoir si cet excédent de liquidités entraînera ou non une hausse de l'inflation dépend principalement de l'usage qui en sera fait. À cet égard, trois possibilités peuvent se présenter. Premièrement, les particuliers et les sociétés peuvent décider d'investir de nouveau davantage dans les actifs financiers à plus long terme – tels que les actions et les obligations – et de renverser, de cette manière, leurs réaménagements de portefeuille précédents. L'excès de liquidités sera ainsi éliminé progressivement et, par conséquent, les risques pour la stabilité des prix diminueront aussi. Deuxièmement, les agents économiques peuvent décider d'utiliser leur excédent de liquidités pour financer de nouvelles dépenses. Bien que cette décision puisse avoir, dans un premier temps, un effet favorable, à savoir l'élimination des surcapacités de production dans l'économie, elle pourrait, à terme, exercer une pression à la hausse sur les prix à la consommation. Le risque que les liquidités excédentaires soient utilisées à des fins de transaction est certes faible dans un environnement caractérisé par une reprise économique très progressive, mais il augmente à mesure que l'expansion se renforce. Enfin, il ne peut être exclu que la préférence des agents économiques pour la liquidité ait structurellement augmenté. Dans ce cas, les mesures actuelles surestiment l'excès de liquidités réel et les risques pour la stabilité des prix sont, par conséquent, limités. Sur la base de ces éléments, le Conseil des gouverneurs a conclu que l'excès de liquidités ne comportait pas de risques pour la stabilité des prix à condition que les réaménagements de portefeuille antérieurs se retournent suffisamment rapidement et que la reprise économique n'ait lieu que de manière progressive.

À partir de juin 2004, la progression de M3 s'est de nouveau accélérée. Alors que la forte croissance monétaire de la période 2001-2003 résultait principalement de réaménagements de portefeuille liés au contexte d'incertitude économique et financière, celle de la seconde moitié de l'année sous revue était davantage due au bas niveau des taux d'intérêt, comme l'indiquaient la forte expansion des composantes les plus liquides de M3 ainsi que la reprise de l'octroi de crédits au secteur privé. Bien que les prêts hypothécaires aux particuliers soient manifestement restés la composante la plus dynamique des crédits, les prêts aux sociétés non financières et les crédits à la consommation ont commencé à se redresser graduellement.

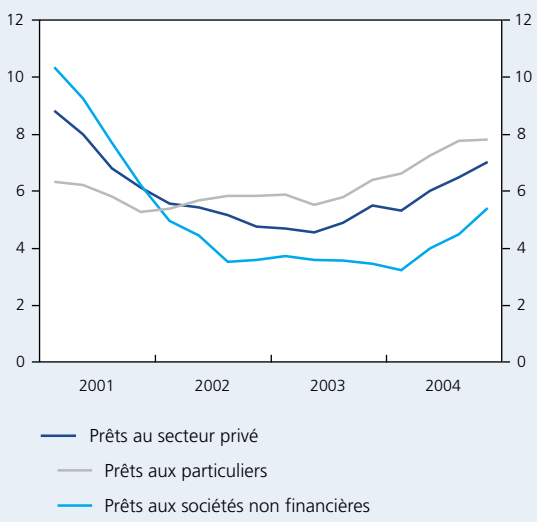
Même si le Conseil des gouverneurs est resté d'avis que l'excédent de liquidités ne constituait pas une menace pour la stabilité des prix à moyen terme, les inquiétudes concernant les risques éventuels se sont quelque peu amplifiées. Dans ce contexte, le Conseil a mis l'accent sur le fait que les évolutions monétaires devaient être suivies attentivement, non seulement pour identifier à temps les risques inflationnistes, mais aussi parce que la conjonction d'un excédent persistant de liquidités et d'une forte croissance du crédit pourrait constituer le ferment d'une hausse insoutenable des prix de certains actifs, notamment des logements.

Encadré 5 – Prêts bancaires au secteur privé dans la zone euro

Le rythme de progression des prêts accordés au secteur privé par les institutions financières monétaires (IFM) de la zone euro s'est accéléré, passant d'une moyenne annuelle de 4,9 p.c. en 2003 à 6 p.c. en 2004. Il existe toutefois de grandes différences entre l'évolution des prêts aux particuliers et celle des prêts aux sociétés non financières. Au cours de l'année sous revue, les premiers ont augmenté en moyenne de 7,2 p.c., tandis que les seconds n'ont progressé que de 4 p.c.

PRÊTS AU SECTEUR PRIVÉ

(données à fin de trimestre, pourcentages de variation annuelle)



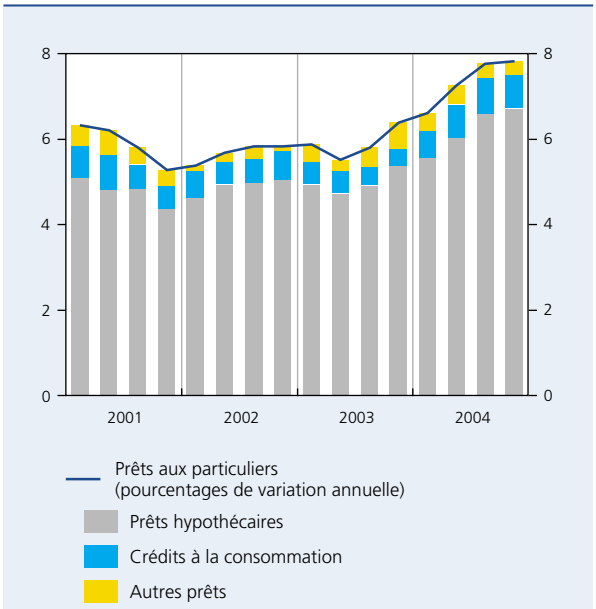
Source : BCE.

Cette relative faiblesse du rythme de croissance des prêts aux sociétés non financières, malgré une reprise à partir du deuxième trimestre, indique que les entreprises n'ont profité que dans une mesure limitée du niveau historiquement bas des taux d'intérêt. Une première explication du phénomène réside dans la demande modérée de nouveaux prêts. D'une part, de nombreuses sociétés se sont montrées attentistes à l'égard de nouveaux investissements, étant donné qu'elles disposaient encore de suffisamment de capacités de production inutilisées et que la reprise économique ne s'installait que progressivement. D'autre part, la rentabilité accrue des sociétés a probablement entraîné une plus grande disponibilité de ressources internes pour financer d'éventuels investissements ou rembourser des crédits existants. Une deuxième explication de la faible croissance des prêts bancaires aux sociétés réside dans le fait que, dans un certain nombre de pays de la zone euro, les banques ont été assez réticentes à octroyer des prêts bon marché, parce qu'elles jugeaient le risque de crédit trop grand. À mesure que la situation économique s'améliorait, la plupart des banques ont toutefois assoupli quelque peu leurs conditions de crédit, ce qui pourrait être en partie à l'origine du rétablissement de l'octroi de prêts aux sociétés non financières dans le courant de l'année sous revue.

Les particuliers, en revanche, ont contracté nettement plus d'emprunts au cours de l'année sous revue qu'en 2003. Ceci paraît résulter essentiellement d'une très forte progression des emprunts hypothécaires, bien que les crédits à la consommation aient peu à peu repris également. À la suite d'un léger accroissement de la disposition des particuliers à procéder à des achats plus importants, comme le montrent les enquêtes auprès des consommateurs, et du bas niveau des taux d'intérêt, le rythme de progression moyen des crédits à la consommation est passé de 3,4 p.c. seulement en 2003 à 5,2 p.c. Toutefois, ce sont surtout les prêts hypothécaires qui ont enregistré une croissance très dynamique, de 9,1 p.c. en moyenne au cours de l'année sous revue. Le bas niveau des taux d'intérêt a rendu l'achat ou la construction d'un logement plus abordable pour un niveau de revenu donné. Dans les pays, en particulier, où les taux d'intérêt hypothécaires ont diminué sensiblement au cours de la période qui a précédé la troisième phase de l'UEM, la demande de logements est devenue structurellement plus élevée. Comme l'offre a augmenté beaucoup plus lentement, de très fortes hausses de prix se sont produites, qui, à leur tour, ont entraîné une nouvelle croissance des crédits hypothécaires.

PRÊTS AUX PARTICULIERS

(données à fin de trimestre ; contribution aux pourcentages de variation des prêts aux particuliers, sauf mention contraire)



Source : BCE.

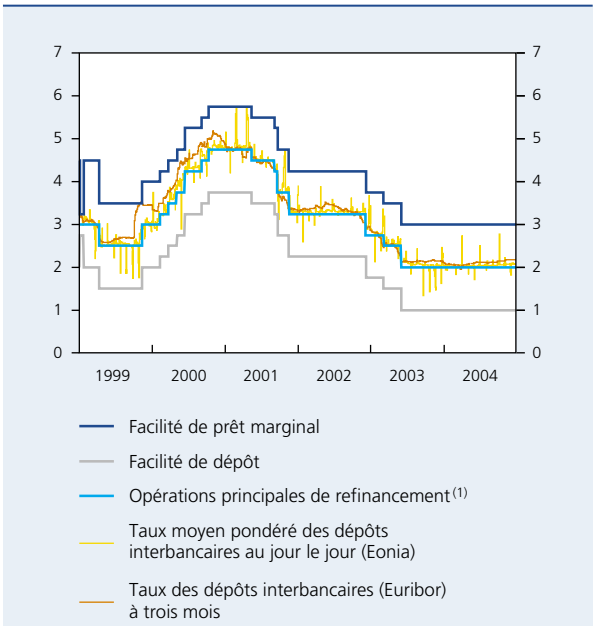
Une vive expansion des prêts hypothécaires qui va de pair avec de fortes hausses des prix immobiliers peut aussi comporter des risques, qui sont cependant restés circonscrits en 2004. Elle pourrait contribuer à amplifier l'effet négatif d'un éventuel resserrement de la politique monétaire sur la consommation. Étant donné que de plus en plus de particuliers ont financé l'achat ou la construction d'un logement au moyen d'emprunts à taux variable, une augmentation des taux d'intérêt les conduirait, en effet, plus que par le passé à affecter une part plus importante de leur revenu disponible au paiement de charges d'intérêts. De plus, elle risquerait d'enclencher une chute des prix du logement dans l'hypothèse où ceux-ci auraient dépassé leur valeur d'équilibre. Une telle correction pourrait entraîner un effet de richesse négatif susceptible de peser également sur la consommation privée. Dans le cas extrême d'une forte remontée des taux d'intérêt et d'une correction abrupte à la baisse des prix du logement, la stabilité financière pourrait même être menacée, puisque la plupart des logements servent également de garantie aux crédits hypothécaires en cours.

Décisions de politique monétaire et conditions monétaires

Durant toute l'année sous revue, le Conseil des gouverneurs a conclu, sur la base de l'ensemble des données de l'analyse économique et de l'analyse monétaire, que le niveau des taux d'intérêt fixé en juin 2003 restait approprié pour garantir à moyen terme la stabilité des prix dans la zone euro. En outre, les taux d'intérêt historiquement bas contribuaient à soutenir l'activité économique. Par conséquent, les taux directeurs de l'Eurosystème n'ont pas été modifiés. Le taux de soumission minimal pour les opérations principales de refinancement a été maintenu à 2 p.c., tandis que le taux de la facilité de prêt marginal et celui de la facilité de dépôt restaient, respectivement, à 3 et 1 p.c.

Bien que les taux d'intérêt réels à court terme dans la zone euro eussent déjà atteint un niveau très bas en 2003, ils ont encore diminué, pour la quatrième année consécutive. À partir du mois de mai, le taux d'intérêt interbancaire à trois mois a même été inférieur au taux

GRAPHIQUE 20 TAUX D'INTÉRÊT DE L'EUROSYSTÈME ET TAUX DU MARCHÉ MONÉTAIRE



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

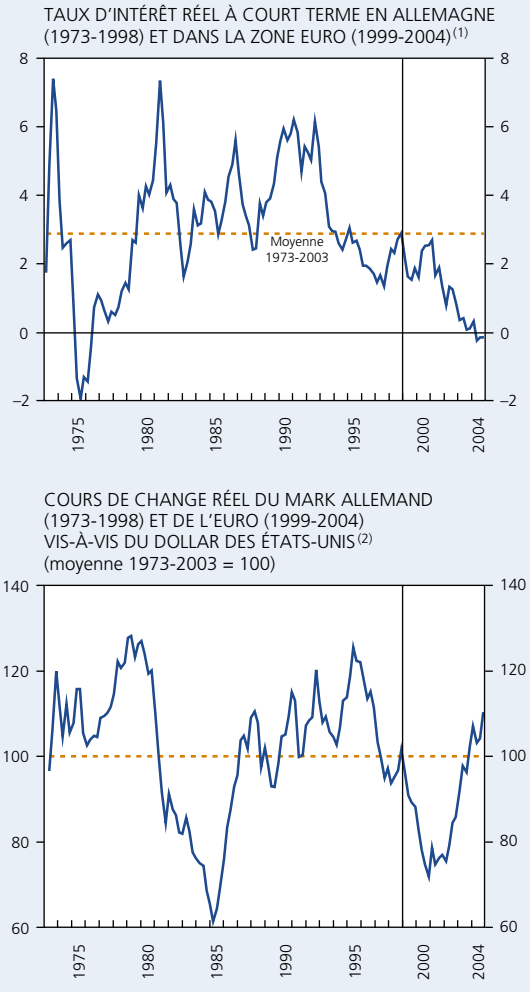
de hausse annuelle de l'IPCH. Pour retrouver un niveau aussi bas, il faut remonter au milieu des années septante, lorsque le taux d'intérêt réel à court terme était également négatif, même dans le pays à l'inflation la plus faible, l'Allemagne.

Le niveau exceptionnellement bas du taux d'intérêt réel à court terme et l'abondance des liquidités montrent que la politique monétaire a été accommodante au cours de l'année sous revue. Celle-ci a, de cette manière, apporté une contribution importante au soutien de l'activité économique de la zone euro. Une telle politique a été possible parce que les perspectives d'inflation indiquaient que la stabilité des prix dans la zone euro serait maintenue à moyen terme.

L'appréciation du cours de change réel de l'euro a constitué un contrepoids à la baisse du taux d'intérêt réel à court terme en 2004. L'appréciation de l'euro vis-à-vis du dollar des États-Unis, qui s'était amorcée au cours du printemps de 2002, s'est encore poursuivie au cours des deux premiers mois de l'année. Une correction a suivi, mais la hausse a repris dès le mois de mai, pour s'accélérer à partir d'octobre. Le cours de change réel moyen vis-à-vis du dollar des États-Unis a, au quatrième trimestre de l'année sous revue, dépassé la moyenne des trente et une années précédentes de plus de 10 p.c., en supposant que l'euro ait repris le rôle de monnaie de référence du mark allemand. Il est toutefois resté sensiblement inférieur aux niveaux atteints par le mark allemand à la fin des années septante ou en 1995 par exemple. Par ailleurs, l'euro a été plus stable vis-à-vis d'autres monnaies : en décembre 2004, son cours de change effectif s'était apprécié de 7,2 p.c. par rapport à la moyenne de 2003, alors que l'appréciation vis-à-vis du dollar des États-Unis était de 18,5 p.c.

GRAPHIQUE 21 INDICATEURS RELATIFS AUX CONDITIONS MONÉTAIRES

(moyennes trimestrielles)



Sources : BRI, CE, BCE.
(1) Taux à trois mois, déflaté par le pourcentage de variation annuelle de l'indice des prix à la consommation.
(2) Cours de change nominal du mark allemand (1973-1998) ou de l'euro (1999-2004) vis-à-vis du dollar des États-Unis, déflaté par le rapport entre les indices des prix à la consommation aux États-Unis et en Allemagne (1973-1998) ou dans la zone euro (1999-2004).

2.2 Aspects opérationnels

Le cadre opérationnel de la politique monétaire de l'Eurosystème s'articule essentiellement autour des opérations d'*open market* sous la forme des opérations principales de refinancement. Le taux minimal de soumission aux appels d'offres hebdomadaires relatifs à ces opérations, normalement fixé par le Conseil des gouverneurs de la BCE lors de sa première réunion de chaque mois, signale l'orientation de la politique monétaire. Ces adjudications jouent un rôle prépondérant dans la gestion de la liquidité, car elles visent à couvrir l'essentiel des besoins des établissements de crédit de la zone euro. Le besoin de liquidités issu des « facteurs autonomes », telle la demande de billets, est élargi par l'obligation de maintenir des réserves auprès des BCN. Au cours de chaque période de constitution, les avoirs mis en réserve peuvent varier librement par rapport au montant moyen minimal requis, atténuant de la sorte l'incidence des chocs temporaires de liquidité sur la volatilité des taux d'intérêt du marché monétaire. L'Eurosystème rémunère les réserves monétaires obligatoires au taux marginal des opérations principales de refinancement, de façon à minimiser le coût d'opportunité de leur détention. Enfin, des facilités permanentes permettent aux établissements de crédit d'emprunter ou de déposer des fonds à un jour à des taux préannoncés, qui créent un corridor symétrique dans lequel peut fluctuer le taux d'intérêt au jour le jour du marché.

Le cadre opérationnel de l'Eurosystème a connu deux aménagements en 2004. Ces mesures visent surtout à éviter que des spéculations relatives à une modification des taux d'intérêt pendant une période de constitution de réserves n'aient une incidence sur le marché monétaire, les anticipations de baisse provoquant une insuffisance de soumissions lors des appels d'offres hebdomadaires et les anticipations de hausse creusant un écart entre les taux du marché monétaire à très court terme et le taux de soumission minimal. Dans le passé, de telles spéculations ont occasionné un surcroît temporaire de volatilité des taux à très court terme.

Premièrement, les périodes de constitution des réserves ont été adaptées. Elles commencent désormais le jour de règlement de l'opération principale de refinancement qui suit la réunion mensuelle du Conseil des gouverneurs évaluant l'orientation de la politique monétaire. C'est au début d'une nouvelle période qu'une éventuelle modification des taux est dorénavant appliquée, sauf circonstances exceptionnelles. Deuxièmement, la durée des opérations principales de refinancement a été ramenée de deux à une semaine, ce qui implique que ces opérations ne chevauchent plus différentes périodes de constitution de réserves. Ces modifications, qui avaient été soumises à une consultation publique, ont été appliquées sans heurt à partir du 10 mars de l'année sous revue. En outre, la BCE a publié, à partir de mars, les prévisions de liquidité révisées le jour de l'adjudication, ainsi qu'un montant d'adjudication de référence, afin de compléter l'information des participants au marché monétaire.

TABLEAU 14 SITUATION CONSOLIDÉE ET SIMPLIFIÉE DE L'EUROSYSTÈME [1]

(moyenne des encours journaliers, milliards d'euros)

	2003	2004
Opérations hors politique monétaire [2]	–111,2	–174,2
Billets en circulation [3]	–377,9	–450,5
Avoirs nets en or et en devises	330,9	302,8
Dépôts des administrations publiques	–50,4	–53,4
Divers (nets)	–13,8	27,0
Réserve obligatoire moyenne	–131,0	–136,5
Total : besoin de liquidités des établissements de crédit	–242,2	–310,7
Opérations d'*open market*	242,5	311,7
Opérations principales de refinancement	197,5	241,6
Opérations de refinancement à plus long terme	45,0	70,2
Opérations structurelles	0,0	0,0
Opérations de réglage fin	0,0	0,0
Total : surplus résiduel du marché monétaire	0,3	1,0
Facilités permanentes	0,0	0,0
Facilité de prêt marginal	0,3	0,2
Facilité de dépôt	–0,2	–0,2
Écart entre les avoirs en comptes courants et la réserve obligatoire moyenne : excédent (–) ou déficit	–0,3	–1,1

Source : BCE.

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

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

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

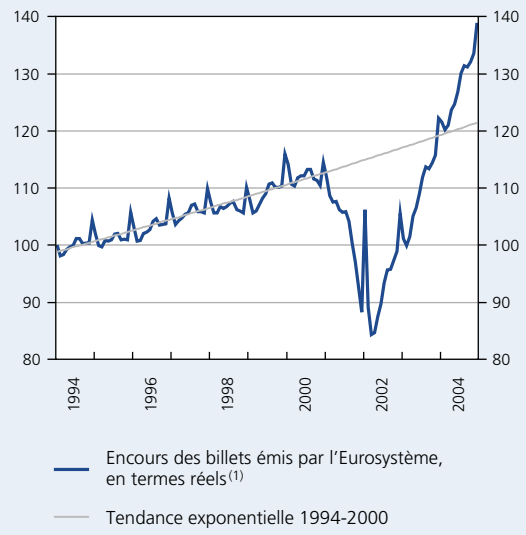
En 2004, le déficit moyen de liquidités s'est élevé à 310,7 milliards d'euros, contre 242,2 milliards l'année précédente, soit une hausse de 28,3 p.c. Cette progression a principalement résulté de celle de la demande de billets. Les fluctuations de plus court terme du besoin de liquidités dans le courant de l'année 2004, quant à elles, ont surtout été dues à celles des dépôts des administrations publiques auprès de certaines BCN.

Plusieurs facteurs contribuent à expliquer que l'essor du volume de billets en circulation ait été bien au-delà de la reconstitution des encaisses qui avaient été réduites à l'approche du passage à l'euro fiduciaire. La demande est amplifiée par l'existence de coupures de valeur faciale nettement plus élevée que celle des anciens billets dans la plupart des pays membres. Par ailleurs, le statut de monnaie de réserve de l'euro et le resserrement des relations commerciales et financières avec les pays limitrophes accentuent la demande des non-résidents. Enfin, le coût d'opportunité de la thésaurisation des espèces est rendu très faible par le bas niveau des taux d'intérêt et la perspective du maintien de la stabilité des prix.

L'évolution des avoirs nets en or et en devises de l'Eurosystème a aussi concouru, bien que dans une moindre mesure, à accroître le besoin de liquidités des établissements de crédit au cours de l'année sous revue, car les banques centrales participantes ont procédé à des ventes nettes de devises au titre d'opérations de clientèle et de portefeuille, ainsi qu'à quelques ventes d'or, conformes à l'accord sur les avoirs en or des banques centrales conclu le 26 septembre 1999 et renouvelé le 27 septembre 2004.

GRAPHIQUE 22 ENCOURS DES BILLETS ÉMIS PAR L'EUROSYSTÈME, EN TERMES RÉELS

(moyennes mensuelles, indice janvier 1994 = 100)



Sources : CE, BCE.

(1) Encours, à l'exclusion des billets en monnaies nationales à partir du 1er janvier 2003, déflaté par l'IPCH.

Calibrées en vue d'assurer une neutralité dans la gestion de la liquidité – c'est-à-dire de ne pousser les établissements de crédit ni à la facilité de prêt marginal ni à la facilité de dépôt – les opérations d'*open market* de l'Eurosystème ont entièrement couvert le besoin de liquidités, surtout au travers des opérations principales de refinancement. Par ailleurs, le Conseil des gouverneurs a décidé de faire passer, dès le 29 janvier 2004, de 15 à 25 milliards d'euros le montant alloué lors des adjudications mensuelles de crédits à trois mois. Ce relèvement avait pour objectif de tenir compte de l'accroissement prévu du besoin de refinancement des banques de la zone euro en 2004, sans toutefois remettre en cause le rôle prédominant des opérations principales de refinancement.

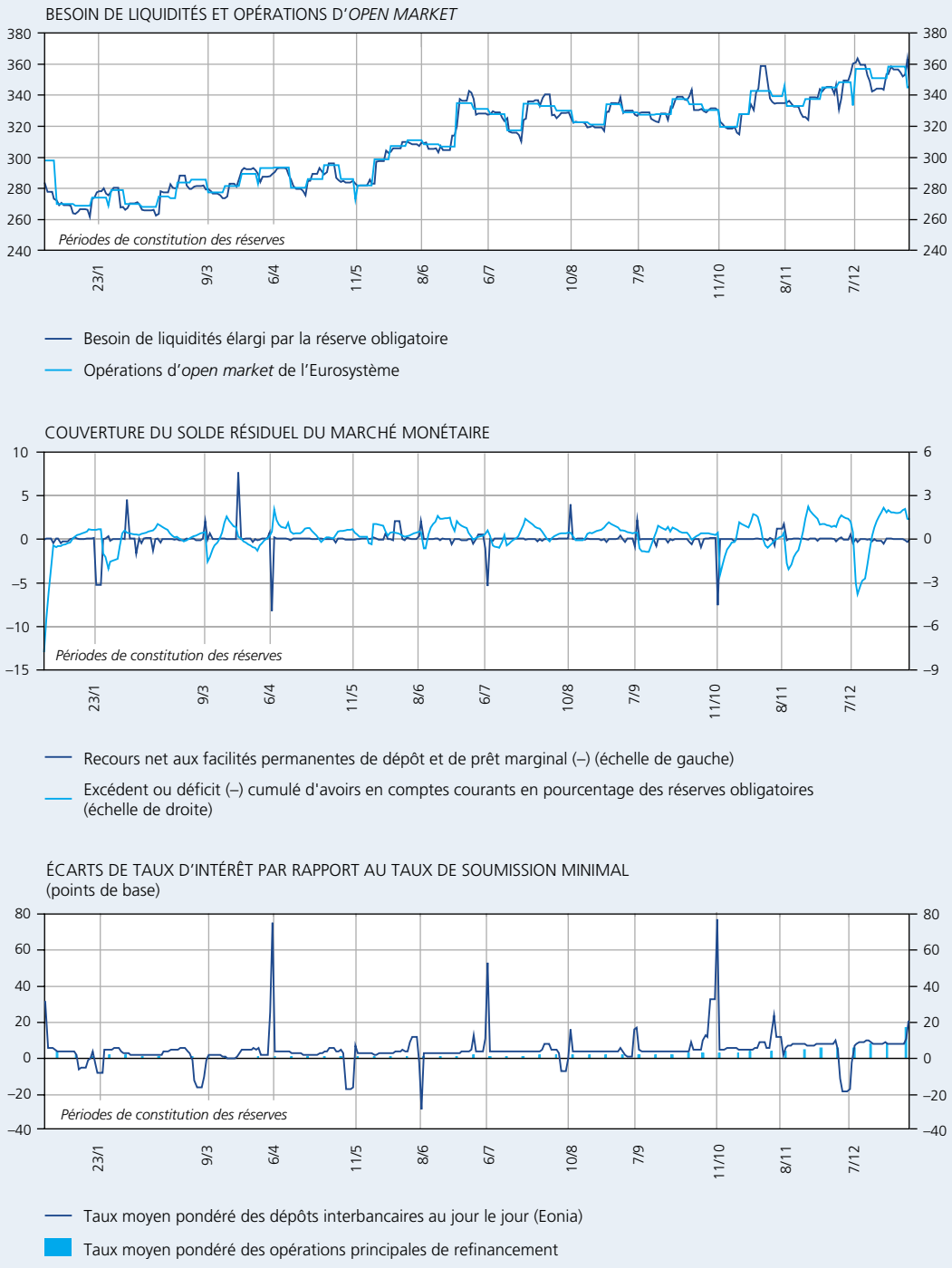
Dans le cadre opérationnel modifié depuis mars 2004, la probabilité d'une forte insuffisance de soumission lors des appels d'offres hebdomadaires est réduite. Si une légère insuffisance s'est produite le 23 mars, ce fut pour des raisons techniques et elle n'a pas eu d'incidence significative sur le taux du marché au jour le jour.

Étant donné que, en outre, la BCE vise à maintenir des conditions neutres de liquidité, le taux au jour le jour reste normalement proche du taux de soumission minimal, sauf dans les tout derniers jours des périodes de constitution des réserves, lorsqu'il apparaît que le besoin de liquidités s'écarte des prévisions et qu'il n'est plus possible de compter sur une compensation ultérieure.

La BCE peut encore décider de procéder à des opérations de réglage fin dans de telles circonstances. Au cours des dix premiers mois de l'année sous revue, ce ne fut le cas qu'une fois : le 11 mai, dernier jour d'une période de constitution des réserves, un retrait de liquidités de l'ordre de 13 milliards d'euros a été effectué. En novembre, la BCE a choisi d'utiliser désormais un peu plus fréquemment cet instrument pour contrer les déséquilibres de liquidité dus à des variations imprévues des facteurs autonomes, de manière à mieux stabiliser le taux au jour le jour. Ainsi, l'Eurosystème a injecté 6,5 milliards d'euros dans le marché monétaire le 8 novembre et a retiré 15 milliards d'euros le 7 décembre.

GRAPHIQUE 23 CONDUITE OPÉRATIONNELLE DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE DE L'EUROSYSTÈME EN 2004

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



Source : BCE.

3. Production, dépenses et opérations courantes en Belgique

3.1 Vue d'ensemble

En Belgique, le renforcement de l'activité amorcé au milieu de l'année précédente s'est poursuivi en 2004. Sur l'ensemble de l'année, le PIB a ainsi progressé de 2,7 p.c. en termes réels, après un accroissement de 1,3 p.c. en 2003.

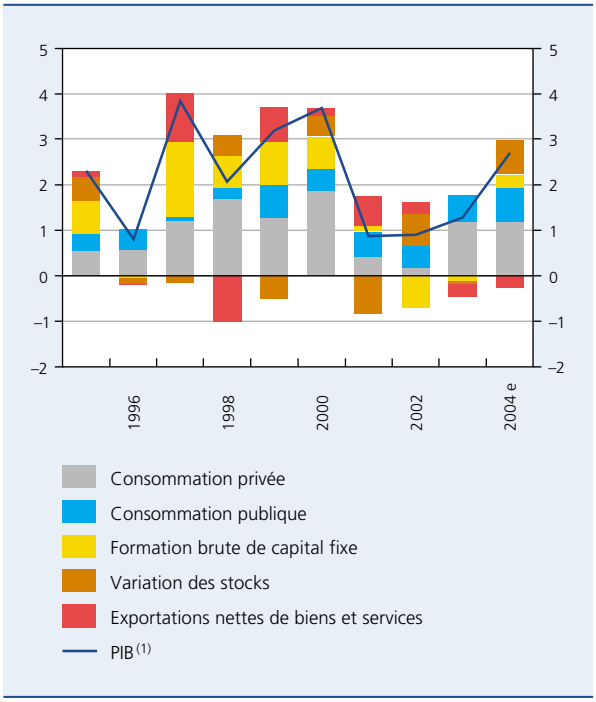
Cette consolidation de la croissance fait suite à une période, longue de plus de deux ans, de turbulences de l'environnement extérieur et d'ajustements internes en Belgique. Dans le prolongement de la correction généralisée des cours boursiers entamée en 2000, l'économie mondiale a fait face à une chute des investissements et à un fort ralentissement du commerce extérieur. Les tensions géopolitiques ont également pesé sur la confiance des agents économiques et ont contribué à une hausse des cours du pétrole. De surcroît, l'appréciation de l'euro, à partir de 2002, a contribué à brider l'activité dans la zone euro. Sur le plan intérieur, les entreprises ont réagi à ces chocs en réduisant leurs investissements et leurs embauches de main-d'œuvre.

Ces freins se sont pour la plupart progressivement desserrés et ont été dominés en 2004 par le dynamisme de l'économie mondiale et le raffermissement des échanges dans la zone euro. Mais le maintien des cotations du pétrole à des niveaux inhabituellement élevés, pour partie en raison précisément de la forte demande mondiale, et l'appréciation de l'euro vis-à-vis du dollar des États-Unis à partir d'octobre ont pu mener à un certain infléchissement de la croissance en fin d'année.

Le renforcement de l'activité en Belgique a aussi trouvé son origine dans la progression des dépenses intérieures, qui, abstraction faite de la variation des stocks, ont contribué à la croissance du PIB à concurrence de 2,2 points de pourcentage en 2004, contre 1,6 point en 2003, et 0,5 point en moyenne les deux années précédentes. La reconstitution des stocks a également soutenu l'expansion, avec un apport de 0,8 p.c. du PIB. Le dynamisme de l'ensemble de la demande intérieure a cependant donné lieu à une accélération du volume des importations plus

GRAPHIQUE 24 PRINCIPALES CATÉGORIES DE DÉPENSES, AUX PRIX DE 2000

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



Sources : ICN, BNB.
(1) Pourcentages de variation annuelle.

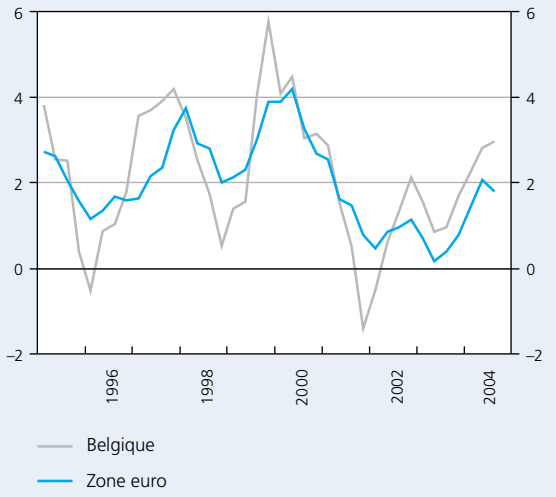
rapide encore que celle des exportations, de sorte que la contribution du solde des échanges extérieurs de biens et services a été négative en 2004, à hauteur de 0,3 p.c. du PIB.

Comme les deux années précédentes, le rythme de croissance de l'économie belge a ainsi été plus élevé que celui de la zone euro en 2004. Ce constat vaut d'ailleurs tant pour les données sur une base annuelle que pour celles sur une base trimestrielle puisque, depuis le creux conjoncturel du dernier trimestre de 2001, la progression du PIB, mesurée à l'aide de la croissance à un trimestre d'écart, a été constamment supérieure à celle de la zone.

Un écart de croissance temporaire entre la Belgique et la zone euro n'est pas exceptionnel. Compte tenu de l'ouverture de l'économie et de l'importance des produits semi-finis dans la production industrielle, la Belgique présente une plus grande sensibilité aux variations cycliques que la zone euro. Ainsi, en période de reprise économique, la croissance de la Belgique est généralement supérieure à celle de la zone, et, en cas de ralentissement, l'activité économique s'affaiblit plus fortement en Belgique. L'écart positif de croissance, qui persiste depuis près de trois ans, est dès lors remarquable, puisqu'il s'est maintenu de manière durable à travers les fluctuations de l'activité. Ainsi qu'on le développe plus en détail dans l'encadré 6, il semble, par conséquent, attribuable non seulement à des éléments cycliques, mais aussi à des facteurs plus fondamentaux.

GRAPHIQUE 25 PIB EN BELGIQUE ET DANS LA ZONE EURO

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



Sources : CE, ICN, BNB.

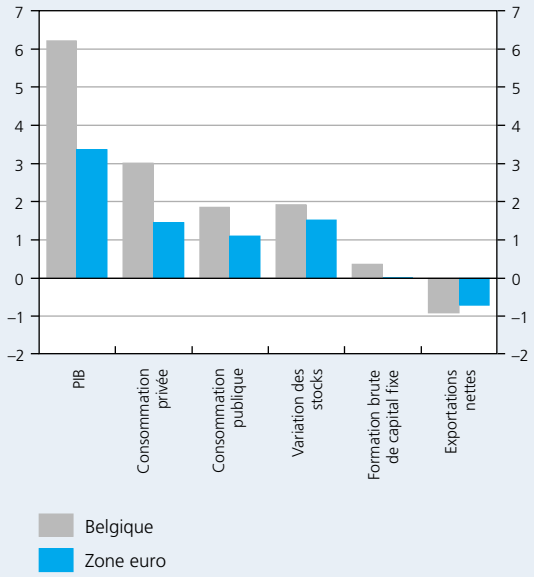
Encadré 6 – Évolution récente de la croissance en Belgique et dans la zone euro

Du début de l'année 2002 au troisième trimestre de 2004, la croissance du PIB s'est élevée à 6,2 p.c. en Belgique, alors qu'elle n'a été que de 3,4 p.c. dans la zone euro. La décomposition du différentiel de croissance suivant les différentes catégories de dépenses montre que celui-ci est principalement imputable à la demande intérieure, plus dynamique en Belgique que dans la zone. En effet, bien que la hausse des exportations ait été supérieure à celle observée pour l'ensemble de l'union monétaire, en particulier à la fin de la période considérée, les importations se sont accrues à un rythme un peu plus élevé encore, soutenues aussi par la progression plus rapide de la demande intérieure. Au total, la contribution des exportations nettes à la croissance a été légèrement plus négative en Belgique, atteignant –0,9 point de pourcentage contre –0,7 point dans la zone euro.

Parmi les composantes de la demande intérieure, la consommation privée explique plus de la moitié de l'écart de croissance observé avec la zone euro, à hauteur de 1,6 point. La contribution de la consommation publique à la croissance du PIB a également été plus élevée en Belgique, de 0,7 point. La variation des stocks a concouru pour 0,4 point à la différence de croissance, tout comme la formation brute de capital fixe qui, sur l'ensemble de la période, a très faiblement progressé en Belgique, alors qu'elle demeurait stable dans la zone.

CROISSANCE ÉCONOMIQUE ET CONTRIBUTION DES PRINCIPALES CATÉGORIES DE DÉPENSES EN BELGIQUE ET DANS LA ZONE EURO DU DÉBUT DE 2002 AU TROISIÈME TRIMESTRE DE 2004

(données à prix constants corrigées des variations saisonnières et des effets de calendrier, contribution à la variation du PIB, points de pourcentage)



Sources : CE, ICN, BNB.

La vigueur de la consommation privée semble essentiellement due à la diminution du taux d'épargne des ménages, qui a fléchi de 2,1 points de pourcentage en Belgique au cours des trois dernières années, alors qu'il s'est pratiquement stabilisé dans la zone euro. Pour sa part, l'accroissement du revenu disponible des particuliers a été faible, en Belgique comme en moyenne dans la zone, en raison d'une hausse modérée des rémunérations des salariés consécutive au niveau peu élevé des créations nettes d'emplois. Les évolutions observées au sein de l'union monétaire ont toutefois été diverses. Aux Pays-Bas et en Allemagne, la consommation privée a été faible et s'est accompagnée d'un relèvement du taux d'épargne. Seule la France, qui a, elle aussi, affiché une croissance soutenue de la consommation privée, a également vu le taux d'épargne des particuliers baisser, mais dans une moindre mesure que la Belgique. Même s'il a presque constamment reculé depuis 1994, le taux d'épargne des ménages en Belgique demeure cependant nettement supérieur à celui observé dans les pays voisins et la zone euro.

Dans une perspective intertemporelle, les ménages se constituent un certain stock de richesse pendant leur vie active pour financer leur consommation ultérieure, une baisse de leur taux d'épargne pouvant s'expliquer soit par une réévaluation permanente à la hausse de la valeur du patrimoine accumulé, soit par des perspectives plus favorables pour les revenus futurs. Dans un cas comme dans l'autre, le même niveau de richesse peut finalement être atteint en réduisant l'épargne courante. Une montée des anticipations de revenus peut résulter, par exemple, d'une amélioration de l'emploi, susceptible d'atténuer les incertitudes liées aux revenus du travail, ou d'une consolidation perçue comme durable des finances publiques, laissant présager une diminution de la pression fiscale ou garantissant les transferts futurs, par exemple au titre des pensions.

CONSOMMATION, REVENU DISPONIBLE ET TAUX D'ÉPARGNE DES PARTICULIERS

(pourcentages de variation annuelle, moyenne sur la période 2002-2004, sauf mention contraire)

	Belgique	Zone euro	Allemagne	France	Pays-Bas
Revenu disponible nominal	2,5	2,9	1,1	3,2	2,2
Rémunérations des salariés	3,2	2,9	0,6	2,8	3,2
Revenus non salariaux (1)	0,1	1,5	–0,2	2,3	0,4
Transferts courants nets versés	0,9	–0,3	–4,3	0,2	4,1
dont : Impôts directs	2,0	1,1	–2,0	2,1	4,0
Revenu disponible réel	0,6	0,9	–0,2	1,5	0,1
Consommation privée réelle	1,5	1,0	–0,5	1,9	0,1
Taux d'épargne (2) (3)	–2,1	0,1	0,9	–1,3	1,2
p.m. Taux d'épargne moyen (2) (4)	*15,4*	*10,6*	*10,8*	*11,1*	*10,3*
p.m. Dette publique consolidée (5)	*–12,4*	*1,7*	*6,5*	*8,4*	*2,8*

Sources : CE, OCDE, ICN, BNB.

(1) Ces revenus comprennent l'excédent brut d'exploitation, le revenu mixte brut et les revenus de la propriété mobilière.

(2) Conformément au SEC 95, l'épargne est calculée comme le revenu disponible majoré de la variation nette des droits sur les fonds de pension et diminué de la consommation privée. La hausse (baisse) nette des droits précités peut éventuellement conduire à une augmentation (diminution) du taux d'épargne, même lorsque la variation de la consommation est supérieure (inférieure) à celle du revenu disponible. En moyenne, la variation de ces droits a atteint 8,8 p.c. du revenu disponible aux Pays-Bas, contre 1,4 p.c. en Belgique.

(3) Pourcentages du revenu disponible, différence entre 2004 et 2001.

(4) Pourcentages du revenu disponible.

(5) Pourcentages du PIB, différence entre 2004 et 2001.

Parmi les facteurs cités susceptibles de provoquer un accroissement du revenu intertemporel, c'est surtout le dernier facteur qui, au cours des dernières années, a évolué beaucoup plus favorablement en Belgique que dans la zone euro. Contrairement à la plupart des États membres, la Belgique a pu maintenir ses finances publiques en relatif équilibre et assurer la poursuite de la réduction de la dette publique. Quant au marché du travail, il y a globalement présenté la même évolution qu'ailleurs.

Il apparaît donc que la vitalité de la consommation privée par rapport à la zone euro et, plus généralement, la vigueur de la croissance économique sur la période considérée ne sont pas seulement un phénomène purement cyclique, mais peuvent aussi, en partie, s'expliquer par des tendances structurelles, comme la diminution du taux d'épargne des particuliers. Ce mouvement pourrait aussi avoir été renforcé par la mise en œuvre de la réforme de l'impôt des personnes physiques au début de la décennie ou des changements relatifs à la fiscalité de l'épargne – par exemple, la réforme du régime des donations en Flandre, la déclaration libératoire unique ou la perspective de l'entrée en vigueur de la directive européenne sur la fiscalité de l'épargne –, encore que des facteurs du même ordre aient joué dans d'autres pays européens.

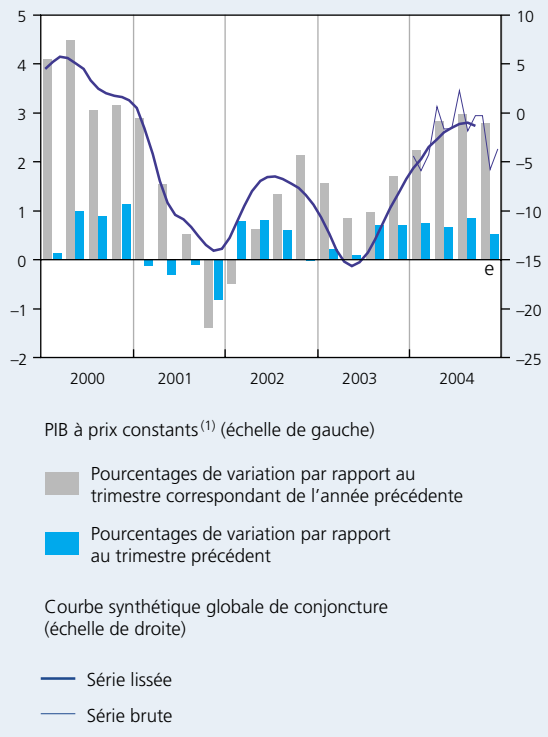
La persistance à long terme d'un écart de croissance entre la Belgique et la zone euro est toutefois peu probable si cet écart ne se fonde pas sur une croissance potentielle plus élevée, que permettraient par exemple des politiques visant à une mobilisation plus importante de l'offre de travail, à promouvoir l'innovation et la recherche et développement ou à accroître la qualité des facteurs de production, notamment par des efforts en matière d'éducation et de formation.

3.2 Évolution de l'activité

Au terme de trois années successives de faible expansion de l'activité en Belgique, la croissance s'est accélérée en 2004, pour atteindre 2,7 p.c. Pour la première fois depuis 2000, elle a ainsi été supérieure au rythme de croissance potentiel de l'économie qui, comme le montre l'encadré 7, serait de l'ordre de 2 p.c. La reprise de l'activité économique avait déjà débuté au troisième trimestre de 2003 et le PIB a progressé de manière ininterrompue, et à un rythme stable de 0,7 à 0,8 p.c. par trimestre, jusqu'au troisième trimestre de 2004.

La phase de redressement conjoncturel est également attestée par l'évolution de la confiance des chefs d'entreprise, mesurée par l'indicateur synthétique global de conjoncture de la Banque, qui a été orienté à la hausse à partir de la mi-2003. Cette tendance a continué de s'accentuer en 2004 et la confiance a dépassé le précédent sommet, atteint en 2002, lorsque le raffermissement de l'activité économique s'était avéré de faible ampleur et de courte durée. Un aplanissement progressif de la courbe est toutefois intervenu dans le courant de 2004, à un niveau relativement élevé. En novembre et décembre, les résultats de la courbe brute se sont néanmoins établis en retrait de ce niveau.

GRAPHIQUE 26 PIB ET INDICATEUR DE CONJONCTURE
(données corrigées des variations saisonnières)



Sources : ICN, BNB.
(1) Données corrigées des effets de calendrier.

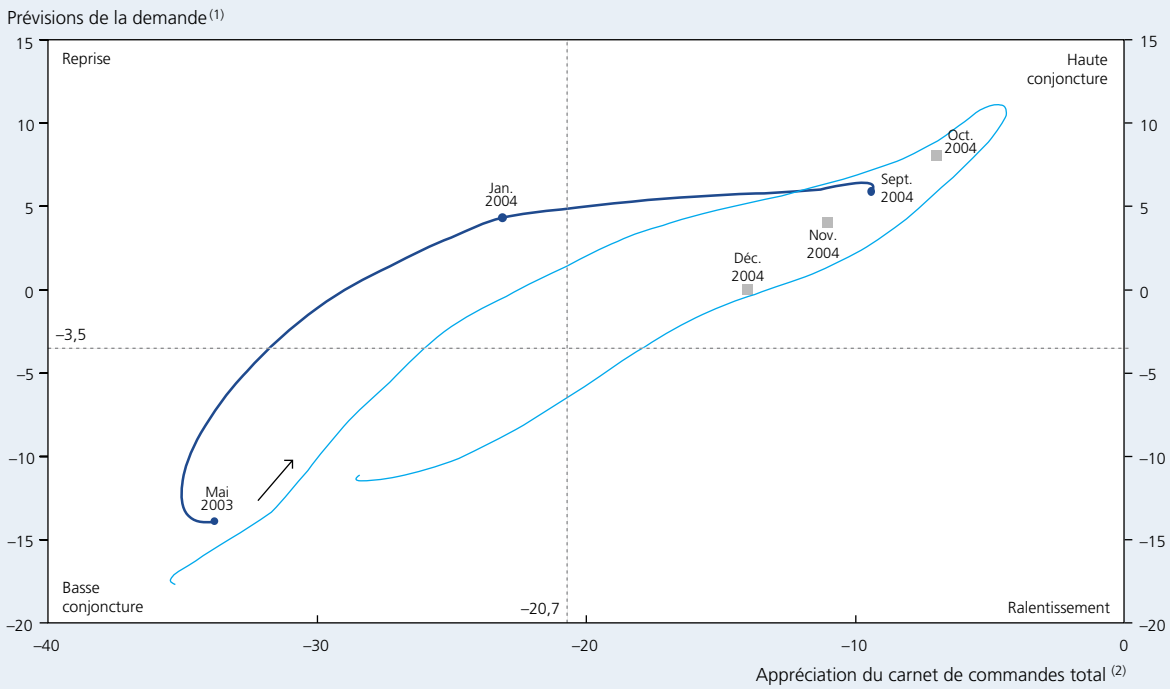
Le cycle conjoncturel peut être schématiquement divisé en quatre phases successives. À partir du point bas de la conjoncture, on peut généralement s'attendre à ce que les périodes de redressement se caractérisent dans un premier temps par une amélioration des perspectives d'évolution de la demande. La concrétisation de celles-ci par un renforcement de la demande effective mène après un certain temps à une phase de haute conjoncture. À l'inverse, un ralentissement s'annonce par une détérioration des perspectives qui débouche, à terme, lorsque la demande effective s'affaiblit progressivement, sur une période de basse conjoncture.

Cette succession peut être illustrée à l'aide de deux indicateurs partiels tirés des enquêtes mensuelles de conjoncture menées par la Banque dans l'industrie manufacturière, à savoir ceux portant sur les perspectives d'évolution de la demande, d'une part, et sur l'appréciation du carnet de commandes total, d'autre part. Le premier donne des indications sur l'évolution des anticipations, le second sur la demande effective. L'analyse statistique montre que ces indicateurs présentent tous deux des profils d'évolution comparables à celui de la conjoncture, mais que le premier anticipe l'activité économique de trois mois, alors que les mouvements du second et de l'activité économique sont coïncidents.

Selon ces indicateurs, il apparaît que le cycle conjoncturel actuel a atteint sa maturité dans le courant de 2004. Après le creux conjoncturel de mai 2003, la rapide élévation de la courbe indique que les perspectives d'évolution de la demande s'étaient améliorées, sous l'effet de la demande intérieure soutenue et de l'atténuation progressive de la tendance à l'appréciation de l'euro, alors que la demande effective s'était initialement encore quelque peu contractée. Par la suite, les deux indicateurs ont vivement augmenté, essentiellement grâce au rétablissement notable de la demande extérieure, et le cycle est entré dans une phase de redressement qui a progressivement débouché pendant l'année en cours sur une phase de haute conjoncture. Toutefois, par rapport aux cycles précédents, cette phase se caractérise apparemment par une forte progression de la demande effective, alors que les perspectives d'évolution de la demande n'ont plus guère progressé après le premier trimestre de 2004. La hausse des cours du pétrole a sans doute fait naître des craintes quant à la continuation de la reprise, mais la fermeté de la demande extérieure, elle-même en partie à l'origine du niveau élevé des prix pétroliers, a continué à soutenir l'évolution de la demande effective. Les perspectives

GRAPHIQUE 27 INDICATEURS PARTIELS RELATIFS À LA SITUATION CONJONCTURELLE DANS L'INDUSTRIE MANUFACTURIÈRE

(données corrigées des variations saisonnières)



Source : BNB.

(1) Indicateur reflétant les perspectives d'évolution de la demande. Un déplacement vers le haut indique une amélioration des perspectives.

(2) Indicateur reflétant la demande effective. Un déplacement vers la droite indique une amélioration de la demande.

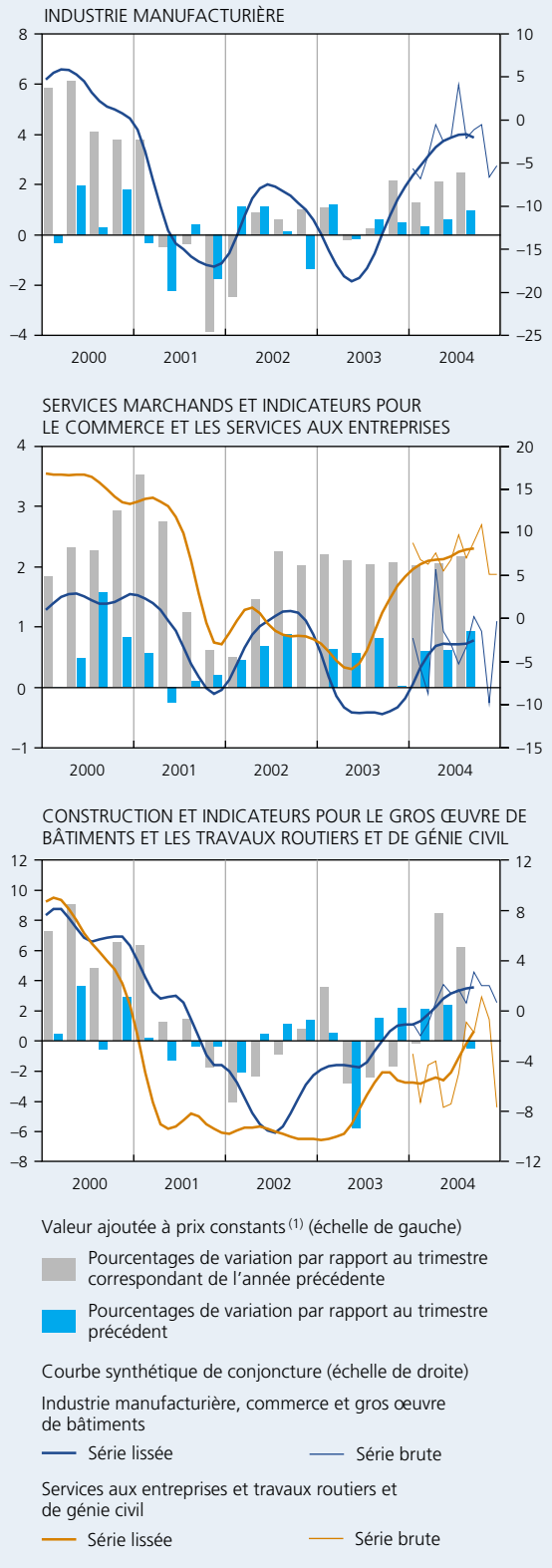
d'évolution de la demande comme la demande effective se sont toutes deux repliées de manière significative en fin d'année. Outre la persistance du niveau élevé des cours des produits pétroliers, ce mouvement semble s'expliquer principalement par l'appréciation de l'euro, susceptible d'exercer une incidence néfaste sur la demande d'exportations.

Le redressement de l'activité économique a essentiellement été porté par l'expansion dans l'industrie manufacturière. Ainsi, après avoir globalement stagné pendant un an jusqu'à la mi-2003, la valeur ajoutée de cette branche a renoué avec la croissance au second semestre de 2003, et la reprise s'est poursuivie en 2004. Au cours des trois premiers trimestres de 2004, l'activité a progressé de 2 p.c. par rapport à la période correspondante de l'année précédente. Dans l'industrie manufacturière, les trois sous-branches qui ont affiché les meilleures performances, soit le raffinage de produits pétroliers, la fabrication de machines et la production de minéraux non métalliques, à savoir les matériaux de construction, ont fourni une contribution totale de 1,7 point de pourcentage à la croissance de l'industrie manufacturière au cours des neuf premiers mois de 2004.

Pour leur part, les services marchands ont crû de 2,1 p.c. au cours des trois premiers trimestres de 2004, soit un rythme comparable à celui observé en 2003. Même si les services marchands ont encore fourni la contribution principale à la croissance du PIB, à hauteur de 1 point de pourcentage, l'évolution de l'activité dans cette branche s'est révélée inhabituellement déconnectée du cycle

GRAPHIQUE 28 VALEUR AJOUTÉE DANS LES PRINCIPALES BRANCHES D'ACTIVITÉ ET INDICATEUR DE CONJONCTURE

(données corrigées des variations saisonnières)



Sources : ICN, BNB.
(1) Données corrigées des effets de calendrier.

conjoncturel global au cours des trois dernières années. En effet, après le repli généralisé de 2001 et en dépit du faible niveau de la confiance, les services avaient rapidement atteint un rythme de croissance robuste, alors que l'expansion du PIB était restée encore faible jusqu'au milieu de 2003. Au contraire, à partir de ce moment, leur progression est demeurée en moyenne quelque peu en deçà du rythme habituel pendant une période de redressement de l'activité économique. Le commerce et l'Horeca ont toutefois constitué une exception, présentant en 2004 une accélération en ligne avec le redressement de la confiance. La croissance s'y est élevée à respectivement 0,8 et 1,7 p.c. à un an d'écart au troisième trimestre de 2004, après avoir affiché un retard par rapport aux autres services en 2003.

Dans la construction, la reprise a coïncidé avec celle du PIB ; elle a été particulièrement marquée au premier semestre de 2004. Sur les trois premiers trimestres de 2004, l'activité de ce secteur, qui compte pour 4,9 p.c. de la valeur ajoutée de l'économie, a progressé de 4,8 p.c. par rapport à la période correspondante de l'année précédente. Ce redressement se marque aussi dans la poursuite de l'amélioration de la confiance pour les activités tant de génie civil que de gros œuvre de bâtiments.

Encadré 7 – Croissance potentielle en Belgique

La croissance potentielle d'une économie peut être définie comme la croissance de la production qui peut être réalisée durablement, compte tenu des disponibilités en facteurs de production – le travail et le capital – et des gains de productivité, sans générer de déséquilibres sur le marché des produits et sur le marché du travail, notamment en termes de pressions inflationnistes. Elle est, par conséquent, compatible avec une inflation stable et une progression contenue des salaires. La croissance potentielle n'étant pas directement mesurable, elle doit faire l'objet d'une estimation. Une des méthodes les plus couramment utilisées, notamment par la CE, se base sur l'utilisation d'une fonction de production dont les déterminants – les facteurs de production (le travail et le capital) et la productivité totale de ces facteurs (PTF) – peuvent être isolés.

Selon la CE, la croissance potentielle serait légèrement supérieure à 2 p.c. en Belgique et n'aurait pas connu de forte variation au cours des vingt dernières années. Elle serait du même ordre de grandeur qu'en moyenne dans l'ensemble des pays de la zone euro. Au sein de celle-ci, certains pays, comme l'Irlande et le Luxembourg, se singularisent toutefois par une croissance potentielle beaucoup plus élevée, tandis que d'autres, tels l'Italie et, plus récemment, l'Allemagne, se distinguent par une croissance potentielle plus basse.

En Belgique, le facteur travail a contribué, en moyenne depuis 1985, à raison de 0,3 point de pourcentage à la croissance. Cette contribution a toutefois eu tendance a légèrement s'accroître au fil des années, pour se chiffrer à 0,5 point au cours de la période 2000-2004. Trois éléments ont contribué à cette accélération. La population en âge de travailler a progressé un peu plus rapidement durant les dernières années. La hausse du taux d'activité, soit la part de cette population disponible sur le marché du travail – qui est inférieure en Belgique à la moyenne européenne –, s'est elle aussi quelque peu accentuée depuis le milieu des années nonante. Enfin, l'évolution du taux de chômage structurel, c'est-à-dire le taux de chômage en deçà duquel des tensions inflationnistes sur le marché du travail sont susceptibles d'apparaître, a été, dans une mesure limitée, orientée à la baisse.

DÉTERMINANTS DE LA CROISSANCE POTENTIELLE EN BELGIQUE

(moyennes annuelles; points de pourcentage, sauf mention contraire)

	1985-2004	Sous-période		
		1985-1994	1995-1999	2000-2004
Croissance potentielle (1)	2,1	2,1	2,1	2,1
p.m. Zone euro	*2,2*	*2,3*	*2,1*	*2,0*
Contribution à la croissance potentielle :				
Stock de main-d'œuvre (2)	0,3	0,2	0,4	0,5
Stock de capital (3)	0,7	0,8	0,7	0,6
Productivité totale des facteurs (4)	1,0	1,1	0,9	1,0

Source : CE.

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

(2) Le stock de main-d'œuvre potentiel est évalué en tenant compte de la population en âge de travailler, d'un taux d'activité lissé au moyen de la méthode de filtrage dite de Hodrick-Prescott et d'un taux de chômage structurel, aussi appelé taux de chômage non inflationniste (NAIRU).

(3) Le stock de capital potentiel est supposé correspondre au stock de capital effectif.

(4) La productivité totale des facteurs est évaluée par solde, au départ d'une fonction de production de type Cobb-Douglas. Elle mesure non seulement l'efficience de l'organisation des procédés de production, mais aussi l'incidence, en termes de productivité, d'autres éléments comme la qualité des facteurs de production utilisés, qui n'est pas intégrée dans la mesure du stock de main-d'œuvre et de capital. De manière à en dégager l'évolution tendancielle, la productivité totale des facteurs fait l'objet d'un lissage au moyen de la méthode de filtrage dite de Hodrick-Prescott.

La contribution de l'accroissement du stock de capital à la croissance a été relativement stable au fil du temps. Elle s'est toutefois quelque peu infléchie à partir de 2001, sous l'effet du ralentissement de la formation brute de capital fixe.

La contribution de la PTF ne s'est, quant à elle, guère modifiée. La PTF constitue un indicateur de l'efficacité avec laquelle les facteurs de production sont conjointement utilisés. À ce titre, elle reflète un ensemble d'éléments tels que l'efficience de l'organisation des procédés de production ou la qualité des facteurs de production mis en œuvre. Cette dernière peut être influencée, par exemple, par le niveau de qualification des travailleurs ou le degré de technologie et l'âge moyen du stock de capital.

3.3 Catégories de dépenses et secteurs intérieurs

Contrairement à l'année précédente, où les entreprises avaient réduit le niveau de leurs investissements et où les exportations n'avaient que faiblement haussé, la consolidation de la croissance du PIB en 2004 et l'accélération des importations, qui l'a accompagnée, se sont assises de manière équilibrée sur l'ensemble des secteurs. Chacune des catégories de demande a progressé en termes réels à un rythme comparable ou supérieur à celui de 2003, à l'exception des dépenses en logements.

TABLEAU 15 PIB ET PRINCIPALES CATÉGORIES DE DÉPENSES, AUX PRIX DE 2000

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

	2000	2001	2002 (2)	2003	2004 e
Dépenses de consommation finale des particuliers	3,4	0,7	0,3	2,2	2,1
Dépenses de consommation finale des administrations publiques	2,3	2,7	2,3	2,7	3,4
Formation brute de capital fixe	3,4	0,6	–3,4	–0,6	1,5
Logements	1,0	–3,4	–3,3	2,6	1,5
Entreprises	4,4	3,6	–3,8	–1,9	1,5
p.m. Hors achats de bâtiments publics	*4,4*	*2,7*	*–3,5*	*–1,9*	*0,9*
Administrations publiques	1,9	–11,4	–0,6	1,0	0,8
p.m. Hors ventes de bâtiments publics	*1,9*	*–4,7*	*–3,3*	*1,0*	*5,8*
p.m. Total des dépenses intérieures finales	*3,2*	*1,1*	*–0,1*	*1,7*	*2,3*
Variation des stocks (1)	0,5	–0,9	0,7	–0,1	0,8
Exportations de biens et services	8,2	1,8	1,3	1,7	6,0
Importations de biens et services	8,3	1,0	1,0	2,1	6,5
p.m. Exportations nettes de biens et services (1)	*0,2*	*0,6*	*0,3*	*–0,3*	*–0,3*
PIB	3,7	0,9	0,9	1,3	2,7

Sources : ICN, BNB.

(1) Contribution à la variation du PIB.

(2) Ces données sont influencées par la reclassification des entreprises publiques de radiotélévision du secteur des sociétés non financières dans celui des administrations publiques. Abstraction faite de cette opération, les dépenses de consommation finale des particuliers auraient varié de 0,8 p.c. en 2002, celles des administrations publiques de 1,7 p.c., la formation brute de capital fixe des entreprises et des administrations publiques respectivement de –3,7 et –1,5 p.c., les dépenses intérieures finales de 0,1 p.c. et le PIB de 1 p.c.

Particuliers

La consommation privée a augmenté de 2,1 p.c. en volume, une variation comparable à celle de 2003. De même qu'alors, les particuliers ont de la sorte accru leurs dépenses de consommation sensiblement au-delà des gains de pouvoir d'achat dont ils ont été les bénéficiaires.

L'accroissement du revenu disponible réel des particuliers est, en effet, resté limité à 0,7 p.c. en 2004, après une hausse de 1,1 p.c. Cette stabilité relative du taux de variation masque une progression un peu plus prononcée de leur revenu primaire au cours de l'année sous revue, qui a été contrecarrée par une contribution un peu moins favorable des transferts courants nets qu'ils consentent à d'autres secteurs de l'économie.

L'accélération susvisée du revenu primaire des particuliers, de 1,7 à 2,6 p.c. en termes nominaux, a résulté de l'évolution favorable des différentes catégories de revenus. La masse salariale a bénéficié d'une croissance encore modérée, mais néanmoins légèrement supérieure à celle de l'année précédente, tant de l'emploi salarié que de la rémunération par personne. Soutenu par la reprise de l'activité économique, le revenu des indépendants, englobé avec les loyers sous la rubrique « excédent brut d'exploitation et revenu mixte brut », s'est accru de 3,5 p.c., soit la progression la plus importante des dix dernières années. Ce sont principalement les revenus des commerçants et des professions libérales du secteur de la santé qui ont augmenté, sous l'effet, d'une part, de la croissance de la consommation privée, d'autre part, du gonflement des dépenses publiques de santé. Par contre, les revenus nets de la propriété mobilière se sont inscrits en recul en 2004, quoique de manière moins marquée qu'en 2003, en raison principalement de la baisse généralisée des taux d'intérêt. En outre, la forte expansion du volume des crédits hypothécaires a alourdi la charge des paiements d'intérêts. En revanche, les sociétés ont effectué des versements de dividendes plus importants au profit des particuliers.

L'augmentation des revenus primaires perçus par les ménages a de nouveau été renforcée par l'évolution des transferts courants nets en 2004, mais dans une proportion moindre qu'en 2003. D'une part, l'accroissement des transferts reçus a légèrement reculé par rapport à

TABLEAU 16 REVENU DISPONIBLE BRUT DES PARTICULIERS, À PRIX COURANTS

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

	2000	2001	2002	2003	2004 e	*p.m. 2004 e, milliards d'euros*
Revenu primaire brut	4,9	5,2	2,3	1,7	2,6	*215,8*
Rémunérations des salariés	4,4	5,7	3,5	2,6	3,5	*150,8*
Emploi	2,5	1,9	–0,3	0,1	0,8	
Rémunération par personne	2,0	3,6	3,8	2,5	2,7	
Excédent brut d'exploitation et revenu mixte brut	3,5	2,5	0,3	2,8	3,3	*42,3*
Revenu de la propriété mobilière (1)	9,9	7,2	–0,6	–5,3	–3,9	*22,7*
Transferts courants (1)	7,1	5,4	4,5	–3,2	1,4	*–39,2*
Transferts courants reçus	2,6	5,6	4,7	3,7	3,4	*62,4*
Transferts courants versés	4,4	5,5	4,6	0,9	2,6	*101,7*
Revenu disponible brut	4,4	5,2	1,8	2,9	2,9	*176,5*
p.m. À prix constants (2)	*2,0*	*2,7*	*0,1*	*1,1*	*0,7*	*162,8*
Dépenses de consommation finale	5,9	3,1	2,0	4,0	4,6	*153,5*
Taux d'épargne (3)	14,4	16,3	16,6	15,5	14,2	

Sources : ICN, BNB.

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

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

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

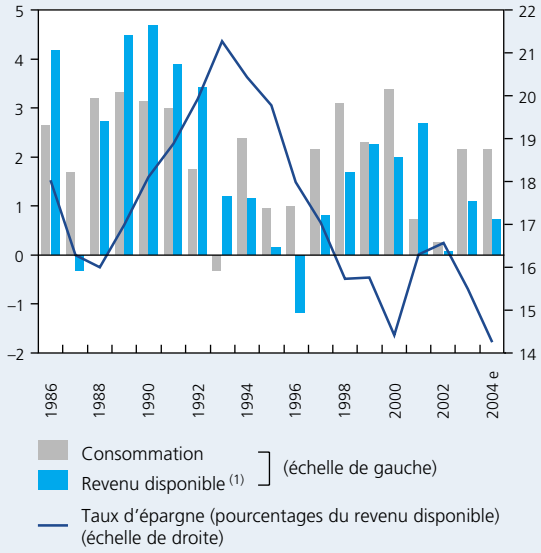
l'année précédente, de 3,7 à 3,4 p.c. D'autre part, les transferts versés par les particuliers ont augmenté de 2,6 p.c., contre un accroissement limité à 0,9 p.c. en 2003. Cette accélération a principalement été soutenue par la progression des revenus des salariés et des indépendants. En outre, la réforme fiscale lancée en 2001, combinée à la suppression progressive à partir de 2000 de la cotisation complémentaire de crise, s'est traduite par un allégement équivalant à 0,3 p.c. du revenu disponible en 2004, contre 0,6 p.c. en 2003. Au total, de 2000 à 2004, les réductions d'impôts directs mises en œuvre dans ce cadre ont représenté 1,5 p.c. du revenu disponible, et des effets supplémentaires se produiront encore dans les trois prochaines années, via les enrôlements. Ces mesures de baisse de la pression fiscale directe soutiennent, toutes autres choses restant égales, la consommation privée, par leur effet sur le revenu disponible. De surcroît, comme elles ont été prises sans remise en question de la trajectoire de consolidation des finances publiques, elles ont probablement contribué aussi à la reprise de la diminution observée depuis 1994 du taux d'épargne.

Après une hausse temporaire, principalement en 2001 lorsque le degré d'incertitude avait fortement augmenté en raison notamment de la chute des cours boursiers et de la situation difficile sur le marché du travail, le taux d'épargne des ménages a baissé de plus de 1 point de pourcentage aussi bien en 2003 qu'en 2004.

Le recul du taux d'épargne est intervenu alors que le sentiment de confiance des consommateurs est demeuré négativement influencé par le contexte difficile du marché du travail. En revanche, ainsi qu'il ressort des réponses à l'enquête auprès des consommateurs, la disposition des ménages à réaliser des achats importants s'est renforcée, en dépit de la hausse modérée de leur revenu disponible. Alors que dans les années nonante, cet indicateur avait présenté une évolution comparable en Belgique et dans la zone euro, il s'est replié plus rapidement et plus fortement dans cette dernière entre 2000 et 2002. Par la suite, il a suivi à nouveau en Belgique une courbe ascendante, tandis qu'il n'a que marginalement augmenté dans la zone euro, ce qui s'est reflété dans l'évolution respective des taux d'épargne. Ainsi que le suggère l'encadré 6, une explication possible réside dans la bonne tenue des finances publiques en Belgique alors que, dans le reste de la zone, la situation a été dans l'ensemble nettement moins positive. Du fait du comportement différent de l'épargne, la progression de la consommation privée en Belgique a été presque deux fois plus rapide au cours des deux dernières années que dans la zone euro.

GRAPHIQUE 29 CONSOMMATION, REVENU DISPONIBLE ET TAUX D'ÉPARGNE DES PARTICULIERS

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



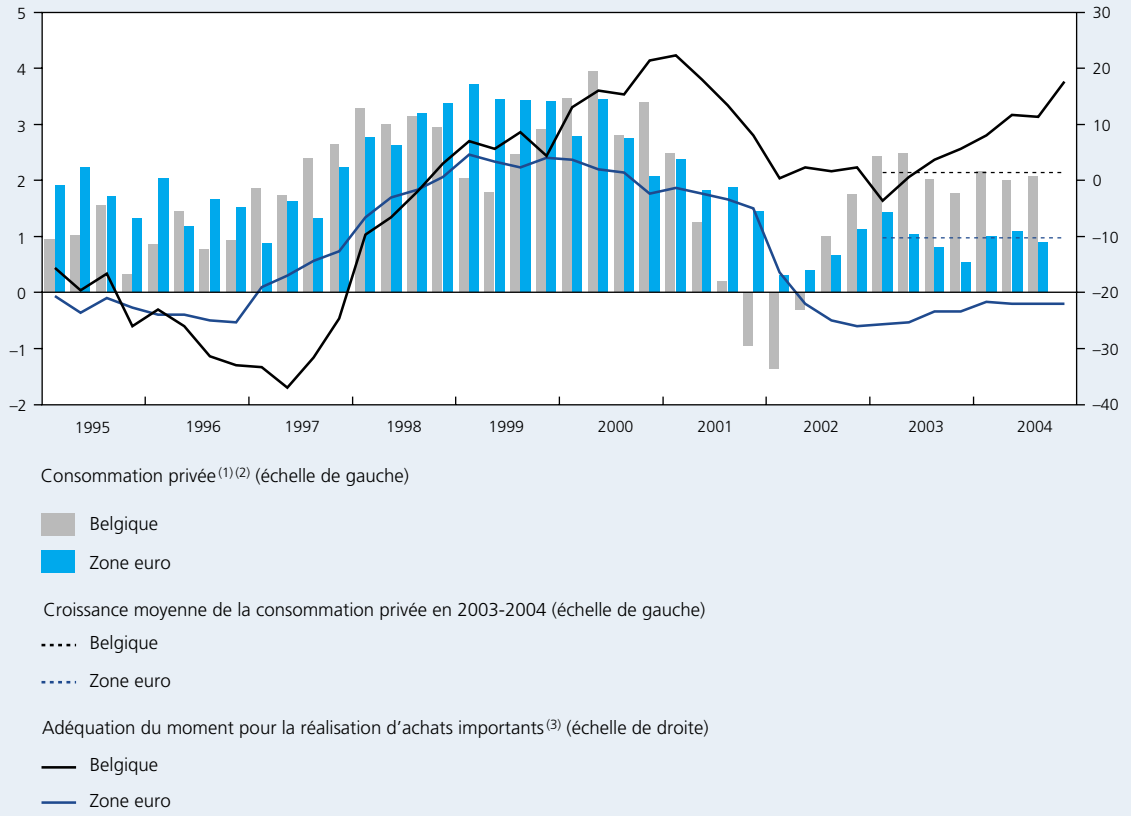
Sources : ICN, BNB.

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

Quant aux investissements en logements des particuliers, après une progression de 2,6 p.c. en 2003, leur taux d'accroissement est revenu à 1,5 p.c., un rythme qui reste toutefois supérieur à l'augmentation du revenu disponible réel. Outre les achats sur le marché secondaire, la nouvelle baisse des taux des crédits hypothécaires en 2004, qui ont atteint leur plus bas niveau depuis le début de 1999, a donc aussi contribué à soutenir la construction ou la rénovation de logements.

GRAPHIQUE 30 CONSOMMATION PRIVÉE ET DISPOSITION DES PARTICULIERS À RÉALISER DES ACHATS IMPORTANTS

(données corrigées des variations saisonnières)



Sources : CE, ICN, BNB.

(1) Pourcentages de variation à prix constants par rapport à la période correspondante de l'année précédente.

(2) Données trimestrielles corrigées des effets de calendrier.

(3) Moyennes trimestrielles du solde des réponses à la question de l'enquête harmonisée mensuelle de la CE sur l'adéquation du moment pour la réalisation d'achats importants. Une augmentation traduit l'optimisme accru du consommateur.

Entreprises

Le raffermissement de l'activité en 2004 a donné lieu à une nette augmentation du résultat opérationnel des entreprises. Outre l'accroissement, déjà évoqué, du revenu des indépendants, cette amélioration résulte d'une hausse de près de 9 p.c. de l'excédent brut d'exploitation des sociétés. Celui-ci avait déjà augmenté de 6 p.c. en 2003, après avoir subi le contrecoup de la faible conjoncture les deux années précédentes.

La progression plus rapide de la rentabilité des sociétés en 2004 a trouvé son origine dans le renforcement du volume des ventes, sous l'impulsion à la fois de la demande intérieure et, de manière plus prononcée encore, des exportations. La marge brute d'exploitation par unité vendue a, quant à elle, crû à un rythme légèrement inférieur à celui de 2003, en raison principalement d'une détérioration des termes de l'échange. Si, après deux années de baisse, tant les coûts à l'importation que les prix à l'exportation ont augmenté en 2004, sous l'effet notamment de la demande internationale soutenue et du renchérissement des cours des matières premières, la hausse a effectivement été plus marquée pour les premiers. En revanche, les coûts salariaux par unité produite sont demeurés stables eu égard aux gains de productivité importants enregistrés en 2004, en raison de la résorption des réserves de main-d'œuvre accumulées précédemment.

L'excédent brut d'exploitation des sociétés est ainsi passé de 18,5 p.c. du PIB en 2003 à 19,2 p.c., retrouvant pratiquement le niveau atteint en 2000. En 2004, les ressources supplémentaires dégagées par l'activité des sociétés ont donné lieu à un accroissement des dividendes versés aux actionnaires, ainsi que des impôts. Pour le surplus, elles

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

	2000	2001	2002	2003	2004 e
Déterminants de l'excédent brut d'exploitation des sociétés (pourcentages de variation par rapport à l'année précédente)					
Excédent brut d'exploitation	8,8	–3,4	1,7	6,0	8,9
Marge brute d'exploitation par unité vendue	2,2	–4,2	0,8	4,1	3,6
Prix de vente unitaire	6,3	1,4	–0,4	0,2	2,7
Sur le marché intérieur (1)	3,0	1,4	0,5	1,8	3,2
À l'exportation	9,6	1,4	–1,1	–1,2	2,2
Coûts par unité vendue	6,9	2,2	–0,6	–0,3	2,5
Biens et services importés	12,0	1,3	–2,1	–1,0	3,1
Coûts d'origine intérieure par unité produite (1) (2)	0,2	3,3	1,5	0,6	1,3
dont : Coûts salariaux unitaires	0,5	5,6	1,7	0,7	0,1
Ventes finales à prix constants	6,5	0,8	0,9	1,9	5,1
Sur le marché intérieur (1)	4,4	0,2	0,3	2,0	3,1
À l'exportation	8,4	1,3	1,5	1,7	6,8
Principales composantes du compte des sociétés (pourcentages du PIB)					
Revenu disponible brut					
Excédent brut d'exploitation (3)	19,3	18,2	18,0	18,5	19,2
Autres composantes du revenu disponible brut (4)	–5,5	–6,3	–5,9	–5,8	–6,2
Utilisations					
Formation brute de capital	13,7	13,0	11,8	11,6	11,8
Transferts en capital (5) (6)	–0,7	–0,3	–0,1	1,5 (7)	–0,4
Solde de financement	0,7	–0,8	0,4	–0,5 (7)	1,6

Sources : ICN, BNB.

(1) Y compris les variations de stocks.

(2) Outre les rémunérations, ce poste reprend les impôts indirects nets des subsides et le revenu mixte brut des ménages. Les administrations publiques ont transféré, en 2003, à la SNCB, une partie de la subvention qui lui était due pour 2004, ce qui a contribué à réduire les coûts d'origine intérieure des sociétés en 2003 et à les augmenter en 2004.

(3) Y compris la valeur négative de l'excédent brut d'exploitation des services d'intermédiation financière indirectement mesurés (SIFIM).

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

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

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

(7) Y compris le transfert en capital de 1,9 p.c. du PIB effectué par Belgacom en contrepartie de la reprise, par les administrations publiques, de ses engagements en matière de retraite.

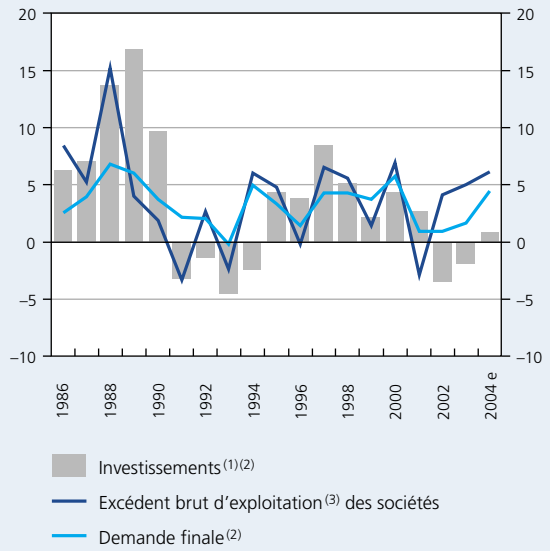
ont été affectées en partie à des investissements. La part de ceux-ci dans le PIB a progressé, de 11,6 p.c. en 2003 à 11,8 p.c. en 2004. La remontée, la première depuis 2000, est toutefois modeste et le niveau des investissements est resté inférieur à celui des années nonante.

Au total, les sociétés dans leur ensemble ont dégagé en 2004 une capacité de financement de 1,6 p.c. du PIB, du même ordre de grandeur que celle de 2003 si l'on fait abstraction du transfert en capital que Belgacom avait alors effectué aux administrations publiques, en contrepartie de la reprise par ces dernières de ses engagements au titre des pensions. De la sorte, elles ont réduit leur endettement net.

Après une baisse cumulée de 5,6 p.c. en 2002 et 2003, la formation brute de capital fixe des entreprises s'est accrue en termes réels de 1,5 p.c. au cours de l'année sous revue. Ce retour à des variations positives a été facilité par des conditions de financement plus favorables encore qu'en 2003. Alors que les taux d'intérêt se sont maintenus à un niveau très bas, le recours au capital à risque est devenu moins onéreux sous l'effet de la remontée des cours boursiers, à partir d'avril 2003. De plus, les sociétés ont disposé de liquidités plus abondantes du fait de la poursuite du redressement de leur rentabilité, entamé en 2002.

GRAPHIQUE 31 INVESTISSEMENTS DES ENTREPRISES ET DÉTERMINANTS

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



Sources : ICN, BNB.

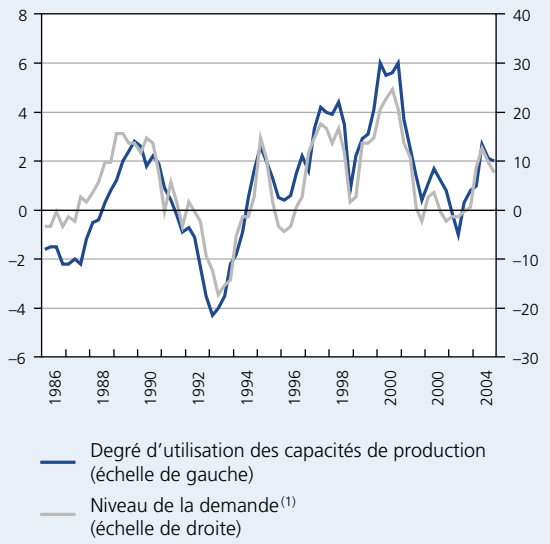
(1) Hors achats de bâtiments publics.
(2) Données corrigées des effets de calendrier.
(3) Données déflatées au moyen du déflateur des investissements des entreprises.

L'explication principale de la reprise, encore timide, des investissements réside toutefois dans le dynamisme retrouvé de la demande finale et la perception par les chefs d'entreprise qu'il s'agissait d'un mouvement durable. Après les ajustements réalisés depuis 2001, notamment pour restaurer la situation bilantaire des sociétés, la nécessité de remplacer les équipements s'est fait sentir de manière accrue, et les marges de capacités de production disponibles se sont réduites. Ainsi, dans l'industrie manufacturière, la proportion des entreprises qui ont invoqué l'insuffisance de la demande comme cause d'une sous-utilisation des capacités a fortement diminué depuis la mi-2003. Le degré d'utilisation des capacités de production a d'ailleurs progressé à partir du même moment.

En dépit de leur redressement récent, les investissements des entreprises s'établissaient encore au troisième trimestre de l'année sous revue à un niveau inférieur à celui atteint lors du creux conjoncturel du quatrième trimestre de 2001. La lenteur relative de la réaction des entreprises, qui d'ordinaire ajustent leur formation de capital avec un retard d'environ trois trimestres en moyenne par rapport au rythme de l'activité, constitue une particularité du dernier cycle conjoncturel. De l'examen plus approfondi de cette question dans l'encadré 8, il ressort, en effet, que la situation récente diffère de celle des ralentissements conjoncturels précédents de 1996 et de 1998, où le rythme des investissements n'avait quasiment pas été affecté. Elle se compare en revanche davantage à celle de 1993. La réponse tardive des sociétés peut avoir été motivée notamment par, outre la persistance de capacités de production excédentaires, le degré relativement élevé de leur endettement, l'ampleur des incertitudes pesant sur les perspectives de croissance ou la réorientation de leurs investissements vers de nouveaux pôles géographiques de croissance.

GRAPHIQUE 32 DEGRÉ D'UTILISATION DES CAPACITÉS DE PRODUCTION ET NIVEAU DE LA DEMANDE DANS L'INDUSTRIE MANUFACTURIÈRE

(données corrigées des variations saisonnières, écarts en point de pourcentage par rapport à la moyenne 1980-2003)



Source : BNB.

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

Encadré 8 – Pourquoi la reprise des investissements des entreprises a-t-elle été aussi tardive dans le cycle actuel ?

Le profil conjoncturel des dépenses d'investissement est principalement régi par la nécessité pour les entreprises d'ajuster leurs capacités de production au niveau de l'activité et aux perspectives en la matière. Les flux d'investissements étant relativement réduits par rapport au stock de capital, les variations de la formation brute de capital fixe sont, en général, plus amples que celles du PIB. Ce phénomène dit d'accélérateur ne s'est toutefois manifesté que de manière tardive après le creux du quatrième trimestre de 2001. Cette spécificité du cycle actuel s'explique avant tout par les hésitations et le caractère initialement modéré de la reprise de l'activité à partir de 2002 et, par conséquent, par l'apparition de capacités de production excédentaires pendant une période relativement longue.

Les tensions exercées par les mouvements de la demande et de l'activité sur les capacités de production peuvent être appréhendées par l'écart entre le rapport du capital à l'output mesuré sur la base du PIB tendanciel et celui mesuré à partir du PIB effectif. Le premier de ces rapports donne, par approximation, la trajectoire de référence pour le stock de capital, compte tenu du niveau tendanciel du PIB. Celui calculé sur la base du PIB effectif présente les divergences de court terme par rapport à cette trajectoire de référence. Ces dernières résultent principalement de la relative inertie du stock de capital comparativement aux variations du volume effectif de production, puisqu'elles sont le plus souvent provoquées et corrigées par les fluctuations conjoncturelles du PIB, même si l'ajustement du stock de capital peut aussi jouer un rôle dans la résorption de ces déséquilibres.

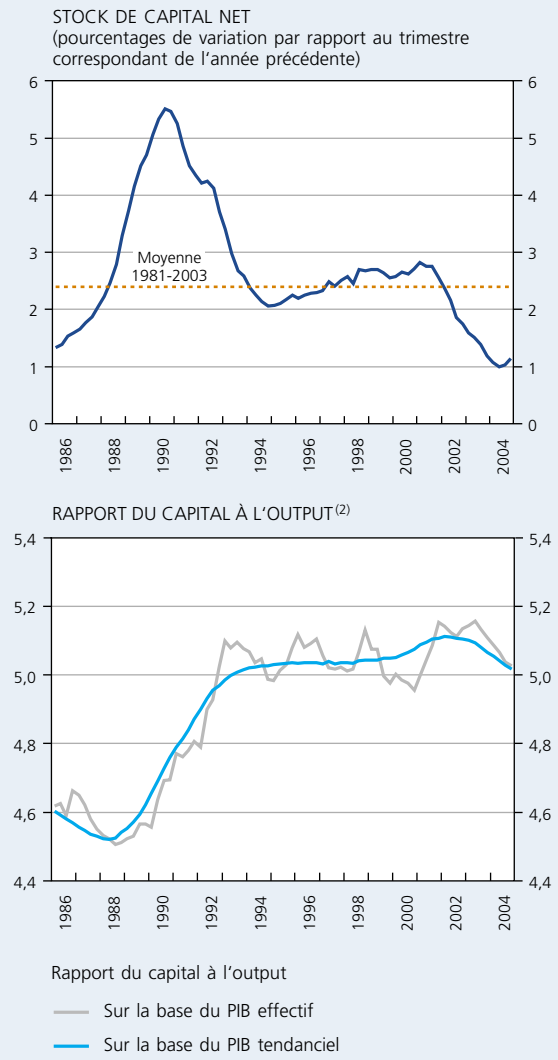
En 1999 et 2000, l'activité économique avait été particulièrement dynamique. Le PIB effectif a augmenté plus rapidement que le PIB potentiel et que le stock net de capital, de sorte que les capacités de production apparaissaient comme insuffisantes à ce moment, en dépit d'une progression soutenue des investissements nets.

En 2001, la demande s'est repliée brutalement, ramenant le PIB vers son niveau tendanciel, voire même au-dessous de celui-ci à partir de 2002. Presque simultanément, les entreprises ont ajusté leur excès de capacité de production en réduisant l'emploi et en diminuant les investissements. Une décélération du taux de croissance du stock de capital net est intervenue cette année-là.

Par la suite, les investissements bruts ont stagné en volume et, étant donné l'accroissement tendanciel des amortissements, la progression du stock de capital net s'est continuellement ralentie. Au deuxième trimestre de 2004, elle était estimée à 1 p.c., soit la croissance la plus faible depuis 1986. Ce comportement des entreprises a permis de limiter l'apparition de capacités de production excédentaires importantes, dans un contexte de faiblesse persistante du PIB. Ce n'est qu'à partir de la mi-2003, lorsque la croissance du PIB effectif s'est raffermie de manière durable, que le rapport du capital à l'output mesuré sur la base du PIB effectif s'est approché de celui mesuré sur la base du PIB tendanciel.

Un tel ajustement du stock de capital net ne se produit pas lors de chaque cycle conjoncturel. Ainsi, les investissements ont accéléré durant les creux conjoncturels de 1996 et de 1998, ceux-ci ayant vraisemblablement été perçus comme temporaires par les entrepreneurs. En revanche, le rythme de progression du stock de capital net a ralenti durant le creux conjoncturel de 1993. Celui-ci se situait toutefois après la phase d'investissements très soutenus qui avait suivi le redressement de la santé financière des entreprises dans les années quatre-vingt et qui avait précédé la mise en œuvre du marché unique en 1992. Lors du ralentissement au début des années nonante, le taux de croissance du stock de capital net est toujours resté supérieur à 2 p.c. et a, dès lors, été bien plus élevé que celui observé tout au long des années 2003 et 2004.

AJUSTEMENT DU STOCK DE CAPITAL DES ENTREPRISES [1]



Sources : ICN, BNB.

(1) Investissements hors achats de bâtiments publics.

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

D'autres facteurs doivent toutefois être aussi invoqués pour comprendre l'ampleur du recul des investissements des entreprises en 2002 et 2003, tels que la persistance d'un degré élevé d'incertitude compte tenu, en particulier, des tensions géopolitiques, du renchérissement du pétrole et de l'appréciation de l'euro, ou encore, l'ajustement nécessaire des bilans des sociétés. En effet, le taux d'endettement des sociétés non financières avait augmenté régulièrement, spécialement après 1995. On ne peut pas exclure non plus que la montée en puissance des économies émergentes, en particulier les nouveaux pays membres de l'UE et la Chine, ait conduit des entreprises à donner la priorité à la réalisation de projets d'investissements dans ces régions, en vue notamment d'assurer leur présence sur des marchés porteurs.

Administrations publiques

Les dépenses de consommation des administrations publiques ont davantage soutenu la croissance que les années précédentes, en augmentant de 3,4 p.c. en 2004, après un accroissement de 2,7 p.c. en 2003. Les achats courants nets de biens et services ont accusé une expansion plus marquée que l'année précédente. Les dépenses de soins de santé ont, quant à elles, de nouveau progressé d'environ 7,5 p.c. en 2004.

À l'instar des autres secteurs intérieurs, les administrations publiques ont accru leur formation brute de capital fixe au cours de l'année sous revue, de 0,8 p.c. contre 1 p.c. l'année précédente. Le rythme de progression des investissements des pouvoirs locaux s'est réduit de moitié, mais le pouvoir fédéral et les communautés et régions, qui avaient peu investi en 2003, ont à nouveau participé à l'expansion des investissements de l'ensemble de ce secteur en 2004. Ces entités ont néanmoins procédé à des ventes de bâtiments pour un montant plus de deux fois plus important qu'en 2003. Abstraction faite de ces ventes, comptabilisées en vertu des conventions comptables comme des désinvestissements de ce secteur, les investissements publics, à prix constants, ont crû de 5,8 p.c. contre 1 p.c. en 2003.

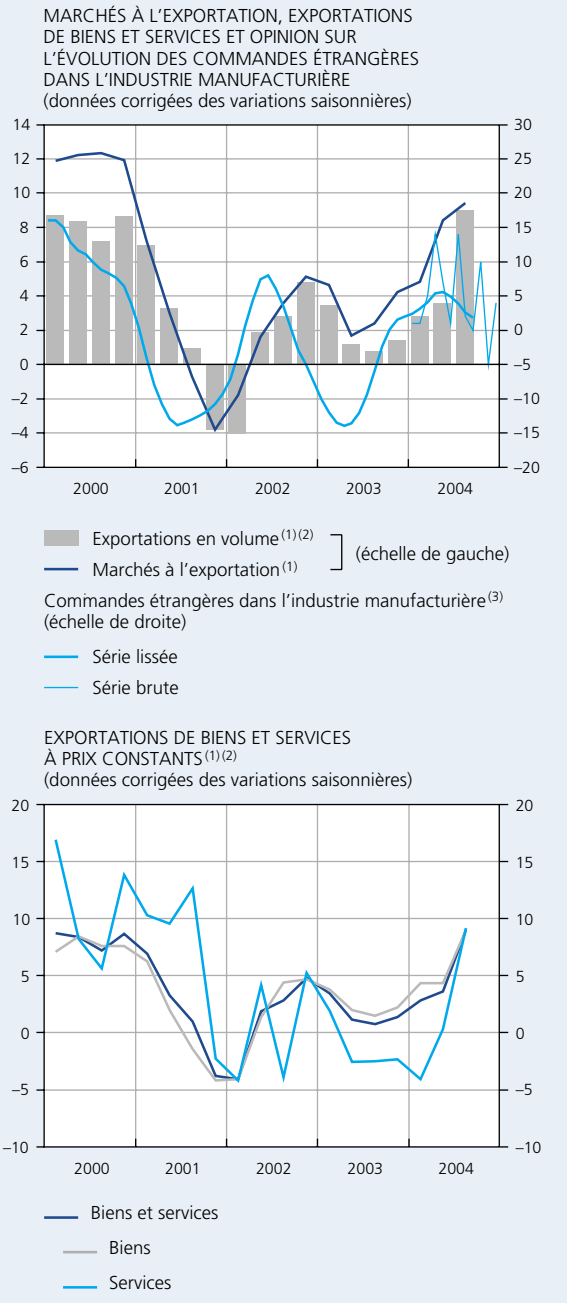
3.4 Échanges extérieurs et opérations courantes de la balance des paiements

Exportations et importations de biens et de services

Soutenues par le dynamisme des échanges commerciaux internationaux, dans un contexte d'expansion vigoureuse de l'activité dans la plupart des économies et de renforcement graduel dans la zone euro, les exportations en volume de biens et services de la Belgique ont augmenté de 6 p.c. en 2004, après une progression de 1,7 p.c. en 2003. La demande extérieure, qui avait été à l'origine du regain de l'activité à la mi-2003, a ainsi de nouveau été un moteur de la croissance pendant l'année sous revue. Selon les indicateurs des enquêtes de conjoncture portant sur l'évolution des commandes étrangères dans l'industrie manufacturière, un ralentissement de cette impulsion aurait toutefois été perçu par les entrepreneurs dans la seconde partie de l'année.

La croissance des exportations de la Belgique est demeurée largement en retrait de la progression du commerce mondial au cours des deux dernières années. S'il est vrai que celle-ci a résulté, pour une part significative, du dynamisme des échanges dans des régions qui, en termes

GRAPHIQUE 33 EXPORTATIONS DE BIENS ET SERVICES ET OPINION SUR L'ÉVOLUTION DES COMMANDES ÉTRANGÈRES DANS L'INDUSTRIE MANUFACTURIÈRE



Sources : OCDE, ICN, BNB.

(1) Pourcentages de variation par rapport à la période correspondante de l'année précédente.

(2) Données corrigées des effets de calendrier.

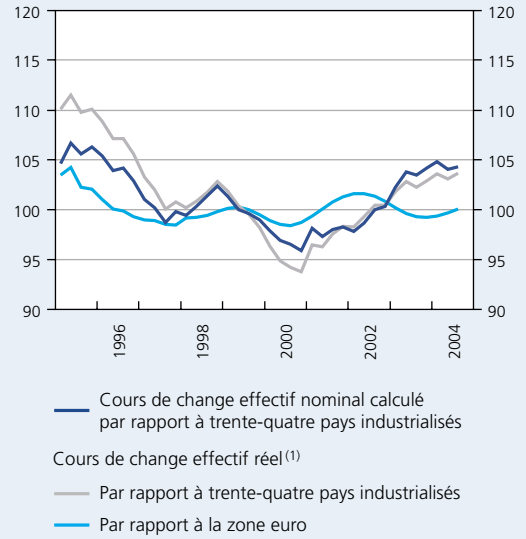
(3) Solde des réponses à la question de l'enquête mensuelle de conjoncture relative à l'évolution des commandes étrangères.

relatifs, ne comptent pas parmi les débouchés les plus importants des exportateurs belges, il apparaît cependant qu'un écart s'est creusé jusqu'à la mi-2004 entre l'évolution des exportations et celles des marchés pertinents pour la Belgique. Cela a d'ailleurs aussi été le cas de la plupart des pays de la zone euro, à l'exception principalement de l'Allemagne selon la CE.

Les pertes de compétitivité, qui ont résulté de l'appréciation importante de l'euro en 2002 et 2003, expliquent au moins pour partie la réaction initialement limitée des exportations face à la vigueur de la demande extérieure. Des indicateurs de compétitivité publiés par la CE, il ressort une détérioration importante de la compétitivité coût de l'UEBL : ainsi, le cours de change effectif réel de l'UEBL calculé sur la base des coûts salariaux unitaires de l'ensemble de l'économie a augmenté de 6,5 p.c. entre 2001 et les neuf premiers mois de 2004 par rapport à un groupe de référence composé de trente-quatre pays industrialisés, ce qui reflète une augmentation plus rapide de ces coûts par rapport à l'évolution moyenne, exprimée en monnaie commune, dans ce groupe de pays. Les indicateurs de même nature établis sur la base d'autres mesures de prix ou de coûts conduisent pour la plupart à des résultats similaires, qui valent d'ailleurs dans les grandes lignes pour l'économie belge, eu égard à son importance par rapport à celle du Luxembourg. Cette détérioration de la position compétitive est cependant intervenue après une amélioration d'une ampleur plus importante entre 1995 et 2000. Elle s'est principalement marquée vis-à-vis des producteurs situés à l'extérieur de la zone euro, reflétant les évolutions de cours de change. En revanche, depuis 1995, les mouvements de compétitivité ont été d'une ampleur limitée par rapport aux partenaires de l'union monétaire.

GRAPHIQUE 34 COURS DE CHANGE EFFECTIFS DE L'UEBL

(indices 1999 = 100)

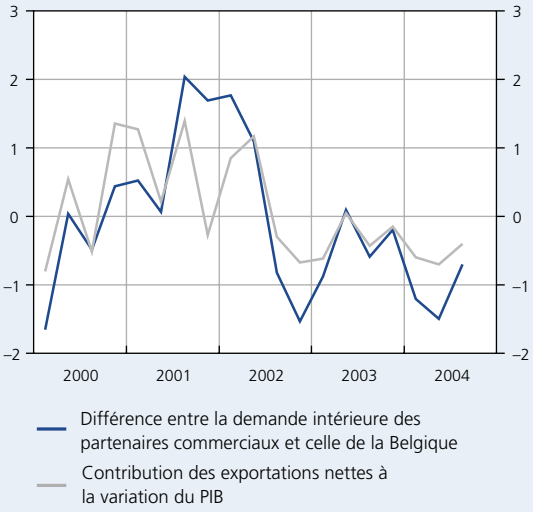


Source : CE.

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

GRAPHIQUE 35 ÉVOLUTION RELATIVE DE LA DEMANDE INTÉRIEURE EN BELGIQUE ET CHEZ LES PARTENAIRES COMMERCIAUX (1) ET CONTRIBUTION DES EXPORTATIONS NETTES DE BIENS ET SERVICES À LA VARIATION DU PIB

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



Sources : CE, ICN, BNB.

(1) Moyenne de la croissance de la demande intérieure chez les principaux partenaires commerciaux, pondérée par leur importance dans les exportations de la Belgique. En 2003, ils représentaient au total 80,2 p.c. des exportations.

L'évolution en volume des exportations a été, par ailleurs, freinée par un recul des services, qui représentent environ un cinquième des échanges extérieurs de la Belgique. Selon les données détaillées de la balance des paiements, ce fléchissement a principalement résulté de la baisse des recettes au titre du transport en 2003, en particulier celles relatives au transport aérien de passagers et au transport maritime de marchandises, qui ont souffert, respectivement, des incertitudes d'ordre géopolitique et de la croissance encore modérée du commerce international de biens. Cette dernière a également pesé sur les revenus de commission et de courtage. Ces diverses recettes ont à nouveau augmenté dès le début de 2004, du fait du regain des échanges commerciaux, mais les recettes de services ont encore été négativement affectées durant le premier semestre par les résultats faibles du négoce international, de même que dans les branches de la construction et des

activités informatiques et de marketing. Un redressement important est toutefois intervenu au troisième trimestre.

En ce qui concerne les biens, de même qu'en 2003, la composition par produit de la demande extérieure semble avoir joué sur l'évolution des exportations de la Belgique plus favorablement que sur l'ensemble de la période 1995-2002 où, comme l'indique l'encadré 9, la vigueur du commerce international avait été principalement soutenue par des produits dans lesquels les exportateurs belges sont peu présents, à savoir les équipements informatiques, électroniques ou de télécommunication. Ainsi, pour les dix premiers mois de 2004, l'expansion de 6,9 p.c. du volume des exportations de biens de la Belgique a reposé principalement sur les produits de la chimie, de la transformation de fer et d'acier et de métaux non ferreux. Les échanges de diamants se sont également fortement accélérés, de 18,9 p.c. pour les exportations et de 17,9 p.c. pour les importations, gonflant les flux bruts des échanges extérieurs. Abstraction faite de ce dernier produit, les exportations de biens ont augmenté de 6,1 p.c. en termes réels sur la même période.

Sous l'impulsion tant des exportations que de la demande intérieure, la croissance des importations de biens et services s'est accélérée à partir du troisième trimestre de 2003. Sur l'ensemble de l'année sous revue, leur augmentation en volume a atteint 6,5 p.c., un taux supérieur à celui des exportations.

La contribution des exportations nettes à la croissance en volume du PIB a, dès lors, de nouveau été négative en 2004, à concurrence comme en 2003 de 0,3 point de pourcentage. Ces résultats tranchent avec l'apport légèrement positif que le commerce extérieur fournit tendanciellement à la croissance en Belgique. Ils reflètent la plus grande fermeté de la demande intérieure en Belgique que chez les principaux partenaires commerciaux, observée

Encadré 9 – Composition par produit des exportations de la Belgique pour la période de 1995 à 2002 (1)

Déterminée par des facteurs structurels et historiques, liés aux mutations progressives du tissu économique, la composition par produit des exportations ne se modifie que de manière graduelle. Elle peut dès lors s'avérer plus ou moins appropriée eu égard à l'évolution de la demande internationale, et est donc susceptible d'affecter les performances à l'exportation, au même titre que la compétitivité prix ou l'orientation géographique des marchés de débouchés.

L'analyse des effets de composition nécessite de disposer de données détaillées par produits (2) pour la Belgique et pour une zone de référence couvrant de manière satisfaisante les marchés. Pour des raisons de disponibilité des données, on se limite dans cet encadré aux importations en volume des partenaires de l'UE15 sur la période de 1995 à 2002. Sur cette base, on examine conjointement les effets de la structure des exportations et du dynamisme relatif de la demande des différents produits. La première dimension est appréhendée en calculant pour chaque catégorie de produits le degré de spécialisation, par différence entre la part de cette catégorie dans les exportations de la Belgique et son poids relatif dans les importations de l'UE15. La vigueur relative de la demande est, quant à elle, approchée par le coefficient de progressivité, qui correspond à la différence entre la croissance des importations de cette catégorie dans l'UE15 et celle de l'ensemble des importations de cette zone. Une catégorie de produits est qualifiée de progressive (régressive) si ses importations croissent plus (moins) rapidement que la totalité des importations.

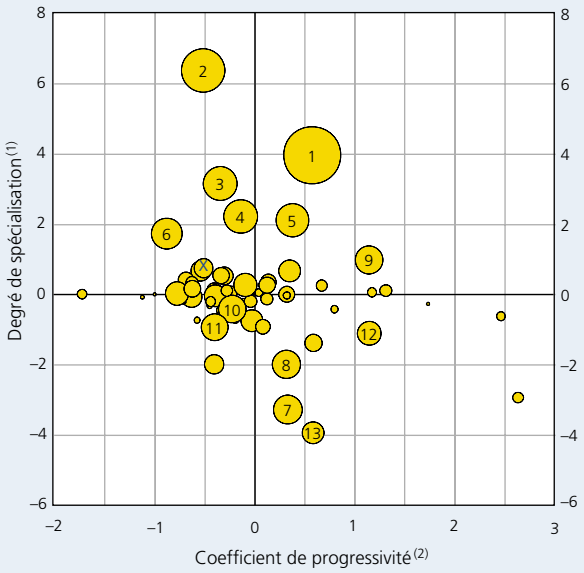
En combinant les critères de spécialisation et de progressivité, il est possible de répartir les catégories de produits en quatre classes, et ainsi de déterminer si celles-ci ont exercé un effet positif ou négatif sur l'évolution du commerce extérieur. La structure par produit d'un pays est favorable quand, en comparaison avec la zone de référence, ses exportations sont spécialisées dans les catégories progressives et ne sont pas spécialisées dans les catégories régressives. Dans les cas inverses, elle est défavorable. Pour la Belgique, il ressort :

(1) Pour une information plus détaillée sur cette question, voir *Caractéristiques et évolution du commerce extérieur de la Belgique*, Melyn W. (2004), Revue économique, BNB, 3e trimestre, pp. 7-28.

(2) La répartition en catégories de produits repose sur la classification type pour le commerce international (CTCI) à deux positions. Celle-ci distingue une soixantaine de catégories de produits.

– une spécialisation dans des produits pour lesquels les marchés sont progressifs (quadrant nord-est du graphique ci-après) pour environ 28 p.c. des exportations de la Belgique. Il s'agit, en particulier, des véhicules de transport terrestre, des produits de la chimie organique et des produits médicaux et pharmaceutiques ;
– une non-spécialisation dans des produits pour lesquels les marchés sont régressifs (quadrant sud-ouest) pour près de 17 p.c. des exportations. Les catégories de produits qui figurent dans cette classe sont, entre autres, le travail des métaux, les machines et appareils industriels à usage général ;
– une spécialisation dans des produits pour lesquels les marchés sont régressifs (quadrant nord-ouest) pour 39 p.c. des exportations. Il s'agit notamment des articles minéraux non métalliques manufacturés, des matières plastiques sous formes primaires, du fer et de l'acier, des fils, tissus et articles textiles façonnés ;
– une non-spécialisation dans des produits pour lesquels les marchés sont progressifs (quadrant sud-est) pour 16 p.c. des exportations. Ces marchés couvrent les machines et appareils électriques, les machines et appareils de bureau ou pour le traitement automatique de l'information, les appareils et équipements de télécommunication et pour l'enregistrement et la reproduction du son.

SYNTHÈSE DE L'EFFET DE LA STRUCTURE PAR PRODUIT POUR LA BELGIQUE



Par ordre d'importance
(part dans la valeur des exportations) (3)

1 Véhicules routiers
2 Articles minéraux non métalliques manufacturés (dont le diamant) (4)
3 Matières plastiques sous formes primaires
4 Fer et acier
5 Produits chimiques organiques
6 Fils, tissus et articles textiles façonnés
7 Machines et appareils électriques
8 Pétrole et produits dérivés
9 Produits médicaux et pharmaceutiques
10 Machines et appareils industriels à usage général
11 Articles manufacturés en métal
12 Appareils et équipements de télécommunication et pour l'enregistrement et la reproduction du son
13 Machines et appareils de bureau ou pour le traitement automatique de l'information

Sources : CE, ICN.
(1) Le degré de spécialisation par catégorie de produits est calculé comme l'écart entre la part d'une catégorie de produits dans les exportations de la Belgique et cette part dans les importations de l'UE15.
(2) Le coefficient de progressivité par catégorie de produits est calculé comme le rapport, exprimé en pourcentage de divergence, entre la croissance des importations par l'UE15 de la catégorie de produits concernée et la croissance moyenne du total de ses importations.
(3) La taille des cercles représente l'importance des catégories de produits dans l'ensemble des exportations de la Belgique.
(4) Si l'on exclut de cette catégorie le diamant, sa position se situerait à l'emplacement marqué d'une croix.

Durant la période 1995-2002, la structure des exportations de la Belgique a donc été favorable pour environ 45 p.c. des montants exportés. Les mêmes calculs pour les principaux partenaires commerciaux de la Belgique montrent que les Pays-Bas avaient une répartition des exportations relativement similaire. En Italie, par contre, la structure était beaucoup moins favorable, 80 p.c. des exportations ayant une orientation défavorable. La France et l'Allemagne avaient, quant à elles, une structure de produits plus favorable, environ 60 p.c. des exportations étant orientées positivement.

De manière à dégager une vue plus synthétique de l'incidence de la spécialisation par produit sur le commerce extérieur, il est davantage pertinent d'examiner l'orientation du commerce extérieur en calculant une croissance pondérée du marché. Au cours de la période 1995-2002, l'effet de la structure par produit a été négatif pour la Belgique, tout comme, dans une plus large mesure encore, pour l'Italie. Dans les trois grands pays voisins, l'effet de la structure par produit a par contre été positif, les exportations de ces pays ayant été suffisamment orientées vers des marchés de produits en forte croissance. Les résultats détaillés font apparaître que la différence peut s'expliquer essentiellement par la part relativement faible dans les exportations belges des machines et appareils électriques, des machines et appareils de bureau ou pour le traitement automatique de l'information, ainsi que des appareils et équipements de télécommunication et pour l'enregistrement et la reproduction de son.

EFFET DE LA STRUCTURE PAR PRODUIT POUR LA BELGIQUE ET SES PRINCIPAUX PARTENAIRES COMMERCIAUX DE 1995 À 2002

(évolution des marchés par rapport au commerce de l'UE15, indices 1995 = 100)

	Marchés pondérés géographiquement et par les produits	Marchés pondérés géographiquement	Effet de la structure par produit (2)
Belgique	131,7	132,3	99,5
Pays-Bas	131,7	127,9	102,9
France	140,4	131,6	106,7
Allemagne	137,0	134,0	102,3
p.m. Trois principaux pays voisins (1)	*136,8*	*131,5*	*104,1*
Italie	127,2	129,9	97,9

Sources : CE, ICN, BNB.

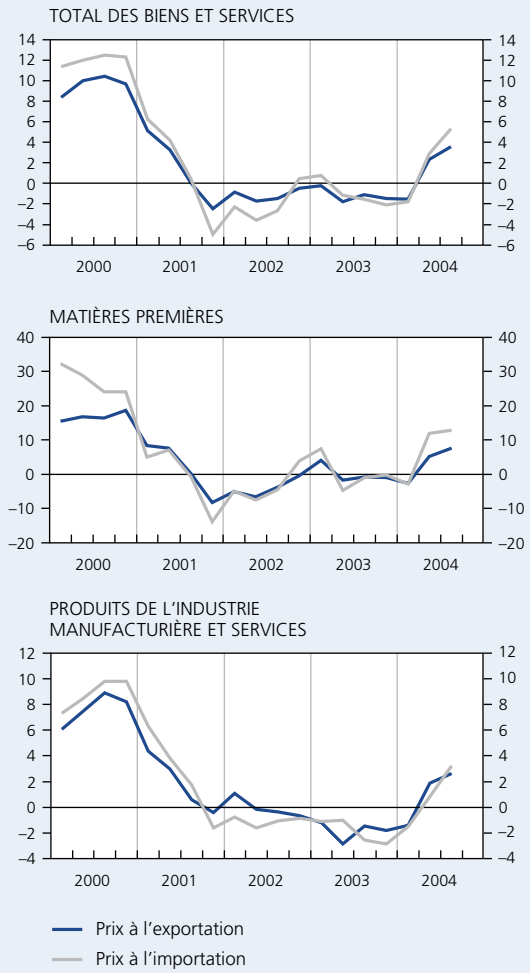
(1) Moyenne pondérée par l'importance des échanges.

(2) Rapport entre l'indice des marchés pondérés géographiquement et par les produits et l'indice des marchés pondérés uniquement géographiquement. Un résultat supérieur à 100 indique que la structure par produit est favorable.

Ces résultats doivent s'apprécier en tenant compte du degré de détail des données disponibles et de la période considérée. À un niveau de détail plus élevé, des produits peuvent, par exemple, s'avérer nettement plus porteurs que la catégorie avec laquelle ils sont regroupés. Enfin, la demande par type de produit peut varier dans le temps : ainsi, l'Allemagne a vraisemblablement bénéficié récemment d'une demande plus importante de biens d'équipements que précédemment. Il n'en reste pas moins que, replacée dans une perspective de long terme, l'analyse des effets de composition, dont les résultats sont corroborés par d'autres études, fait apparaître que la spécialisation des exportations de la Belgique gagnerait sans doute à être orientée davantage vers des produits de plus haute technologie.

GRAPHIQUE 36 PRIX À L'EXPORTATION ET À L'IMPORTATION

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



Sources : ICN, BNB.

depuis la mi-2002. Toutes autres choses égales, un tel développement donne lieu à des importations plus élevées en Belgique et pèse, donc, sur le solde commercial.

Outre l'effet de catalyseur qu'elle a exercé sur le volume des échanges internationaux, la vigueur de la croissance mondiale de l'activité a aussi donné lieu à un renchérissement des prix mondiaux. Les matières premières ont été les plus sensibles à cet égard, en raison notamment du niveau exceptionnel de la demande, en particulier celle en provenance des États-Unis ou de la Chine, pour les produits pétroliers et les minerais métalliques, alors que l'offre de ces biens est relativement peu élastique à court terme. Ces hausses ont été répercutées dans les prix des produits semi-finis, notamment la sidérurgie et certains produits chimiques pour lesquels des augmentations importantes ont été observées dans le commerce extérieur de la Belgique, et des articles manufacturés, à mesure de l'incorporation des matières premières dans les différents stades de la production.

Alors que, en 2003, l'appréciation de l'euro vis-à-vis du dollar des États-Unis, qui reste la monnaie de référence pour les cotations internationales de la plupart des matières premières et des produits standardisés, avait dominé ces mouvements de prix, il n'en a plus été de même en 2004. Ainsi, après avoir diminué pendant les deux années précédentes, les prix des échanges extérieurs de la Belgique ont renoué avec une évolution à la hausse en 2004. Au total, les prix ont progressé de 2,2 p.c. pour les exportations et de 3,1 p.c. pour les importations, contre une diminution de 1,2 et 1 p.c., respectivement, en 2003. Les termes de l'échange se sont dès lors détériorés de 0,8 p.c. au cours de l'année sous revue, les hausses de prix ayant été les plus fortes pour les produits de base, pour lesquels le poids est plus important du côté des importations que des exportations.

Opérations courantes de la balance des paiements

Selon les concepts de la balance des paiements, pour lesquels les montants des transactions des résidents belges avec le reste du monde sont enregistrés sans effectuer de correction pour les effets dits de calendrier, contrairement aux données des comptes nationaux et du commerce extérieur utilisées dans le reste de ce chapitre, l'excédent des échanges de biens et services s'est réduit, revenant de 10,7 milliards d'euros en 2003 à 9,5 milliards en 2004. Ce recul est exclusivement à mettre au compte des opérations de biens, dont le solde s'est détérioré en raison de l'évolution défavorable des termes de l'échange.

Bien que d'un montant inférieur à celui des biens et services, le surplus dégagé par le paiement des revenus de facteurs entre la Belgique et l'étranger contribue aussi de manière significative, année après année, à l'excédent des opérations courantes de l'économie. De même qu'en 2003, il s'est inscrit en léger recul, à la suite de la détérioration du solde des revenus des placements et investissements, pour revenir à 6 milliards d'euros. En effet, alors que les flux bruts d'intérêts entrants ou sortants n'ont guère varié, les dividendes versés par les entreprises établies en Belgique à leurs actionnaires étrangers ont crû plus rapidement que ceux perçus par les détenteurs belges d'actions étrangères, que ce soit sous forme d'investissements directs ou de placements en portefeuille de valeurs mobilières. En revanche, le boni structurel dégagé par les revenus du travail – qui découle en grande partie

TABLEAU 18 PRÊT NET AU RESTE DU MONDE

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

	2000	2001	2002	2003	2004 e	Neuf premiers mois 2003	Neuf premiers mois 2004
1. Compte courant	9,8	9,9	15,0	11,8	9,7	8,3	6,2
Biens et services	7,5	8,2	11,5	10,7	9,5	7,9	6,6
Biens	5,3	6,2	9,3	9,0	7,5	7,3	5,8
Services	2,3	2,0	2,2	1,7	2,0	0,6	0,8
Transport	2,1	1,7	1,0	0,8	n.	0,6	0,8
Voyages	–3,1	–3,2	–3,4	–3,5	n.	–3,1	–3,1
Autres services	3,2	3,5	4,6	4,5	n.	3,2	3,1
Revenus de facteurs	6,4	6,3	8,0	7,0	6,0	5,2	4,3
Revenus du travail	3,0	3,1	3,3	3,3	n.	2,4	2,6
Revenus des placements et investissements	3,4	3,2	4,7	3,7	n.	2,8	1,7
Transferts courants	–4,2	–4,6	–4,6	–5,9	–5,8	–4,9	–4,7
Transferts des administrations publiques	–3,3	–3,6	–3,7	–4,4	n.	–3,8	–3,4
Transferts des autres secteurs	–0,9	–1,0	–0,9	–1,5	n.	–1,1	–1,3
2. Compte de capital	–0,1	–0,4	–0,7	–0,8	–0,2	–0,7	–0,1
3. Prêt net au reste du monde (1 + 2)	9,6	9,5	14,3	11,0	9,6	7,6	6,1
p.m. Pourcentages du PIB	*3,9*	*3,7*	*5,5*	*4,1*	*3,4*	*3,8*	*2,9*

Sources : ICN, BNB.

des salaires versés par les institutions européennes à leur personnel résidant en Belgique – s'est de nouveau légèrement élargi au cours de l'année sous revue.

Le déficit des transferts courants versés au reste du monde a, lui aussi, diminué quelque peu, passant de 5,9 milliards d'euros en 2003 à 5,8 milliards en 2004. Cette évolution est la conséquence d'un solde plus favorable au titre des impôts, droits de douane et amendes. En effet, la Belgique a de nouveau bénéficié cette année, comme c'est habituellement le cas, d'un versement net de la part du Luxembourg en vertu de l'accord sur la répartition des accises au sein de l'UEBL. En 2003, ce même accord avait donné lieu à un transfert de la part de la Belgique, en raison d'achats importants de cigarettes dans le pays par des non-résidents. En termes de montants, les transferts nets des administrations publiques restent principalement déterminés par les transactions réalisées avec l'UE. La contribution totale versée par la Belgique au budget de l'UE au cours des neuf premiers mois de 2004, de l'ordre de 3,2 milliards d'euros, a été comparable à celle de la période correspondante de l'année précédente. À la suite de changements dans le mode de financement du budget de l'UE, la part des recettes de TVA transférées a toutefois diminué au cours de l'année sous revue, tandis que la contribution fondée sur le RNB a augmenté. Les fonds versés par l'UE en Belgique sous forme d'aides dans le cadre de la politique agricole commune et des politiques structurelles sont demeurés stables.

Au total, compte tenu de l'ensemble des opérations précitées avec le reste du monde, le surplus du compte courant est passé de 11,8 milliards d'euros en 2003 à 9,7 milliards en 2004.

Le compte de capital, dans lequel sont enregistrées les opérations relevant des transferts de propriété d'actifs fixes ou incorporels, a présenté un déficit de 0,2 milliard d'euros en 2004. Ce solde négatif résulte pour une large part de dons pour investissements accordés à l'étranger par les administrations publiques. En revanche, aucune remise de dette importante n'a été recensée au cours de l'année sous revue, contrairement à l'année 2003, pour laquelle le déficit du compte de capital, de 0,8 milliard d'euros, était en grande partie à imputer à une renonciation de créance par le Ducroire.

Le prêt net au reste du monde s'est élevé à 9,6 milliards d'euros en 2004, soit un recul de 1,4 milliard par rapport à 2003. Exprimé en pourcentage du PIB, il est ainsi passé de 4,1 à 3,4 p.c. en 2004. En dépit de ce tassement, les secteurs intérieurs de la Belgique ont donc, dans leur ensemble, de nouveau dégagé une épargne financière nette significative.

4. Marché du travail et coûts salariaux

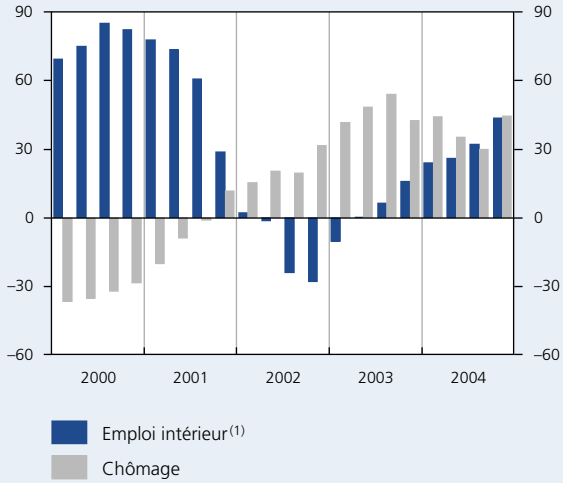
4.1 Marché du travail

En moyenne, en 2004, quelque 31.000 créations nettes d'emplois ont été enregistrées, soit une augmentation de l'emploi intérieur de 0,7 p.c. par rapport à 2003. Le taux d'emploi harmonisé a ainsi haussé de 0,8 point de pourcentage, à 60,4 p.c. Dans le même temps, le nombre de demandeurs d'emploi inoccupés a progressé de 38.000 unités, portant le taux de chômage harmonisé à 8,6 p.c. de la population active en 2004.

Le redressement de l'emploi entamé en 2003 s'est donc poursuivi. L'étiage avait été atteint au dernier trimestre de 2002, mais la variation à un an d'écart du nombre de personnes occupées n'était redevenue positive qu'à partir de la mi-2003. En moyenne, quelque 2.000 postes de travail supplémentaires avaient déjà pu être créés cette année-là. La comparaison des données de l'emploi de 2002 et de 2003 appelle toutefois une certaine réserve : l'introduction par l'ONSS de la déclaration multifonctionelle (Dmfa) auprès des entreprises en 2003 est, en effet, susceptible d'avoir causé une rupture de série dans les données de base utilisées par l'ICN pour établir les statistiques de l'emploi salarié du secteur privé.

GRAPHIQUE 37 MARCHÉ DU TRAVAIL

(variation par rapport au trimestre correspondant de l'année précédente, milliers de personnes)



Sources : ICN, ONEM, BNB.
(1) Estimation pour les troisième et quatrième trimestres de 2004.

Contrairement aux années précédentes, la hausse de l'emploi résulte en 2004 de l'accroissement concomitant du nombre de salariés et d'indépendants. En effet, pendant l'année sous revue, et pour la première fois depuis 1997, le nombre de nouveaux entrepreneurs aurait dépassé celui des indépendants mettant fin à leur activité. Cette augmentation, de quelque 4.000 personnes, est cependant due en partie au meilleur recensement des conjoints aidants, à la suite d'un changement de leur régime social. L'emploi salarié, qui était resté quasiment stable en moyenne en 2003, a augmenté de 27.000 personnes en 2004, soit une croissance de 0,8 p.c. Cette progression trouve principalement son origine dans les secteurs les plus sensibles à la conjoncture, où les effectifs avaient encore diminué en 2003. Toutefois, comme cette année-là, c'est dans la branche des « autres services », qui comprend notamment les soins de santé, que la croissance de l'emploi a été la plus vive.

Année après année, la durée moyenne du travail par salarié tend à se réduire, à la suite principalement de l'augmentation de la proportion de travailleurs occupés à temps partiel. En fonction de la phase du cycle conjoncturel dans laquelle se trouve l'économie, cette tendance lourde est amplifiée ou compensée, en tout ou en partie. Au cours d'une période de basse conjoncture, nombre

TABLEAU 19 EMPLOI INTÉRIEUR

(moyennes annuelles)

	2000	2001	2002	2003	2004 e
Emploi intérieur					
Nombre, milliers de personnes	4.088	4.148	4.136	4.138	4.169
Pourcentages de variation	1,9	1,5	–0,3	0,1	0,7
dont :					
Indépendants					
Nombre, milliers de personnes	688	683	679	677	681
Pourcentages de variation	–0,6	–0,8	–0,5	–0,4	0,6
Travailleurs salariés					
Personnes occupées					
Nombre, milliers de personnes	3.400	3.466	3.457	3.462	3.488
Pourcentages de variation	2,5	1,9	–0,3	0,1	0,8
Volume de travail (1) (2)					
Nombre, millions d'heures	5.174	5.258	5.225	5.225	5.270
Pourcentages de variation	3,0	1,6	–0,6	0,0	0,9
p.m. Durée moyenne du travail (1) (2)					
Nombre, heures par personne	*1.522*	*1.517*	*1.512*	*1.509*	*1.511*
Pourcentages de variation	*0,5*	*–0,3*	*–0,4*	*–0,1*	*0,1*

Sources : ICN, BNB.

(1) Le volume de travail est estimé par l'ICN sur la base de données de l'ONSS. Pour les travailleurs salariés à temps partiel, le nombre d'heures rémunérées est connu. Pour les travailleurs salariés à temps plein, des estimations sont établies à partir de la durée de travail d'un travailleur de référence et du nombre de journées de travail prestées. Les heures supplémentaires des salariés à temps plein ne sont pas comprises dans ces données, qui ne sont pas non plus corrigées pour tenir compte du recours au chômage temporaire.

(2) Données corrigées des effets de calendrier.

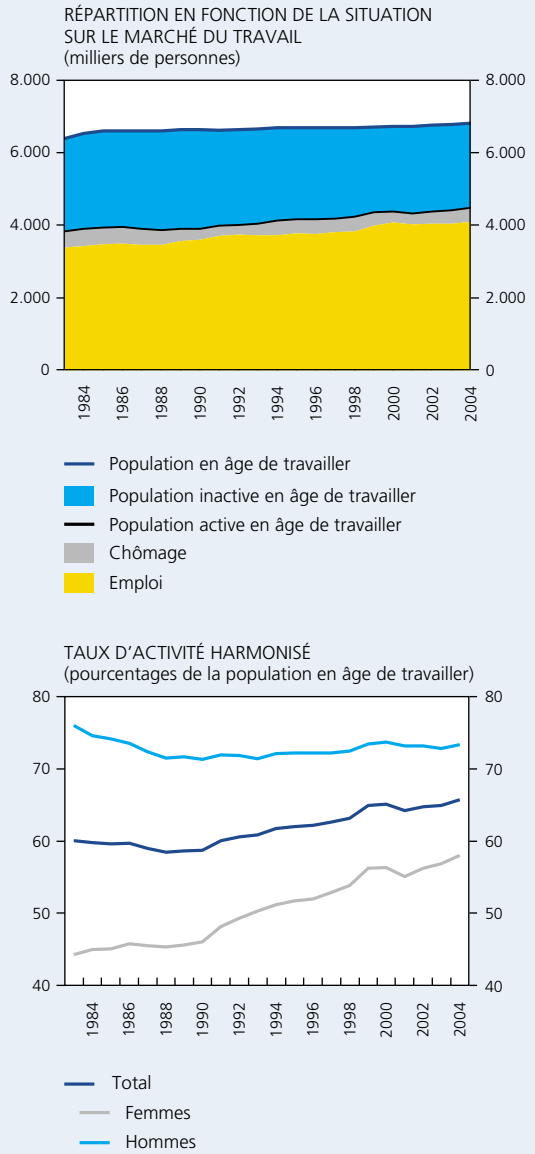
d'employeurs, par crainte d'être confrontés à un déficit de main-d'œuvre qualifiée au moment de la reprise, n'adaptent pas totalement l'effectif de leur personnel au repli de l'activité et pratiquent ainsi une rétention de main-d'œuvre. Ce comportement a pour conséquence que, au début de la phase de redressement qui suit, c'est d'abord la durée du travail par salarié qui augmente et ce n'est qu'après un certain délai que des engagements nets de personnel sont effectués. C'est ainsi qu'en 2004, après s'être réduite trois années d'affilée marquées par une conjoncture morose, la durée moyenne du travail par salarié a légèrement augmenté, la baisse tendancielle du temps de travail moyen étant compensée et au-delà par l'allongement des prestations individuelles. Par ailleurs, dans le projet d'accord interprofessionnel conclu en janvier 2005, les partenaires sociaux se sont accordés pour proposer d'assouplir la gestion des heures supplémentaires, dont le nombre permis chaque année passerait de 65 à 130 heures au maximum par travailleur et dont certaines bénéficieraient d'un traitement fiscal plus favorable tant pour les travailleurs que l'employeur.

Outre l'évolution de l'emploi, la situation conjoncturelle influence celle de la population active qui, en plus du nombre de personnes occupées, comprend les chômeurs. Pendant les périodes de haute conjoncture, davantage de personnes ont, en effet, l'opportunité de trouver un emploi, ce qui donne lieu non seulement à une augmentation du nombre de personnes occupées, mais également à une hausse de l'offre de travail en raison de la mobilisation de personnes auparavant inactives, attirées par ces perspectives d'emploi. Lorsque l'économie est moins florissante, la situation s'inverse.

Les fluctuations conjoncturelles se reflètent ainsi dans le taux d'activité, qui est le rapport entre la population active et la population en âge de travailler et indique donc dans quelle mesure cette dernière se présente effectivement sur le marché du travail. Au-delà du profil conjoncturel, l'évolution de ce ratio se caractérise par une nette tendance à la hausse, qui résulte essentiellement de la participation croissante des femmes au marché du travail. Même si le taux d'activité de ces dernières est toujours nettement

inférieur à celui des hommes – l'écart était de 16 points de pourcentage en 2003 –, la participation des femmes au marché du travail progresse rapidement. Elle s'est, en effet, accrue de presque 13 points de pourcentage au cours des deux dernières décennies. Cette évolution est d'autant plus remarquable que, pendant cette période, le taux de participation des hommes a reculé de 3 points de pourcentage. La participation accrue et le taux de réussite plus élevé de la population féminine aux niveaux supérieurs d'éducation laissent augurer d'une poursuite, au cours des prochaines années, de cette tendance. En effet, l'obtention d'un diplôme d'études supérieures permet, en général, une insertion rapide et durable sur le marché du travail. Il faut toutefois noter que, contrairement à ce qui se passe dans d'autres pays de l'UE15, les jeunes, en Belgique, participent peu au monde du travail pendant leurs études, ce qui pèse dans l'immédiat sur le taux d'activité global.

GRAPHIQUE 38 POPULATION EN ÂGE DE TRAVAILLER (1)



Source : CE.

(1) Population âgée de 15 à 64 ans. Données des enquêtes harmonisées sur les forces de travail. Depuis 1999, ces enquêtes sont organisées sur une base continue, et non plus au cours du seul deuxième trimestre. Jusqu'en 1998, les données correspondent donc aux résultats du deuxième trimestre, tandis qu'il s'agit de moyennes annuelles pour la période 1999-2003. Pour 2004, il s'agit de la moyenne des trois premiers trimestres.

La progression du taux de participation est allée de pair avec un accroissement de la population en âge de travailler de sorte que, selon les données de l'enquête sur les forces de travail, la population active est passée de quelque 3,8 millions de personnes en 1983, à presque 4,5 millions en 2004. Pendant l'année sous revue, ce mouvement ascendant a été renforcé par la composante conjoncturelle et, à la suite de l'arrivée en régime de croisière de la réglementation obligeant les nouveaux chômeurs âgés de 50 à 58 ans à rester disponibles pour le marché du travail, par la prise en compte dans la population active d'un fort contingent de demandeurs d'emploi inoccupés. Le taux d'activité total a ainsi progressé de 1,2 point de pourcentage, à 66,1 p.c.

Combiné à un taux d'activité plus élevé, l'accroissement de la population en âge de travailler, de quelque 23.000 personnes en 2004, s'est traduit par une augmentation de 70.000 unités de la population active. Cette offre de travail plus élevée n'a été qu'en partie absorbée par la croissance de la demande de main-d'œuvre, ce qui a entraîné une augmentation du nombre de demandeurs d'emploi inoccupés de 38.000 unités. Compte tenu de la hausse concomitante de la population active, le taux de chômage harmonisé a en moyenne progressé de 0,4 point de pourcentage pour s'établir à 8,6 p.c. Après s'être inscrite en net recul, la progression du nombre de chômeurs est remontée à 8 p.c. sur une base annuelle au dernier trimestre de 2004.

Le nombre total de chômeurs, comme la population active et le nombre de personnes occupées, est influencé par le cycle économique, mais pas nécessairement de manière uniforme pour toutes les tranches d'âge. Ainsi, le chômage des jeunes de moins de 25 ans présente un profil conjoncturel marqué, où les variations à un an d'écart affichent des creux plus profonds et des pics plus élevés et où les points de retournement se dessinent plus rapidement que pour les chômeurs plus âgés.

TABLEAU 20 INDICATEURS HARMONISÉS DU MARCHÉ DU TRAVAIL

(moyennes annuelles)

	2000	2001	2002	2003	2004 e (1)
Taux d'activité (2)					
Total	65,1	64,2	64,8	64,9	66,1
Femmes	56,4	55,1	56,3	56,9	58,0
Hommes	73,7	73,2	73,2	72,9	73,4
Taux d'emploi (2)					
Total	60,5	59,9	59,9	59,6	60,4
Femmes	51,5	50,9	51,4	51,8	52,4
Hommes	69,5	68,8	68,3	67,3	67,8
Taux de chômage (3)					
Total	7,0	6,6	7,6	8,2	8,6
Femmes	8,7	7,5	8,7	8,9	9,6
Hommes	5,8	6,0	6,7	7,7	7,5

Sources : CE, BNB.
(1) Moyenne annuelle estimée pour le total, moyenne des réalisations pour les trois premiers trimestres pour les femmes et les hommes.
(2) Pourcentages de la population en âge de travailler, c'est-à-dire âgée de 15 à 64 ans.
(3) Pourcentages de la population active en âge de travailler.

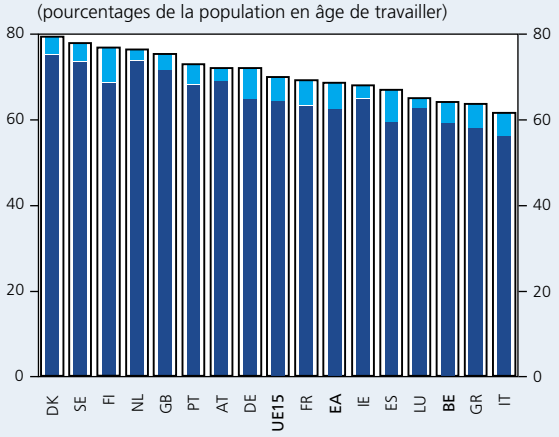
Encadré 10 – L'offre de main-d'œuvre en Belgique dans une perspective européenne

Le nombre de personnes au travail en Belgique est, en termes relatifs, nettement moins élevé qu'en moyenne dans les autres pays de l'UE. Au deuxième trimestre de 2003, le taux d'emploi harmonisé, qui établit le rapport entre le nombre de personnes occupées et la population en âge de travailler, s'élevait à 59,3 p.c. en Belgique, contre 64,4 p.c. en moyenne dans l'UE15 et 62,5 p.c. dans la zone euro. Ce ratio était plus faible dans deux pays seulement, la Grèce et l'Italie.

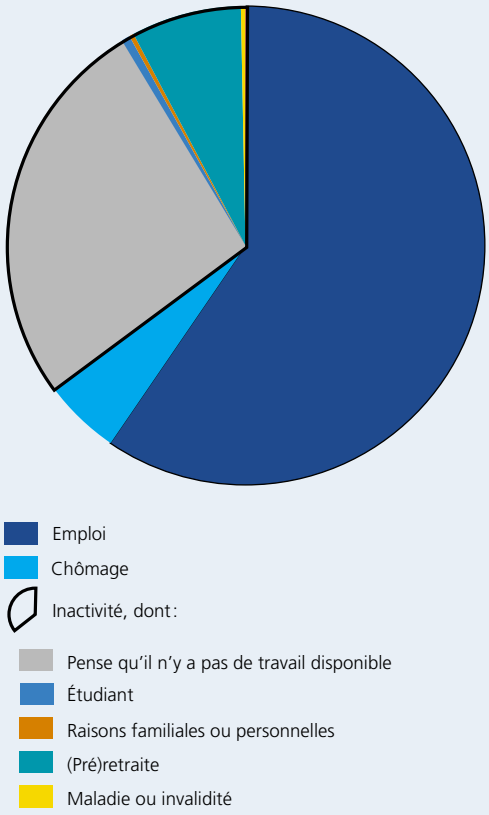
Le taux d'emploi ne donne toutefois qu'une vue partielle du volume de travail susceptible d'être mis en œuvre comme facteur de production. Ainsi, si la demande de main-d'œuvre est suffisamment importante, l'emploi pourrait augmenter grâce à l'offre de travail potentielle émanant des personnes sans emploi : il s'agit en premier lieu des demandeurs d'emploi inoccupés, qui, en Belgique, représentaient quelque 5 p.c. de la population en âge de travailler, mais aussi des inactifs, au sens statistique du terme, qui, à court ou à long terme, sont intéressés à exercer un emploi. En 2003, selon l'enquête sur les forces de travail, 35 p.c. de la population en âge de travailler, soit près de 2,4 millions de personnes, étaient inactives. Environ les trois quarts d'entre elles déclaraient être intéressées par un travail, mais ne pas en chercher parce qu'elles pensaient qu'il n'y en avait pas de disponible. Les étudiants et éventuellement les personnes qui, pour des raisons familiales ou personnelles, ne désirent pas travailler, soit respectivement 1,7 et 0,8 p.c. des inactifs, peuvent également renforcer à terme le groupe des actifs. Au total, il s'agit d'un peu plus de 27 p.c. de la population en âge de travailler. En revanche, 22 p.c. des inactifs sont préretraités, retraités, malades ou handicapés, et ne sont pas désireux ou en mesure d'intégrer le marché du travail. Le désir d'insertion ne suffit pas : parmi celles et ceux qui souhaitent travailler, figurent en effet des personnes qui – en raison de qualifications inadaptées – ne sont pas directement insérables dans le processus de travail ordinaire. La proportion des inactifs qui constitue une réelle réserve potentielle de main-d'œuvre est dès lors difficile à évaluer, tant pour la Belgique que pour les autres pays.

OFFRE DE MAIN-D'ŒUVRE EN BELGIQUE ET EN EUROPE

TAUX D'ACTIVITÉ, D'EMPLOI ET DE CHÔMAGE EN 2003 (1)
(pourcentages de la population en âge de travailler)



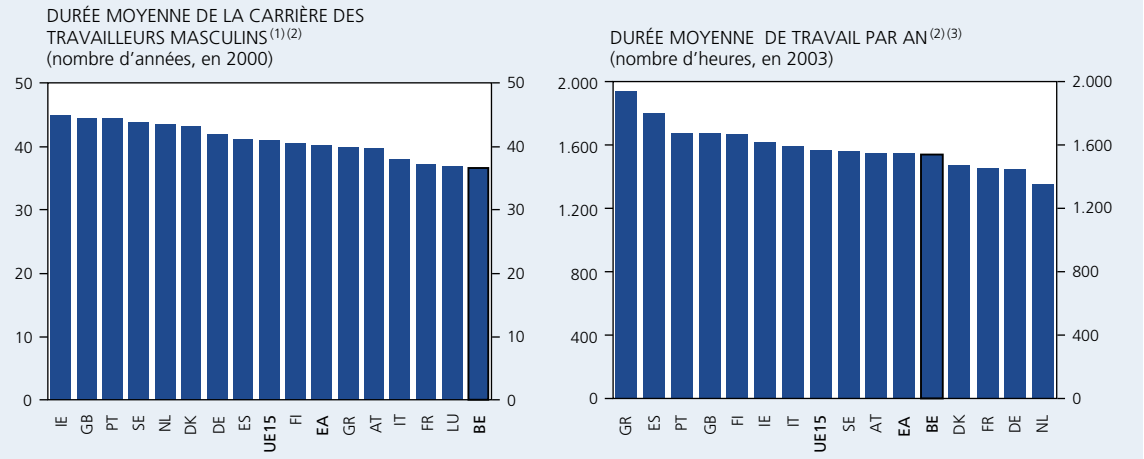
STRUCTURE DE LA POPULATION EN ÂGE DE TRAVAILLER EN BELGIQUE EN 2003 (2)
(pourcentages de la population en âge de travailler)



Source : CE.
(1) Données du deuxième trimestre pour permettre la comparaison internationale des résultats.
(2) Moyennes annuelles.

La population active, qui, outre les personnes occupées, compte également les demandeurs d'emploi inoccupés, est donc une estimation minimale mais commode de l'offre de travail effective. Le taux d'activité, qui exprime le rapport entre population active et population en âge de travailler, permet de comparer le degré de mobilisation de l'offre potentielle de travail dans les différents pays. Pour ce ratio également, la Belgique se situe à la queue du classement européen. Au deuxième trimestre de 2003, 64,3 p.c. des Belges âgés de 15 à 64 ans étaient occupés ou demandeurs d'emploi, contre 70 p.c. dans l'UE15 et 68,6 p.c. dans la zone euro. Seules la Grèce et l'Italie obtenaient de moins bons résultats. Il apparaît qu'un taux d'emploi élevé (faible) va de pair avec un taux d'activité élevé (faible). La proportion de demandeurs d'emploi inoccupés n'est toutefois pas directement corrélée avec le niveau du taux d'emploi, de sorte que dans la comparaison de l'offre de travail d'un pays à l'autre, les écarts observés peuvent aller de pair avec une répartition différente entre emploi et chômage.

DURÉE DU TRAVAIL EN BELGIQUE ET EN EUROPE



Source : OCDE.

(1) La durée moyenne d'une carrière est calculée par différence entre l'âge moyen auquel l'activité professionnelle prend fin et celui auquel elle a commencé. Ces deux âges sont calculés sur la base d'un modèle de probabilités qui utilise, selon les pays, des statistiques administratives ou les résultats des enquêtes harmonisées sur les forces de travail.

(2) Les moyennes de l'UE15 et de la zone euro (EA) ont été calculées en pondérant les résultats des différents États membres par leur part dans l'emploi total.

(3) Pas de donnée disponible pour le Luxembourg.

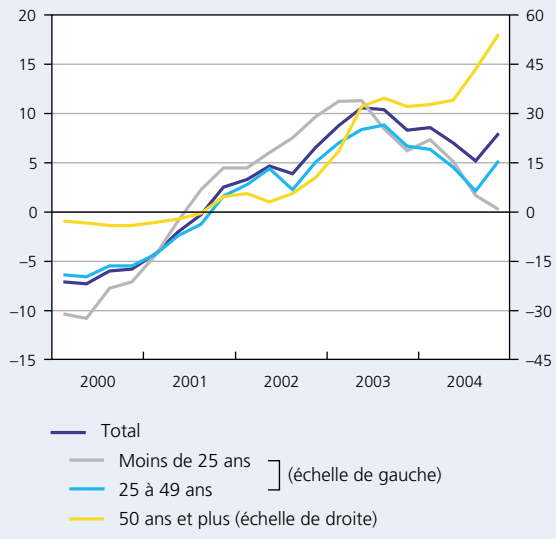
D'autres variables que le nombre de personnes actives, tels la durée moyenne de la carrière et le nombre moyen d'heures travaillées par an, fournissent une indication de l'offre de travail dans une économie. Sur la base de données établies par l'OCDE, il ressort que la carrière moyenne des travailleurs masculins en Belgique était d'environ 36,6 ans en 2000, soit la plus courte de tous les pays de l'UE15. À titre de comparaison, une carrière moyenne durait 41,1 ans dans l'UE15 et 40,2 ans dans la zone euro. En ce qui concerne la durée annuelle effective moyenne du travail, les séries compilées par l'OCDE indiquent qu'elle était un peu moins élevée en Belgique qu'en moyenne dans les autres pays européens. Le décalage est toutefois beaucoup plus faible que pour les autres variables. Le temps de travail annuel moyen était de 1.542 heures en 2003, contre 1.549 heures dans la zone euro et 1.570 heures dans l'UE15. Par ailleurs, la Belgique devance en la matière les trois principaux pays voisins, à savoir la France, l'Allemagne et les Pays-Bas, ainsi que le Danemark.

La Belgique enregistre donc des résultats inférieurs à la moyenne européenne tant en ce qui concerne le nombre de personnes au travail, le nombre de travailleurs potentiels, la durée des prestations annuelles, que la longueur de la carrière. Compte tenu du vieillissement attendu de la population et de ses conséquences potentielles sur le bien-être, des marges semblent dès lors exister en Belgique pour maintenir, voire pour accroître, l'offre de travail en agissant non seulement sur le taux d'emploi, mais également sur la longueur de la carrière et, dans une moindre mesure, sur la durée moyenne du travail. Il faut dans ce contexte être conscient que les mesures prises dans un domaine ne sont pas sans conséquences sur les autres variables. Ainsi, l'emploi peut être favorisé par la promotion du travail à temps partiel, mais cela a pour effet de réduire la durée annuelle moyenne du travail. Il est aussi possible d'agir simultanément sur plusieurs variables : ainsi, en Belgique, la durée plus courte de la carrière va de pair avec des taux d'emploi peu élevés des jeunes et des travailleurs âgés, qui pèsent sur le taux d'emploi total ; un allongement de la durée effective moyenne de la carrière influencerait donc positivement les taux d'emploi.

Les jeunes chômeurs ont été, par ailleurs, les premiers concernés par le nouveau système de suivi des demandeurs d'emploi, qui est entré en vigueur le 1er juillet de l'année sous revue et qui remplace le régime d'exclusion pour cause de chômage de durée anormalement longue en vertu de l'article 80 de l'arrêté royal portant réglementation du chômage. Dans le cadre du nouveau système, les chômeurs complets indemnisés doivent prouver, après quinze mois de chômage pour les moins de 25 ans, ou vingt et un mois pour les autres, qu'ils ont effectivement consenti des efforts en vue de trouver du travail. Si c'est le cas, ils sont de nouveau convoqués après un nouveau délai de seize mois. Si leurs efforts sont considérés comme insuffisants, un contrat est passé entre le chômeur concerné et l'ONEM et un nouvel entretien se déroule quatre mois plus tard. Si les efforts sont de nouveau jugés insatisfaisants, une première sanction est prévue et une nouvelle convention est établie. Un troisième et dernier entretien a lieu quatre mois plus tard : s'il débouche sur une troisième évaluation négative, l'intéressé perd son droit aux allocations. En parallèle, pour augmenter leurs chances de trouver du travail, les chômeurs bénéficient d'un accompagnement individuel et peuvent éventuellement se réorienter, par exemple en suivant des formations complémentaires. Un tel accompagnement est, pour des raisons pratiques, impossible à mettre en œuvre pour tous les demandeurs d'emploi en même temps ; un étalement dans le temps a été dès lors prévu. Les chômeurs de moins de 30 ans sont les premiers concernés ; à partir de la mi-2005, les chômeurs âgés de 30 à 39 ans seront convoqués et, à partir de la mi-2006, ceux âgés de 40 à 49 ans. L'efficacité de ce nouveau système sera évaluée en 2007.

GRAPHIQUE 39 DEMANDEURS D'EMPLOI INOCCUPÉS : RÉPARTITION PAR TRANCHE D'ÂGE

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



Source : ONEM.

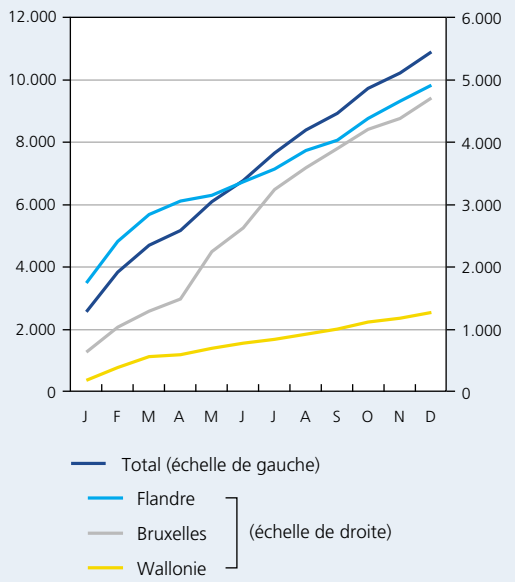
Les chômeurs âgés de 50 ans et plus ne sont donc provisoirement pas concernés. En 2003 et 2004, le nombre de chômeurs de cette tranche d'âge a pourtant très fortement augmenté. Cette hausse s'explique dans une large mesure par l'adaptation des critères d'accès au statut de chômeur complet indemnisé non demandeur d'emploi. De juillet 2002 à juillet 2004, l'âge minimum pour pouvoir prétendre à ce statut a, en effet, été progressivement relevé, passant de 50 à 58 ans. Les nouveaux chômeurs de cette tranche d'âge doivent désormais rester disponibles pour le marché du travail et sont donc, contrairement au passé, repris dans les statistiques administratives des demandeurs d'emploi inoccupés. Les anciens bénéficiaires, même ceux âgés de moins de 58 ans, ne sont pas concernés. Depuis l'entrée en vigueur de ce nouveau régime, on note un net recul du nombre de chômeurs âgés non demandeurs d'emploi : en 2004, ils n'étaient plus que 137.000, contre 152.000 deux ans avant. On constate toutefois que, dans le même temps, le nombre des chômeurs demandeurs d'emploi de 50 ans et plus est passé de quelque 26.000 à près de 56.000, dans un contexte, il est vrai, de faible croissance de l'emploi.

Par ailleurs, depuis le 1er mars 2004, les agences locales pour l'emploi (ALE) ne peuvent plus proposer de services d'aide ménagère, de sorte que le nombre de demandeurs d'emploi inoccupés s'est accru de quelque 18.000 chômeurs qui complétaient leurs allocations par des travaux d'appoint dans le cadre des ALE et qui bénéficiaient de ce fait d'une dispense de l'obligation de chercher du travail.

L'aide ménagère subventionnée passe désormais exclusivement par le régime des titres-services ; elle est prestée par des salariés occupés par les sociétés agréées pour ce régime. Depuis le lancement du système en 2003, le nombre de travailleurs engagés par ces entreprises a régulièrement augmenté, atteignant presque 11.000 personnes à la fin de 2004. Au total, plus de 5,6 millions d'heures ont été prestées par le biais des titres-services pendant l'année sous revue. Au départ, c'est surtout en Flandre que ce nouveau régime a rencontré un vif succès ; depuis la mi-2004, il s'est également développé à Bruxelles, si bien que, en dépit de la plus petite dimension du marché bruxellois, on y avait créé à la fin de 2004 à peu près autant de postes de travail qu'en Flandre. Ceci s'explique très probablement par le fait que les entreprises agréées de Bruxelles fournissent également des prestations en

GRAPHIQUE 40 TITRES-SERVICES : TRAVAILLEURS ENGAGÉS EN 2004

(nombre cumulé de personnes)



Source : ONEM.

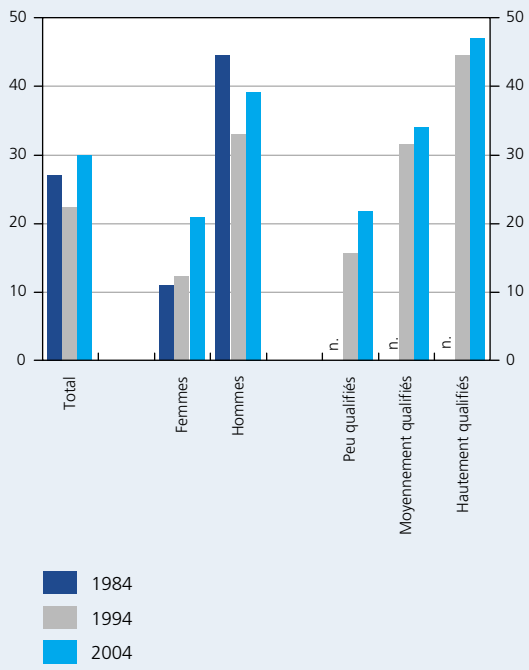
région flamande. En Wallonie, le système a encore été balbutiant : à la fin de 2004, le nombre de travailleurs engagés atteignait à peine le quart des chiffres pour la Flandre ou Bruxelles.

Le système des titres-services, qui a pour premier objectif de permettre à des personnes peu qualifiées d'accéder à l'emploi, vise également à régulariser le travail au noir largement répandu dans les activités d'aide ménagère. L'augmentation du nombre de postes créés est la preuve du succès de ce système, mais n'exerce qu'une incidence assez faible sur le niveau de l'emploi total. L'ICN intègre, en effet, dans les statistiques de l'emploi une estimation du travail au noir et le nombre de personnes occupées dans le cadre des ALE, qui devront désormais être revus à la baisse. L'ampleur de la réussite de l'introduction des titres-services s'explique dans une large mesure par le subventionnement important dont ceux-ci bénéficient de la part des administrations publiques. Celui-ci s'élevait à 19,47 euros par heure prestée, alors que le coût direct pour l'utilisateur était de 6,20 euros par titre-service, mais était finalement réduit à 4,34 euros, dans la mesure où ces dépenses sont fiscalement déductibles à hauteur de 30 p.c. À partir de la mi-novembre 2004, la participation personnelle directe des utilisateurs a été portée à 6,70 euros par heure prestée.

Ces dernières années, la participation au marché du travail des personnes âgées de 55 ans et plus s'est renforcée, partant il est vrai d'un niveau particulièrement faible. Entre 1994 et 2004, leur taux d'emploi a augmenté de près de 8 points de pourcentage, pour atteindre 30 p.c. Cette évolution concerne tant les hommes que les femmes, mais elle est surtout marquée chez ces dernières, même si leur taux d'emploi, de 20,9 p.c., est toujours inférieur de moitié environ à celui des hommes, qui atteint quelque 39 p.c. La hausse constatée du taux d'emploi se manifeste pour tous les niveaux de formation. La plus forte progression est enregistrée chez les peu qualifiés, en partie en raison de l'arrivée dans cette tranche d'âge de cohortes de femmes qui participent proportionnellement davantage au marché du travail que celles qui les ont précédées. Néanmoins, l'écart avec les plus qualifiés reste notable, puisque 22 personnes peu qualifiées de 55 ans et plus sur 100 sont au travail, contre 47 parmi celles disposant d'un diplôme universitaire ou de l'enseignement supérieur. Toute proportion gardée, la progression de l'emploi des personnes hautement qualifiées a été assez

GRAPHIQUE 41 TAUX D'EMPLOI DES PERSONNES ÂGÉES DE 55 ANS ET PLUS (1)

(nombre de personnes âgées de 55 à 64 ans occupées par rapport à la population de la même tranche d'âge)



Source : CE.

(1) Depuis 1999, l'enquête sur les forces de travail est organisée sur une base continue, et non plus au cours du seul deuxième trimestre. Pour 1984 et 1994, les données correspondent donc aux résultats du deuxième trimestre, pour 2004, il s'agit de la moyenne des trois premiers trimestres. La répartition par niveau de qualification n'était pas disponible en 1984.

faible au cours de la dernière décennie. Cela tient en partie au fait que ces personnes ont, dans une plus large mesure que par le passé, eu recours aux régimes de retrait anticipé, et cela en dépit du fait qu'elles peuvent généralement travailler dans de meilleures conditions et que leurs perspectives de carrière sont en principe plus favorables jusqu'à un âge plus élevé. Dans la mesure où l'âge moyen de la population progresse et où la qualification de celle-ci s'améliore, une poursuite de cette tendance serait néfaste pour le développement ultérieur du marché du travail et de l'économie en Belgique.

Dans la plupart des cas, les travailleurs âgés qui quittent le marché de l'emploi reçoivent une indemnisation financière des administrations publiques jusqu'à leur retraite effective. En 2004, plus de 250.000 personnes âgées de 50 ans et plus ont ainsi perçu une allocation dans le cadre du statut de chômeur complet indemnisé non demandeur d'emploi, de celui de prépensionné à temps plein, ou encore à la suite d'une interruption de carrière ou d'un crédit-temps complets. Par ailleurs, des allocations de l'ONEM sont aussi prévues pour les personnes qui désirent modifier leur rythme de travail, par exemple via la prépension à mi-temps ou une interruption de carrière ou un crédit-temps à temps partiel. De tels dispositifs ont pour vocation de maintenir plus longtemps en activité les travailleurs âgés en leur permettant de réduire le volume de leurs prestations.

Le nombre total des personnes âgées de 50 ans et plus qui perçoivent des allocations de l'ONEM augmente régulièrement : ainsi, il est passé de quelque 326.000 personnes en 2000 à 400.000 en 2004. Outre la forte progression déjà évoquée du nombre de chômeurs complets indemnisés demandeurs d'emploi observée en 2003 et en 2004, qui a été en partie compensée par le recul du nombre de chômeurs non demandeurs d'emploi, c'est surtout la forte augmentation du recours au régime du crédit-temps assorti d'une interruption partielle de l'activité qui explique cette évolution.

La faible participation des personnes âgées de 50 ans et plus au marché du travail en Belgique a conduit le gouvernement fédéral à formuler, dans la déclaration de politique générale du 12 octobre 2004, une série de propositions visant à créer les conditions pour que celles-ci restent plus longtemps disponibles sur le marché du travail. Cela implique notamment qu'elles ne le quittent pas définitivement de manière prématurée en utilisant la vaste gamme de régimes permettant le retrait anticipé, tels que la (pré)pension, le statut de chômeur âgé non demandeur d'emploi, ou encore les régimes dits « Canada Dry », qui font appel au statut de chômeur âgé, ou, plus récemment, le crédit-temps. À cet effet, les propositions du gouvernement comportent des mesures visant à encourager les aînés à rester actifs et les entreprises à les maintenir plus longtemps au travail ou à les engager, mais aussi à rendre moins attrayants les différents régimes de sortie anticipée du

TABLEAU 21 INDEMNISATION DES PERSONNES ÂGÉES DE 50 ANS ET PLUS PAR L'ONEM

(nombre de bénéficiaires des indemnités, moyennes annuelles)

	2000	2001	2002	2003	2004
Total	326.151	336.303	351.617	377.840	400.034
dont :					
Chômeurs complets indemnisés (1)					
Demandeurs d'emploi	24.848	24.065	26.316	39.668	55.535
Non demandeurs d'emploi	140.763	147.919	152.309	146.417	136.907
Prépensions					
À temps plein	114.478	109.950	106.482	107.915	109.869
À mi-temps	1.092	1.214	1.198	1.073	926
Interruptions de carrière / Crédits-temps					
Interruption complète	3.258	3.800	4.175	4.935	5.922
Interruption partielle	27.058	33.018	43.463	57.663	68.774
Autres	14.654	16.337	17.673	20.168	22.101

Source : ONEM.

(1) De juillet 2002 à juillet 2004, l'âge minimum pour pouvoir prétendre au statut de « chômeur complet indemnisé non demandeur d'emploi » a progressivement été relevé de 50 à 58 ans.

marché du travail, tant pour les employeurs que pour les travailleurs, en en revoyant les critères d'accès et les conditions financières. Une approche globale s'impose, afin d'éviter un système de vases communicants où des dispositions qui contribueraient à rendre plus strict ou moins intéressant l'accès à l'un ou l'autre régime donneraient lieu à une recrudescence du recours à d'autres systèmes demeurés plus avantageux. Dans ce cadre, le gouvernement fédéral a entamé une concertation avec les organisations patronales et celles représentatives des travailleurs, l'objectif étant d'aboutir à un accord sur les mesures à prendre au printemps 2005.

4.2 Coûts salariaux

En décembre 2002, lors de la conclusion de l'accord interprofessionnel portant sur la période 2003-2004, les partenaires sociaux avaient tenu compte de l'environnement économique peu porteur qui prévalait à cette époque et convenu d'une norme indicative de croissance de 5,4 p.c. pour les coûts salariaux par heure prestée dans le secteur privé. Ils avaient par ailleurs invité les négociateurs au sein des commissions paritaires à reporter la majeure partie des augmentations salariales conventionnelles sur l'année 2004. Cet appel fut entendu puisque les augmentations conventionnelles sectorielles réelles se sont élevées, en moyenne, les deux années à respectivement 0,4 et 1 p.c. Compte tenu de l'indexation des salaires, dont l'incidence a été, en moyenne, de l'ordre de 1,4 p.c. chacune de ces deux années, les salaires conventionnels nominaux ont progressé dans le secteur privé de 2,4 p.c. en 2004, contre 1,8 p.c. en 2003.

Si l'on intègre à cette évolution le glissement des salaires, qui comprend notamment les augmentations et primes accordées par les entreprises, les salaires horaires bruts auraient progressé, au total, de 3,3 p.c. pendant l'année sous revue, contre 3,1 p.c. en 2003, soit une hausse annuelle légèrement inférieure à celle observée les deux années précédentes durant lesquelles ils avaient augmenté de quelque 3,7 p.c. en moyenne par an.

L'évolution des coûts salariaux reflète, outre celle des salaires bruts, qui en représente l'essentiel, les fluctuations des cotisations sociales à charge des employeurs. En 2003 et 2004, ces cotisations patronales ont exercé un effet modérateur sur l'augmentation des coûts salariaux, la freinant à concurrence de, respectivement, 0,4 et 0,6 p.c.

La diminution de ces cotisations résulte principalement d'une baisse des contributions versées aux administrations publiques. En 2004, diverses mesures sont entrées en application : celles annoncées lors de la conférence pour l'emploi de septembre et octobre 2003, ainsi que celles visant à la simplification et l'harmonisation des réductions

TABLEAU 22 COÛTS SALARIAUX DANS LE SECTEUR PRIVÉ

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

	2000	2001	2002	2003 e	2004 e
Salaires bruts par heure prestée (1)	2,3	3,7	3,6	3,1	3,3
Salaires conventionnels (2)	2,8	3,3	3,8	1,8	2,4
Adaptations conventionnelles réelles	1,3	0,8	1,5	0,4	1,0
Indexations	1,5	2,5	2,3	1,5	1,4
Glissement des salaires (3)	–0,4	0,3	–0,2	1,2	0,7
Cotisations sociales des employeurs (4)	–0,8	0,4	0,6	–0,4	–0,6
Cotisations versées aux administrations publiques	–0,7	0,0	0,3	–0,5	–0,5
Autres cotisations (5)	–0,1	0,5	0,4	0,1	0,0
Coûts salariaux par heure prestée (1)	1,5	4,1	4,2	2,7	2,6

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

(1) Données corrigées des effets de calendrier.

(2) Augmentations salariales fixées en commissions paritaires.

(3) Augmentations et primes accordées par les entreprises au-delà des conventions collectives interprofessionnelles et sectorielles, glissement des salaires résultant de changements dans la structure de l'emploi – entre autres en fonction des augmentations barémiques et à cause des programmes de création d'emplois – et erreurs et omissions.

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

(5) Versements aux organismes privés, dans le cadre par exemple de fonds de pension ou d'assurances-groupe, ainsi que les cotisations patronales imputées, à savoir notamment les indemnités de licenciement.

de cotisations patronales à la sécurité sociale, également décidées dans le courant de l'année 2003. Ainsi, la plupart des dispositifs qui existaient jusqu'alors ont été remplacés par une réduction globale des cotisations patronales qui se compose de deux parties : d'une part, la réduction structurelle, qui varie en fonction de la rémunération de référence du travailleur et qui est plus particulièrement ciblée à la fois sur les bas salaires (jusqu'à 1.956,60 euros bruts par mois) et les hauts salaires (à partir d'un niveau de 12.000 euros bruts par trimestre), d'autre part, une déduction spécifique pour des groupes cibles, à savoir les premiers emplois, les chômeurs de longue durée, les travailleurs âgés et les jeunes travailleurs. Par ailleurs, des allégements spécifiques ont été accordés en cas de diminution collective du temps de travail. Les réductions de cotisations sur les bas salaires ont, en outre, été accentuées en vue de stimuler le maintien en emploi, voire le recrutement, de travailleurs peu qualifiés exerçant des fonctions faiblement rémunérées : à cette fin, le montant forfaitaire de la réduction générale est majoré d'un complément qui s'accroît à mesure que la rémunération du travailleur est plus faible.

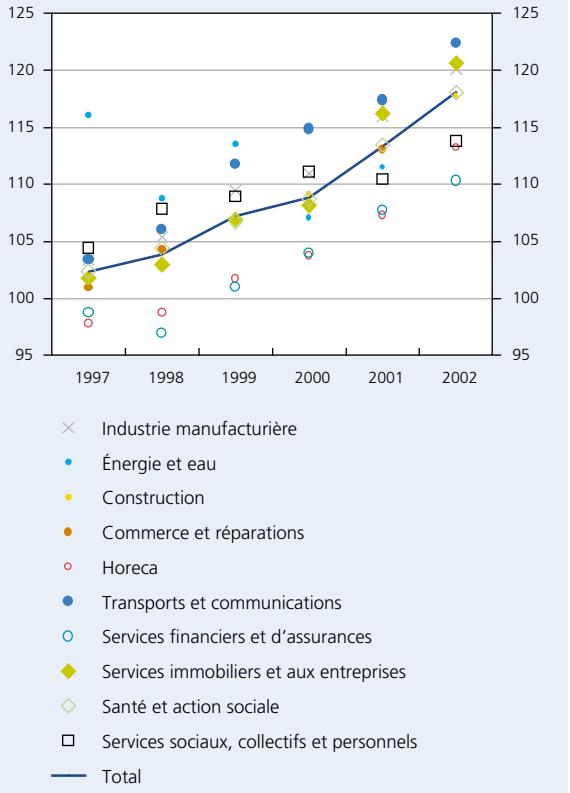
Les autres cotisations sociales à charge des employeurs, c'est-à-dire celles versées aux organismes privés dans le cadre, par exemple, de fonds de pension ou d'assurances-groupe et celles qui sont imputées, à savoir notamment les indemnités de licenciement, ont enregistré, au cours des années récentes, des variations régulières à la hausse. Deux facteurs, en particulier, ont influencé cette évolution : la démocratisation de l'accès au régime de pensions complémentaires, dites du « deuxième pilier », et l'éclatement de la bulle boursière en 2000, qui a nécessité dans certains cas le versement de primes plus importantes pour assurer la couverture des engagements futurs.

Au total, la hausse des coûts salariaux dans le secteur privé a été de 2,6 p.c. en 2004, contre 2,7 p.c. en 2003. Cette évolution recouvre des progressions différentes d'une branche d'activité à l'autre. Si l'on considère la période 1995-2002 pour laquelle des données détaillées par branche sont disponibles dans les comptes nationaux, on peut déduire de la dispersion observée des augmentations annuelles de coûts salariaux horaires que l'existence de la norme salariale, tantôt maximale, tantôt indicative, n'a pas fait obstacle à une certaine flexibilité dans la détermination des salaires entre les branches d'activité, même si une tendance commune se dessine autour de la moyenne.

Ce résultat s'explique par le fait qu'une part importante de l'évolution des salaires est déterminée par leur liaison automatique à l'évolution des prix à la consommation et par les augmentations conventionnelles décidées au sein des commissions paritaires. Ce constat sur le plan macroéconomique peut cependant encore être nuancé : en effet, si l'on affine l'analyse par un examen des variations des coûts salariaux horaires au niveau des entreprises de chaque branche d'activité, une image différente se forme. On se réfère, pour cet examen, aux données des bilans sociaux déposés par les entreprises pour les exercices 1997 à 2003. Pendant cette période, en moyenne, les coûts salariaux ont progressé de plus d'une fois et demie la moyenne dans environ 40 p.c. des entreprises, occupant ensemble 35 p.c. des travailleurs du secteur privé. Cette proportion d'entreprises est égale ou supérieure à 38 p.c. dans toutes les branches d'activité, sauf les transports et communications où elle est moindre. Dans 36 p.c. des firmes, employant au total 32 p.c. des salariés du secteur privé, les coûts horaires ont en revanche progressé de moins de la moitié de la moyenne. Enfin, dans un quart des sociétés, l'augmentation des salaires horaires a été comprise entre ces deux seuils et a donc été proche de la moyenne de l'ensemble des entreprises.

GRAPHIQUE 42 COÛTS SALARIAUX HORAIRES DANS LE SECTEUR PRIVÉ : VENTILATION PAR BRANCHE D'ACTIVITÉ (1)

(indices 1996 = 100)

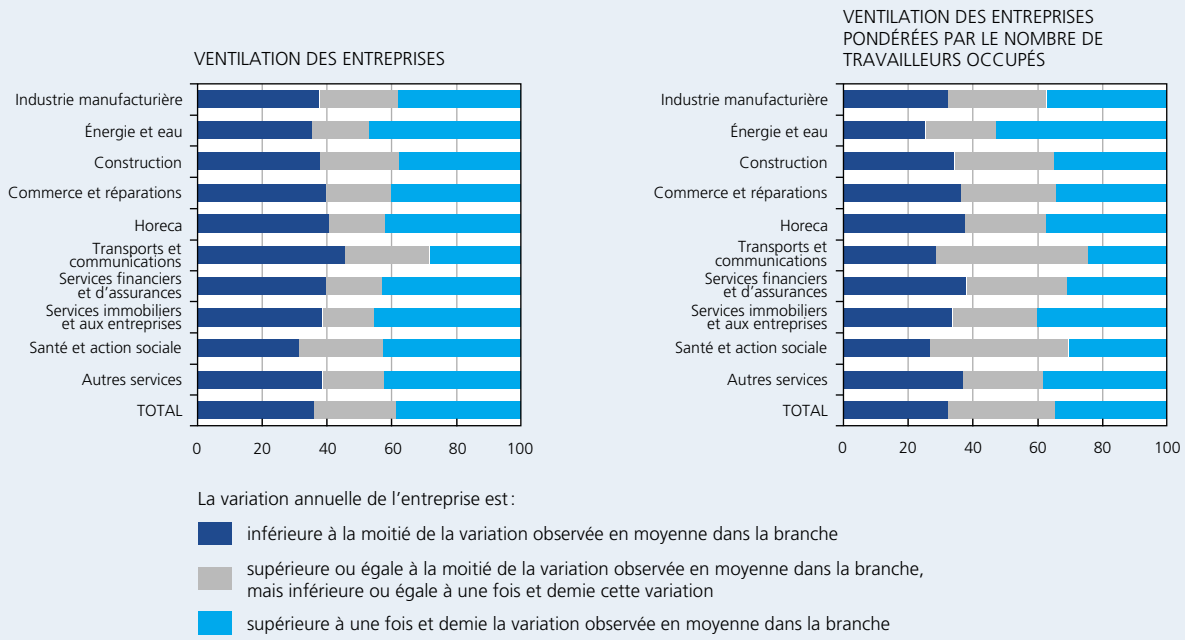


Source : ICN.

(1) Seules les branches les plus représentatives de l'emploi salarié dans le secteur privé ont été retenues.

GRAPHIQUE 43 DISPERSION DES VARIATIONS DES FRAIS DE PERSONNEL PAR HEURE PRESTÉE POUR LES ENTREPRISES SOUMISES AU BILAN SOCIAL, ENTRE 1997 ET 2003

(pourcentages du total, moyennes annuelles [1])



Source : BNB (bilans sociaux).

(1) Les moyennes annuelles ont été calculées à partir des parts relatives enregistrées pour des populations d'entreprises ayant déposé un bilan social pour deux exercices successifs entre 1997 et 2003.

Il s'agit, en général, pour cette dernière catégorie, de firmes d'une taille supérieure à la moyenne, puisque, ensemble, elles occupent un tiers des travailleurs.

Il se confirme ainsi que la coordination nationale des salaires ne restreint pas la capacité qu'ont les entreprises d'adapter l'évolution des coûts salariaux à leur situation spécifique. La tendance à la décentralisation amorcée au niveau des négociations sectorielles devrait consacrer et renforcer cette pratique, en donnant aux entreprises elles-mêmes une plus grande latitude pour déterminer les hausses salariales qu'elles accordent. La flexibilité observée au niveau de l'évolution des coûts salariaux n'est toutefois pas la conséquence exclusive des négociations salariales interprofessionnelles ou sectorielles, ou des accords conclus au sein des entreprises ; interagissent également la politique de recrutement des firmes, les arrangements bilatéraux entre employeur et travailleur, les mesures en faveur de l'emploi, etc.

Cette flexibilité trouve également son expression sur le plan régional, comme en témoigne l'analyse des frais de personnel par branche d'activité et par région figurant dans l'encadré 11, réalisée également à partir des données des bilans sociaux.

La productivité horaire du travail dans le secteur privé, mesurée par le rapport entre la valeur ajoutée à prix constants et le volume de travail, exprimé en heures, a augmenté de 2,1 p.c. en 2004, soit un rythme proche de celui des coûts salariaux par heure prestée. De la sorte, la hausse des coûts salariaux par unité produite a été limitée à 0,5 p.c.

Le profil de l'évolution de la productivité du travail reflète largement celui de l'activité économique. Les gains de productivité, qui étaient élevés en 1997, année de haute conjoncture, se sont tassés en 1998, pour repartir à la hausse en 1999 et en 2000, année pour laquelle on a enregistré un pic dans l'activité économique. En 2001, la productivité apparente du travail s'est inscrite en recul, le volume de travail continuant à augmenter alors que la valeur ajoutée ralentissait sa progression. La productivité s'est redressée par la suite, sous l'effet, dans un premier temps, de la contraction de l'emploi à la suite notamment de restructurations d'entreprises, puis du retour à une croissance plus dynamique de l'activité dans le secteur privé.

TABLEAU 23 COÛTS SALARIAUX PAR UNITÉ PRODUITE DANS LE SECTEUR PRIVÉ

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

	2000	2001	2002	2003 e	2004 e
Coûts salariaux par heure prestée	1,5	4,1	4,2	2,7	2,6
Productivité apparente du travail (1)	1,4	–0,4	2,3	1,9	2,1
Coûts salariaux par unité produite	0,1	4,6	1,9	0,8	0,5

Sources : ICN, BNB.

(1) Rapport entre la valeur ajoutée à prix constants et le volume de travail presté par les travailleurs salariés et les indépendants. Pour ces derniers, le nombre d'heures prestées est estimé en considérant que chacun preste un volume de travail équivalent à la moyenne de celui des salariés.

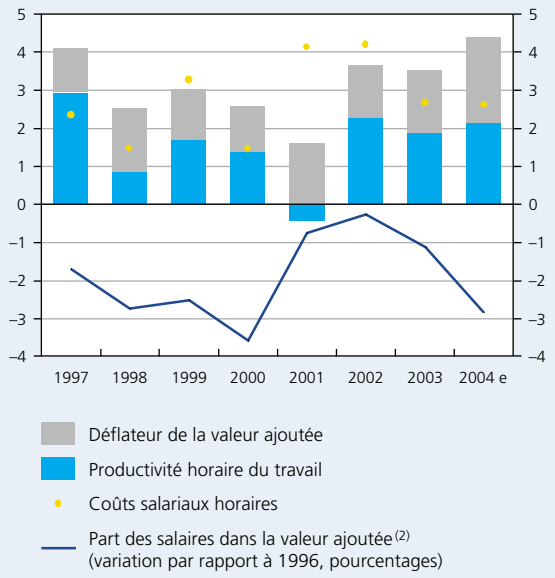
La faible progression des coûts salariaux par unité produite, conjuguée à l'accroissement du prix unitaire de la valeur ajoutée, s'est traduite par une nette progression de la marge brute d'exploitation des sociétés. Ainsi, la part des revenus du travail dans la valeur ajoutée, qui avait sensiblement augmenté en 2001 et 2002 en raison de la forte hausse des coûts salariaux horaires, a diminué pour la deuxième année consécutive. Elle était, en 2004, de quelque 2,8 p.c. inférieure au niveau observé en 1996, année où est entrée en vigueur la loi relative à la promotion de l'emploi et à la sauvegarde préventive de la compétitivité.

Pour une petite économie ouverte, cette évaluation menée sur le plan interne doit être complétée par une appréciation de l'évolution relative des coûts salariaux par rapport aux pays concurrents, car celle-ci reste un déterminant capital de la compétitivité des entreprises et de l'emploi en Belgique. C'est pourquoi la loi de 1996 relative à la promotion de l'emploi et à la sauvegarde préventive de la compétitivité stipule notamment que la norme salariale, qui encadre l'évolution des salaires horaires nominaux dans le secteur privé en Belgique, se calcule sur la base de la croissance moyenne des coûts salariaux dans les trois principaux pays voisins et concurrents, à savoir l'Allemagne, la France et les Pays-Bas.

Sur la base des données nationales les plus récentes, le Conseil central de l'économie (CCE) a établi que le coût salarial horaire a progressé de 2,8 p.c. en moyenne chez nos voisins en 2003 et de 1,6 p.c. en 2004, soit sensiblement moins que la marge indicative fixée en décembre 2002, sur la base notamment des prévisions de croissance des coûts salariaux en vigueur à l'époque. Cette évolution a été également largement inférieure à la hausse des salaires observée en Belgique, encore que ce constat doive peut-être être nuancé compte tenu des incertitudes subsistant sur l'évolution effective des coûts salariaux en 2003. Un problème similaire à celui mentionné au début de ce chapitre pour les statistiques d'emploi pourrait en effet avoir été à l'origine d'une rupture de série dans les données de salaires transmises à l'ICN.

GRAPHIQUE 44 COÛTS SALARIAUX, DÉFLATEUR ET PRODUCTIVITÉ DU TRAVAIL DANS LE SECTEUR PRIVÉ (1)

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



Sources : ICN, BNB.

(1) Données corrigées des effets de calendrier.

(2) Rapport entre, d'une part, les coûts salariaux et les revenus du travail imputés aux indépendants et, d'autre part, la valeur ajoutée aux prix du marché.

Encadré 11 – La politique salariale des entreprises dans les régions en Belgique : quelques informations tirées des bilans sociaux [1]

Les bilans sociaux, qui rassemblent une série d'informations sur l'emploi, le volume de travail et les frais de personnel des entreprises établies en Belgique, montrent que leur localisation constitue un facteur de différenciation des coûts salariaux. L'analyse est limitée aux exercices 1998 à 2002, de manière à disposer de données de qualité suffisante et permettant d'assurer la représentativité des résultats au niveau régional pour toutes les branches d'activité. Les entreprises ont été réparties entre sociétés unirégionales et multirégionales selon qu'elles sont implantées ou non dans plus d'une région.

STRUCTURE DE L'EMPLOI ET FRAIS DE PERSONNEL PAR HEURE PRESTÉE EN 2002 : VENTILATION PAR RÉGION ET PAR BRANCHE D'ACTIVITÉ

	Entreprises unirégionales			Entreprises multirégionales			Total
	Bruxelles	Flandre	Wallonie	Bruxelles	Flandre	Wallonie	
Structure de l'emploi (pourcentages du total)							
Agriculture	0,1	0,7	0,6	0,0	0,0	0,0	0,5
Industrie	10,8	33,7	28,0	7,4	22,2	43,3	27,2
Construction	3,6	8,4	10,4	5,0	3,9	8,7	7,3
Commerce, transports et communications	30,7	25,2	25,1	29,9	53,3	26,3	30,7
Services financiers, d'assurances, immobiliers et aux entreprises	30,0	10,7	7,7	55,4	13,7	16,0	15,8
Autres services	24,8	21,3	28,1	2,3	6,9	5,7	18,6
Total	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Frais de personnel par heure prestée (en euro)							
Agriculture [1]	–	–	–	–	–	–	18,4
Industrie	31,2	30,1	28,8	36,1	44,8	36,8	32,3
Construction	23,7	24,4	22,6	34,3	30,1	27,9	25,1
Commerce, transports et communications	28,9	24,1	21,1	32,2	24,9	23,4	25,0
Services financiers, d'assurances, immobiliers et aux entreprises	39,0	29,8	27,6	46,4	36,2	35,6	36,2
Autres services	27,7	24,4	23,2	24,8	21,4	20,5	24,4
Total	31,7	26,9	24,6	39,8	31,0	31,5	28,7
p.m. Nombre d'entreprises (unités)	*8.994*	*44.031*	*17.590*	*311*	*535*	*221*	*71.682*
p.m. Nombre de travailleurs occupés (unités)	*174.956*	*857.064*	*312.703*	*126.596*	*304.896*	*59.857*	*1.836.072*

Source : BNB (bilans sociaux).

(1) Les résultats au niveau régional ne sont pas repris, vu leur non-représentativité : cette branche compte en effet une forte proportion d'indépendants, lesquels ne sont pas soumis à l'obligation de déposer un bilan social, qu'ils emploient, ou non, du personnel salarié.

(1) Pour une information plus détaillée sur cette question, voir *Le bilan social 2003*, Heuse P. et Delhez Ph. (2004), Revue économique, BNB, 4e trimestre, pp. 95-133.

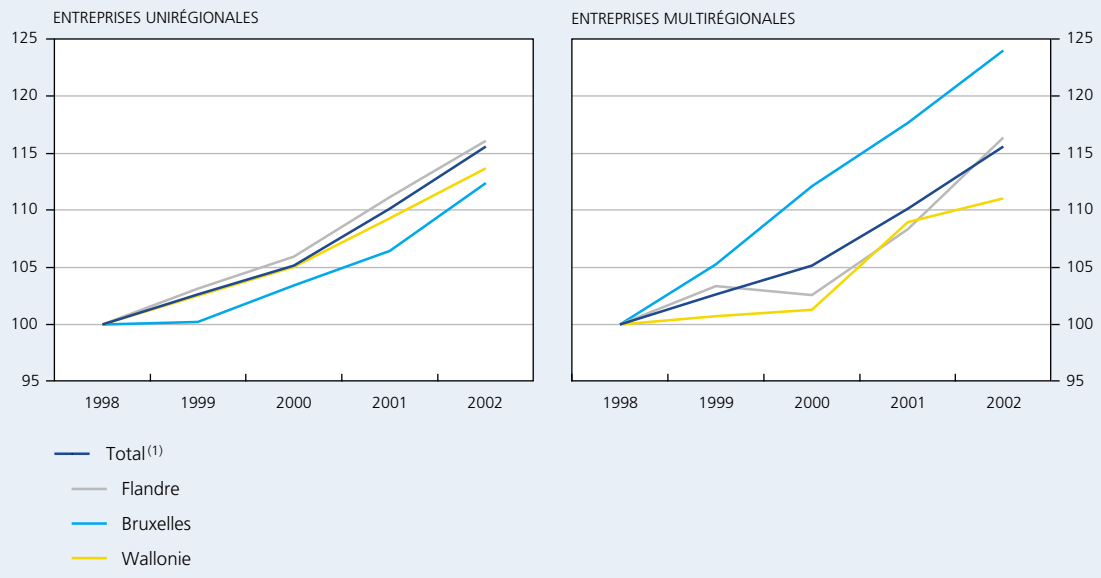
Les entreprises unirégionales, établies dans une seule région, sont généralement des entreprises de petite taille, employant en moyenne 19 personnes. Les structures d'activité des entreprises unirégionales flamandes et wallonnes sont assez proches, même si davantage de travailleurs sont occupés dans les branches industrielles en Flandre et dans la branche « autres services », qui comprend principalement des entreprises de la santé et de l'action sociale, en Wallonie. À Bruxelles, ce sont les branches « services financiers, d'assurances, immobiliers et aux entreprises » et « commerce, transports et communications » qui comptent proportionnellement le plus grand nombre de travailleurs.

La prépondérance de la branche des « services financiers, d'assurances, immobiliers et aux entreprises » dans l'activité économique de Bruxelles y influence le coût moyen du travail, car les coûts horaires sont, dans cette branche, parmi les plus élevés de l'économie. Les frais de personnel observés dans les entreprises unirégionales de cette branche implantées en Flandre et en Wallonie sont sensiblement plus faibles que ceux observés dans les firmes opérant à Bruxelles, dont la taille moyenne est, il est vrai, deux fois plus importante. En effet, le niveau des coûts salariaux horaires augmente généralement avec la taille des entreprises. On note toutefois que parmi les sociétés unirégionales, quelle que soit leur taille ou leur branche d'activité, celles établies à Bruxelles enregistrent presque systématiquement les coûts salariaux les plus élevés et celles implantées en Wallonie, les coûts les plus faibles. En moyenne, les coûts salariaux horaires s'élèvent à environ 32 euros dans les entreprises unirégionales bruxelloises et à respectivement près de 27 et 25 euros en Flandre et en Wallonie.

Les entreprises multirégionales sont attribuées à la région dans laquelle elles comptent le plus grand nombre de postes de travail ; elles occupent en moyenne 460 salariés. Les multirégionales bruxelloises sont principalement spécialisées dans les « services financiers, d'assurances, immobiliers et aux entreprises », qui occupent plus de la moitié de leurs travailleurs. Les multirégionales flamandes sont davantage présentes dans la branche « commerce, transports et communications » (53 p.c. des travailleurs) et les multirégionales wallonnes dans l'industrie (43 p.c.).

CROISSANCE DES FRAIS DE PERSONNEL PAR HEURE PRESTÉE : VENTILATION PAR RÉGION

(indices 1998 = 100)



Source : BNB (bilans sociaux).

(1) Total des entreprises unirégionales et multirégionales.

Le niveau moyen des frais de personnel par heure prestée dans les entreprises multirégionales implantées essentiellement à Bruxelles était, en 2002, proche de 40 euros, contre approximativement 31 euros dans les multirégionales en Flandre et en Wallonie. Par rapport à ces deux régions, les coûts salariaux observés à Bruxelles étaient nettement plus élevés non seulement dans la branche « services financiers, d'assurances, immobiliers et aux entreprises », mais aussi dans celle du « commerce, transports et communications », ces deux branches employant ensemble 85 p.c. des travailleurs occupés par des firmes multirégionales bruxelloises. La similitude entre la Flandre et la Wallonie n'est qu'apparente : elle résulte de la spécialisation relative des deux régions. Les coûts horaires sont, en effet, pour chacune des branches, plus importants en Flandre qu'en Wallonie. Mais la prépondérance des entreprises industrielles en Wallonie, qui enregistrent les frais par heure de travail les plus élevés de la région, tire la moyenne vers le haut, tandis qu'une situation inverse prévaut en Flandre, où le secteur dominant du « commerce, transports et communications » est celui dans lequel s'observe un des plus faibles coûts horaires.

La position relative des six groupes d'entreprises n'a pas changé entre 1998 et 2002, les évolutions entre ces deux années ayant été assez homogènes. En moyenne, les coûts salariaux horaires ont augmenté d'un peu plus de 15 p.c. dans la population totale des entreprises. En Flandre, cette progression a été légèrement plus rapide, puisqu'elle a atteint 16 p.c., tant pour les firmes unirégionales que multirégionales. Ailleurs, le rythme de croissance est resté plus modéré, sauf dans les entreprises multirégionales implantées principalement à Bruxelles où, partant d'un niveau salarial déjà supérieur, l'accroissement a été de 24 p.c.

La croissance moyenne moins vive qu'escompté des salaires chez les trois principaux partenaires s'explique principalement par les développements intervenus sur le marché du travail en Allemagne, où la détérioration de la conjoncture et la progression du chômage ont pesé sur la dynamique des salaires. Celle-ci a également été influencée par les acquis de la réforme fiscale menée dans ce pays, grâce à laquelle les salaires nets ont crû plus rapidement que les salaires bruts. Par ailleurs, un glissement négatif des salaires, causé notamment par le recours toujours plus fréquent à des formes flexibles d'annualisation de la durée du travail et par la création d'emplois caractérisés par un temps de travail très court et un coût horaire réduit, y a aussi été observé.

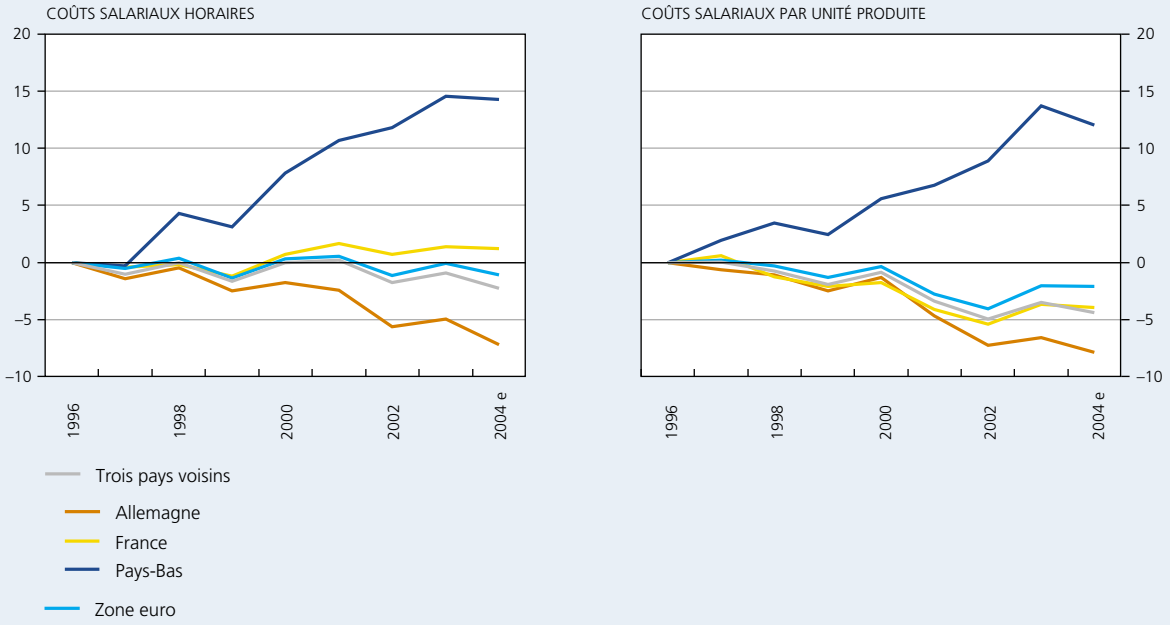
Au total, depuis 1996, date d'entrée en vigueur de la loi relative à la promotion de l'emploi et à la sauvegarde préventive de la compétitivité, la Belgique aurait, selon l'OCDE et le CCE, enregistré une croissance des coûts salariaux horaires de 2,2 points de pourcentage supérieure à celle observée en moyenne dans les entreprises des trois pays voisins. Par rapport à la zone euro, le dérapage serait de quelque 1,1 point de pourcentage. Exprimé en termes de coûts salariaux par unité produite, c'est-à-dire en tenant compte d'éventuelles corrections liées aux évolutions de la productivité des travailleurs, le handicap accumulé par la Belgique vis-à-vis des trois principaux pays voisins, sur l'ensemble de la période couverte par la loi de 1996, serait plus important, soit 4,4 points de pourcentage. Contrairement à l'écart en termes de coûts horaires, il ne se serait cependant que peu élargi en 2004, l'accélération des gains de productivité ayant été plus vive en Belgique que chez les partenaires. Vis-à-vis de la zone euro, la position relative de la Belgique en termes de coût salarial par unité de valeur ajoutée se serait détériorée de 2,1 points de pourcentage depuis 1996.

Comme le prévoit la loi, le CCE a par ailleurs calculé la marge maximale pour l'évolution du coût salarial en 2005 et 2006, en prenant en compte l'augmentation des salaires prévue dans les trois principaux pays voisins : elle s'établit à 5,3 p.c. En théorie, cette marge, qui comprend au moins les indexations et les augmentations barémiques, peut être réduite à concurrence des écarts constatés les années précédentes entre l'évolution des salaires en Belgique et dans les trois pays de référence.

Dans ce cadre et dans la perspective de préserver la compétitivité des entreprises et de promouvoir la création d'emplois, le projet d'accord interprofessionnel, conclu entre les partenaires sociaux en janvier 2005, prévoit une norme indicative de croissance des coûts salariaux de 4,5 p.c. dans le secteur privé pour les années 2005 et 2006, inférieure à l'évolution prévue par le CCE dans les

GRAPHIQUE 45 COÛTS SALARIAUX DANS LE SECTEUR PRIVÉ EN BELGIQUE ET DANS LA ZONE EURO

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



Sources : OCDE, CCE.

trois pays voisins. Les partenaires sociaux ont invité les secteurs et tous les employeurs et travailleurs salariés à négocier une évolution modérée des salaires en solidarité avec les salariés dont l'emploi est menacé et avec les demandeurs d'emploi. De surcroît, ils ont recommandé aux employeurs et aux travailleurs des secteurs et des entreprises soumis à la concurrence internationale de négocier le volet salarial de cet accord de manière responsable.

5. Prix

5.1 Inflation en Belgique

Au cours de l'année sous revue, l'inflation mesurée à l'aide de l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) s'est élevée à 1,9 p.c., contre 1,5 p.c. pour l'année précédente. Cependant, la Belgique a encore enregistré un des taux d'inflation les plus bas de l'union monétaire, pour laquelle l'inflation a atteint 2,1 p.c. en 2004.

TABLEAU 24 INDICE DES PRIX À LA CONSOMMATION HARMONISÉ EN BELGIQUE

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

	Total	Produits énergétiques	Produits alimentaires non transformés [1]	Tendance sous-jacente de l'inflation [2]	Produits alimentaires transformés	Biens industriels non énergétiques	Services	*p.m. Indice-santé* [3]
1999	1,1	2,0	0,0	1,1	0,6	0,8	1,8	*0,9*
2000	2,7	16,3	0,2	1,1	1,3	0,0	2,3	*1,9*
2001	2,4	1,4	6,9	2,1	2,2	2,0	2,1	*2,7*
2002	1,6	–3,6	3,2	2,1	1,5	1,7	2,6	*1,8*
2003	1,5	0,2	1,7	1,7	2,8	1,0	1,9	*1,5*
2004	1,9	6,6	0,9	1,4	2,2	0,3	2,1	*1,6*
	À l'exclusion des variations de prix de nature principalement administrative [4]							
1999	1,2	1,7	0,0	1,3	0,6	0,8	2,2	
2000 [5]	3,0	16,8	0,2	1,5	1,2	0,7	2,4	
2001	2,6	1,9	6,9	2,2	2,1	1,9	2,5	
2002	1,9	–2,7	3,2	2,4	1,5	1,6	3,4	
2003	1,8	1,0	1,7	2,0	2,1	1,0	2,7	
2004	1,8	5,1	0,9	1,5	2,2	0,3	2,3	

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

(1) Fruits, légumes, viande et poisson.

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

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

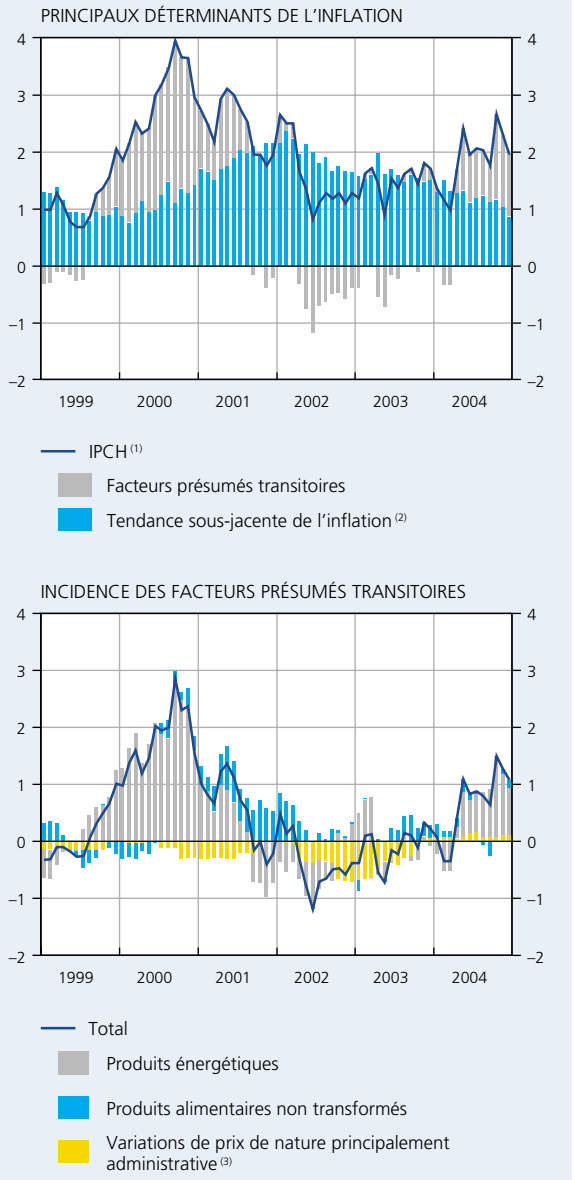
(4) C'est-à-dire les mesures relatives à la redevance radiotélévision, les modifications de tarification dans les industries de réseau dans lesquelles la libéralisation est la plus poussée, à savoir les télécommunications, l'électricité et le gaz, et les modifications dans la fiscalité indirecte.

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

Cette évolution est le fruit d'une accélération notable de l'inflation au cours de l'année sous revue. L'inflation est ainsi passée de 1,2 à 2,3 p.c. entre le premier et le dernier trimestre de 2004. Cette progression est attribuable à un ensemble de facteurs pouvant chacun affecter les prix à la consommation rapidement et significativement, mais dont l'influence est en principe de courte durée. Ainsi, l'accélération de l'inflation en 2004 est due en premier lieu à la forte augmentation des cours du pétrole brut, qui a entraîné des hausses de prix marquées des produits énergétiques. Elle a, en outre, été poussée par un relèvement de la fiscalité indirecte sur le tabac et les carburants pour automobiles, alors que la contribution à l'inflation de l'ensemble des mesures de nature administrative de ce type avait encore été nettement négative en 2003. L'évolution modérée des prix des produits alimentaires non transformés, à la suite de conditions d'offre relativement favorables, n'a freiné que dans une mesure limitée la progression des prix à la consommation.

GRAPHIQUE 46 INFLATION : VENTILATION ANALYTIQUE

(contribution des différentes composantes en points de pourcentage, sauf mention contraire)



Sources : CE, BNB.

(1) Pourcentages de variation par rapport au mois correspondant de l'année précédente, à l'exclusion de l'effet estimé, en janvier et juillet 2000, de la prise en compte à partir de 2000 des soldes dans l'IPCH.

(2) IPCH, à l'exclusion des variations de prix de nature principalement administrative, des produits alimentaires non transformés et des produits énergétiques.

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

Des facteurs similaires ont également affecté l'inflation dans la zone euro. Ce type de chocs sur les prix a généralement un effet inflationniste quasiment immédiat qui, étant donné les délais de transmission de la politique monétaire, ne peut guère être maîtrisé. C'est précisément la raison pour laquelle la stratégie de politique monétaire de l'Eurosystème stipule que la stabilité des prix doit être maintenue à moyen terme. Une telle orientation implique toutefois que la politique monétaire veille à ce que ces chocs ne donnent pas lieu à des effets dits de « second tour », c'est-à-dire à l'amorce d'une spirale prix-salaires. Ce n'est qu'à cette condition que leur effet sur l'inflation sera transitoire.

En faisant abstraction de l'incidence des facteurs présumés transitoires, c'est-à-dire les variations de prix de nature principalement administrative, des produits énergétiques, et des produits alimentaires non transformés, on obtient une meilleure image de l'influence des facteurs qui déterminent l'inflation à moyen terme. En 2004, la tendance sous-jacente de l'inflation, ainsi mesurée, a significativement décéléré, passant de 2 p.c. en 2003 à 1,5 p.c.

Incidence des facteurs présumés transitoires

Au cours de l'année sous revue, l'inflation a été fortement influencée par l'évolution des prix des produits énergétiques, qui reflètent dans une large mesure les cours du pétrole brut. Durant le premier trimestre de 2004, des baisses de prix ont été enregistrées pour les produits énergétiques à la suite d'un effet de base, les cours du baril de pétrole ayant été momentanément orientés à la hausse au début de 2003. Toutefois, à partir du mois de mai, les produits énergétiques ont fortement renchéri. Les augmentations ont ainsi atteint 16 p.c. en octobre par rapport au mois correspondant de l'année précédente. En effet, en 2004, les cours du pétrole brut libellés en dollar ont subi un fort mouvement de hausse, surpassant les

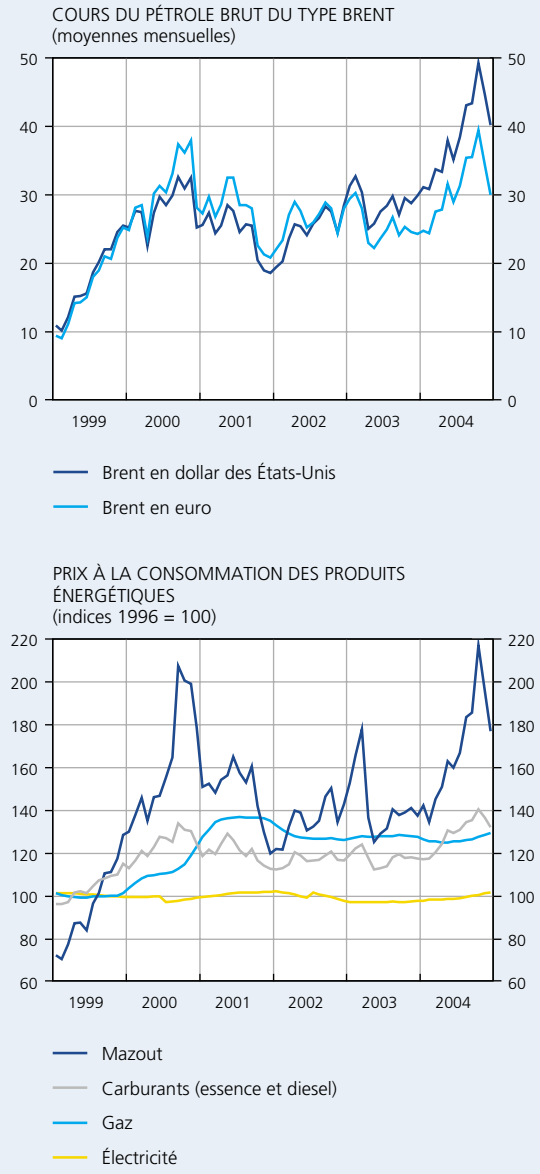
niveaux enregistrés en 2000. L'appréciation de la monnaie unique a, cependant, permis d'atténuer en partie l'effet de ce renchérissement. Exprimé en euro, le prix du baril de Brent n'a en effet légèrement dépassé le sommet atteint à la fin de 2000 qu'au cours du mois d'octobre 2004.

La transmission de l'évolution du prix du pétrole brut en euro aux produits énergétiques est presque immédiate pour le mazout de chauffage et les carburants automobiles, dont les prix à la consommation sont liés par le « contrat de programme » aux cotations des produits pétroliers raffinés – qui suivent de très près l'évolution des cours du pétrole brut (voir également l'encadré 12). Par contre, pour le gaz naturel, la transmission s'effectue avec un délai considérable. En effet, les contrats de livraison à long terme pour le gaz sont indexés sur l'évolution du prix du pétrole, avec un retard moyen d'environ six mois. De plus, comme le prix du gaz est mesuré dans l'indice des prix à la consommation par le biais de factures annuelles, les variations des prix à l'importation ne se répercutent dans l'IPCH qu'avec un décalage supplémentaire. De fait, le mouvement des prix du pétrole n'a commencé à se refléter dans les prix à la consommation du gaz qu'à partir du troisième trimestre de 2004. La transmission de l'évolution du prix du pétrole brut aux prix à la consommation de l'électricité s'effectue aussi avec un décalage important et, en outre, elle a été contrecarrée, au cours de l'ensemble de la période 1999-2004, par l'évolution des coûts d'origine intérieure.

L'ampleur de la transmission de l'évolution du prix du pétrole aux produits énergétiques dépend, dans une large mesure, de l'importance relative dans le prix de vente final de la valeur ajoutée domestique aux différents niveaux du processus de production et de distribution, et des taxes forfaitaires. Ces facteurs évoluent généralement de façon nettement moins prononcée que le prix du pétrole brut et peuvent même, dans certains cas, aller en sens inverse.

Ainsi, l'ampleur de la transmission est la plus importante pour le mazout, pour lequel le prix du produit raffiné représente presque 80 p.c. du prix à la consommation. Elle est nettement moindre pour les carburants automobiles et le gaz. Pour ces produits, la part des coûts de combustibles dans le prix de vente s'élève à environ 30 et 40 p.c. respectivement, eu égard notamment à l'importance plus élevée des accises pour les carburants automobiles et des coûts de transport et de distribution pour le gaz naturel. Pour l'électricité, la part des combustibles dans le prix de vente ne représente que 20 p.c., étant donné l'importance des coûts de production et de distribution. Pour ce produit, la transmission des prix du pétrole brut est par ailleurs atténuée, d'une part, par l'importance des coûts des combustibles autres que le pétrole, et d'autre part,

GRAPHIQUE 47 COURS DU PÉTROLE BRUT ET PRIX À LA CONSOMMATION DES PRODUITS ÉNERGÉTIQUES



Sources : CE, FMI, BNB.

par la réduction des coûts d'origine intérieure à la suite de modifications tarifaires successives. En effet, afin de préparer le secteur à la libéralisation, des réductions tarifaires ont été introduites progressivement depuis 2000 à la demande du gouvernement fédéral, de sorte que le prix de l'électricité n'a guère varié entre 2000 et 2004. Si le système de prix réglementés pour l'électricité reste d'application à Bruxelles et en Wallonie, le marché est totalement libéralisé en Flandre depuis juillet 2003 (voir aussi à ce propos l'encadré 12). Cependant, les prix sur

le segment de marché libéralisé en Flandre, qui sont plus avantageux que les prix réglementés, ne sont pas encore pris en compte dans l'IPCH.

Les prix à la consommation des produits énergétiques ont, par ailleurs, été influencés par des variations de taxes indirectes. Au cours du premier semestre de 2004, les accises sur l'essence et le diesel ont augmenté, à la suite de l'activation du système de cliquet instauré en 2003. En effet, selon ce système, la moitié de chaque réduction de prix découlant de l'application du « contrat de programme » est compensée par une augmentation permanente des accises. En 2004, la hausse cumulée des accises a atteint en juin le maximum annuel déterminé par la loi, soit 28 euros par 1.000 litres, pour le diesel et pour l'essence. Ces augmentations d'accises ont eu lieu, malgré la hausse tendancielle des cotations des produits pétroliers raffinés, à la faveur de retournements temporaires dans cette tendance. Pour que le système soit activé, il suffit, en effet, qu'une baisse de prix soit enregistrée, peu importe si elle fait suite à une hausse de prix ou non. En revanche, le prélèvement sur la consommation d'électricité, qui est destiné à compenser la perte de revenu des communes à la suite de la libéralisation, déjà prévu dans la loi-programme du 24 décembre 2002 et confirmé par la loi-programme du 27 décembre 2004, n'a pas encore été incorporé dans la facturation aux particuliers au cours de l'année sous revue.

D'autres hausses de taxes indirectes ont également été mises en œuvre en 2004, notamment pour le tabac. Au total, la contribution des augmentations des impôts indirects à l'inflation s'est élevée à 0,2 point de pourcentage. Elles n'ont été que très partiellement compensées par des réductions tarifaires pour l'électricité, et l'entrée en vigueur, en avril 2004, de la loi sur les taxes environnementales et les écoboni. Cette loi vise à modifier le prix relatif des boissons selon que leur emballage est réutilisable ou non, en vue de favoriser l'achat d'emballages réutilisables. En 2004, cela s'est traduit par une réduction des accises et de la TVA sur les boissons non alcoolisées et par l'introduction de la cotisation d'emballage, d'application sur toutes les boissons dont le contenant n'est pas réutilisable. L'effet net de la loi susvisée sur le prix des boissons a été négatif.

Malgré l'effet résiduaire de la réduction de la redevance radiotélévision en Wallonie, les variations de prix de nature principalement administrative ont contribué positivement à l'inflation en 2004, à concurrence de 0,1 point de pourcentage au total, alors que cette contribution avait été négative aussi bien en 2003 qu'en 2002, à la suite essentiellement de la suppression de la redevance radiotélévision en Flandre et à Bruxelles.

TABLEAU 25 VARIATIONS DE PRIX DE NATURE PRINCIPALEMENT ADMINISTRATIVE

(contribution à l'inflation, points de pourcentage)

	2002	2003	2004
Impôts indirects sur les produits pétroliers et le tabac	–	0,12	0,19
Modifications tarifaires pour l'électricité et le gaz	–0,09	–0,13	–0,01
Taxes environnementales et écoboni	–	–	–0,05
Redevance radiotélévision			
Suppression en Flandre et à Bruxelles	–0,27	–0,27	–
Réduction en Wallonie	–	–0,05	–0,05
Total	–0,36	–0,33	0,09

Source : BNB.

Les prix des produits alimentaires non transformés constituent traditionnellement une source additionnelle de variabilité à court terme. Ces prix sont fortement déterminés par des conditions d'offre parfois très instables. Au cours de l'année sous revue, ces conditions ont cependant été relativement favorables, de sorte que le rythme de croissance des prix des produits alimentaires non transformés a encore ralenti, après avoir subi en 2001 et 2002 les répercussions de la crise du secteur de la viande, et en 2002 et 2003, des mauvaises conditions climatiques, en particulier la sécheresse de l'été de la dernière de ces années. Le ralentissement du rythme de la hausse des prix des produits alimentaires non transformés, à 0,9 p.c., n'a toutefois que partiellement contrebalancé l'accélération de l'inflation découlant de l'évolution des cours du pétrole brut et des variations de prix de nature principalement administrative.

Tendance sous-jacente de l'inflation

Un bon indicateur de la tendance sous-jacente de l'inflation peut être obtenu en excluant de l'inflation totale l'incidence des facteurs présumés transitoires que sont les variations de prix de nature principalement administrative, de même que celles des produits énergétiques et des produits alimentaires non transformés. Mesurée de la sorte, la hausse des prix a significativement décéléré, passant de 2,4 p.c. en 2002 à 2 p.c. en 2003 et 1,5 p.c. en 2004. Il en a été de même tout au long de l'année, une progression limitée à 1,1 p.c. étant enregistrée en décembre,

Encadré 12 – Un assouplissement de la réglementation des prix

Dans un passé récent, trois types de réglementation des prix ont été appliqués en Belgique. Le premier est l'obligation pour toutes les entreprises dont le chiffre d'affaires est supérieur à 7.436.805,74 euros de notifier toute modification de prix. Le deuxième type de réglementation des prix concerne le régime de prix maximum sectoriel. Enfin, la troisième forme de réglementation est le régime de demande de hausse de prix, d'application pour neuf classes de produit.

Au cours de l'année sous revue, deux changements importants ont conduit à un assouplissement de ces contrôles. Depuis mars 2004, l'obligation pour toutes les grandes entreprises de notifier à l'administration les modifications de prix a été totalement supprimée, ce qui constitue une simplification administrative appréciable. De plus, le prix de certains pains, qui était réglementé par un régime de prix maximum sectoriel, a été complètement libéralisé le 1er juillet.

Il subsiste, donc, en Belgique, outre un prix maximum pour les services de taxis, un régime de demande de hausse de prix pour les produits suivants : les produits pétroliers, le traitement des déchets, les établissements d'accueil pour personnes âgées, le gaz et l'électricité sur le marché non libéralisé, la distribution d'eau, les médicaments soumis à prescription, la télédistribution et les assurances obligatoires. Sous ce régime, toute hausse de prix doit

IMPORTANCE DE LA RÉGLEMENTATION DES PRIX AU NIVEAU DES DÉPENSES DE CONSOMMATION

(pondération dans l'IPCH, en pour mille)

	2000 (1)	Fin 2004
Régime de notification de modification de prix	oui (2)	abrogé
Régime de prix maximum sectoriel	4,7	0,6
Taxis	0,6	0,6
Pains réglementés	4,1	abrogé
Régime de demande de hausse	190,0	108,4
Médicaments	15,0	15,0
Maisons de repos (3)	–	–
Télédistribution	7,6	7,6
Distribution d'eau	10,4	10,4
Traitements des déchets	1,3	1,3
Assurances obligatoires (4)	7,1	7,1
Avec réglementation spécifique		
Produits pétroliers (contrat de programme)	49,7	49,7
Électricité et gaz, pour le segment de marché non libéralisé (5)	43,6	17,4
Automobiles	55,5	abrogé
Total	194,8	109,1

Source : BNB.

(1) Calculé sur la base des pondérations de 2004, afin de neutraliser l'incidence des changements annuels de pondérations.

(2) Ce régime était d'application pour toutes les grandes entreprises, et pour tous les types de produits, que ceux-ci soient ou non destinés à la consommation finale.

(3) Le prix des séjours en maison de repos n'est pas repris dans l'IPCH.

(4) Assurance responsabilité civile automobile; les autres assurances obligatoires ne sont pas reprises dans l'IPCH.

(5) Le marché non libéralisé en Wallonie et à Bruxelles correspond à 40 p.c. environ du marché résidentiel en Belgique depuis la libéralisation complète opérée en Flandre.

être précédée d'une demande. L'augmentation peut alors être appliquée dès la réception d'un avis favorable ou, à défaut de réponse, après soixante jours. Elle doit, en outre, être notifiée dès son application. Pour les médicaments soumis à prescription, les procédures sont plus lourdes, selon qu'ils sont ou non remboursables.

Pour certains des produits concernés, des dérogations sont possibles, lorsqu'un accord a été conclu avec le gouvernement concernant une règle d'adaptation des prix. C'est le cas pour les produits pétroliers, dont les prix à la consommation peuvent être fixés librement tant qu'ils restent sous le prix maximum, qui est adapté en fonction d'un mécanisme défini par le « contrat de programme ». Selon ce mécanisme, ces prix varient en fonction de l'évolution des cotations des produits pétroliers raffinés sur les marchés internationaux, de même que d'éléments de coûts et de marges d'origine intérieure dont les montants sont négociés. De plus, le prix maximum ainsi déterminé n'est modifié qu'après dépassement de certains seuils, afin de limiter la volatilité des prix. En pratique, cependant, cette disposition ne conduit qu'à retarder très légèrement l'adaptation des prix. Pour les prix de l'électricité et du gaz destinés à la partie du marché qui n'est pas libéralisée, les formules tarifaires sont indexées sur la base d'indices de coûts reflétant, d'une part, les prix des combustibles, d'autre part, les autres coûts, tels que les salaires ou la rémunération du capital.

Si l'on prend les pondérations de l'indice des prix à la consommation harmonisé comme mesure indicative de la part des produits réglementés dans les dépenses de consommation, la proportion des produits qui continuent à être soumis à la réglementation est de 10,9 p.c. au total, dont 6,7 p.c. pour les produits énergétiques. Les progrès récents en matière d'assouplissement de la réglementation, notamment à l'égard du prix du pain en juillet 2004, des prix de l'électricité en Flandre en juillet 2003, et des prix des véhicules automobiles – qui étaient soumis au régime de demande de hausse de prix jusqu'en mars 2001 – ne sont pas négligeables. L'importance des produits réglementés dans les dépenses de consommation a donc été réduite de 8,6 points de pourcentage.

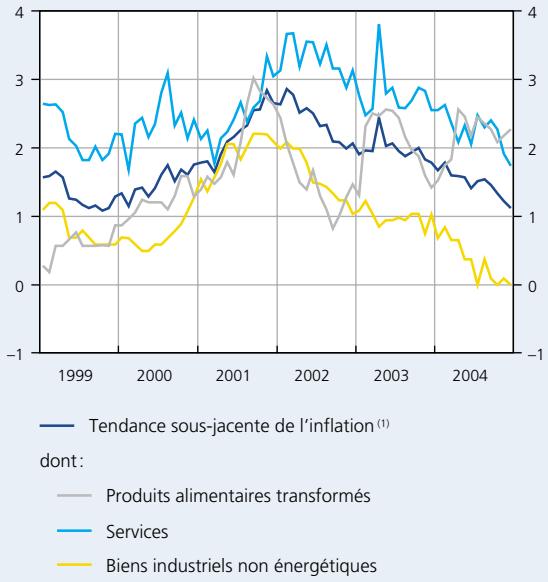
contre 1,7 p.c. en janvier. Cette évolution résulte principalement de l'absence de tensions marquées sur les prix, qu'elles soient d'origine intérieure ou extérieure. En effet, les tensions intérieures ont été limitées par la modération de la croissance des salaires et le fait que les capacités de production sont restées suffisantes, malgré l'accélération de la demande. Quant aux pressions d'origine extérieure, l'appréciation de l'euro et le recul de l'inflation dans les pays voisins ont fait reculer les prix à l'importation non énergétiques en 2002 et 2003 et ont, ainsi, tempéré l'accroissement des prix à la consommation non énergétiques. La faible progression de la tendance sous-jacente de l'inflation indique que la transmission de la hausse récente des prix des matières premières est restée limitée en 2004 (voir également à ce propos l'encadré 13).

Le mouvement de décélération n'a cependant pas touché toutes les composantes de la tendance sous-jacente de l'inflation. En effet, le rythme de croissance des prix des biens alimentaires transformés, abstraction faite des variations de prix résultant des majorations d'impôts indirects sur les produits du tabac et de l'entrée en vigueur en avril 2004 de la loi sur les taxes environnementales et les écoboni, s'en est quelque peu écarté, principalement à la suite de l'évolution du prix du pain. Le relèvement des prix maxima pour certains pains en janvier 2004, de même que la libéralisation complète de ces prix en juillet 2004, ont en effet interrompu la décélération amorcée en 2003 (voir aussi à ce propos l'encadré 12).

Depuis le début de 2002, l'évolution des prix des services s'inscrit dans une tendance à la baisse, malgré une certaine volatilité attribuable partiellement aux prix des voyages organisés. Cette orientation est largement déterminée par des facteurs intérieurs, et plus particulièrement par le ralentissement des coûts salariaux, qui ont un poids plus important dans les services que dans les autres composantes de l'IPCH. En effet, on observe une décélération de la croissance des coûts salariaux pour la période 2003-2004 par rapport aux années 2001-2002, en partie attribuable à la progression plus lente de l'indice-santé, qui a limité l'effet de l'indexation. L'augmentation de cet indice s'est cependant accélérée de façon marquée au cours de l'année sous revue, passant de 1,1 p.c. en mars 2004 à 1,7 p.c. en décembre. L'indice-santé n'offre pas, en effet, une protection totale contre la hausse des prix de l'énergie, puisqu'il n'exclut pas, notamment, les prix du mazout de chauffage, du gaz et de l'électricité.

GRAPHIQUE 48 TENDANCE SOUS-JACENTE DE L'INFLATION

(pourcentages de variation par rapport à la période correspondante)



Sources : CE, BNB.

(1) Mesurée par l'IPCH, à l'exclusion des produits alimentaires non transformés, des produits énergétiques et des variations de prix de nature principalement administrative.

Dans la mesure où l'incidence de cette évolution est anticipée et est déduite de la marge de manœuvre disponible pour les hausses réelles de salaires, le risque d'effets de « second tour » demeure cependant limité. C'est d'autant plus vrai si la politique macroéconomique globale – tant la politique budgétaire que la politique monétaire – reste orientée vers la stabilité. Dans ce contexte, la hausse des cours du pétrole brut exerce sans doute uniquement des effets indirects sur la tendance sous-jacente de l'inflation, étant donné que le pétrole constitue un input intermédiaire dans le processus de production d'un large éventail de biens et de services. C'est surtout le cas des biens industriels non énergétiques, de sorte que ces effets indirects devraient, en principe, se manifester en premier lieu et avec le plus de vigueur dans l'évolution des prix de ces biens. Pendant l'année sous revue, le rythme d'accroissement de ces prix a toutefois continué à se ralentir. Outre la décélération de l'évolution des coûts salariaux, le recul des prix à l'importation non énergétiques pendant les deux dernières années a également contribué au ralentissement de la tendance sous-jacente de l'inflation – plus prononcé pour les biens que pour les services –, dans la mesure où les variations de prix à l'importation se transmettent aux prix à la consommation avec un certain délai.

Encadré 13 – Formation des prix par les entreprises en réaction aux chocs

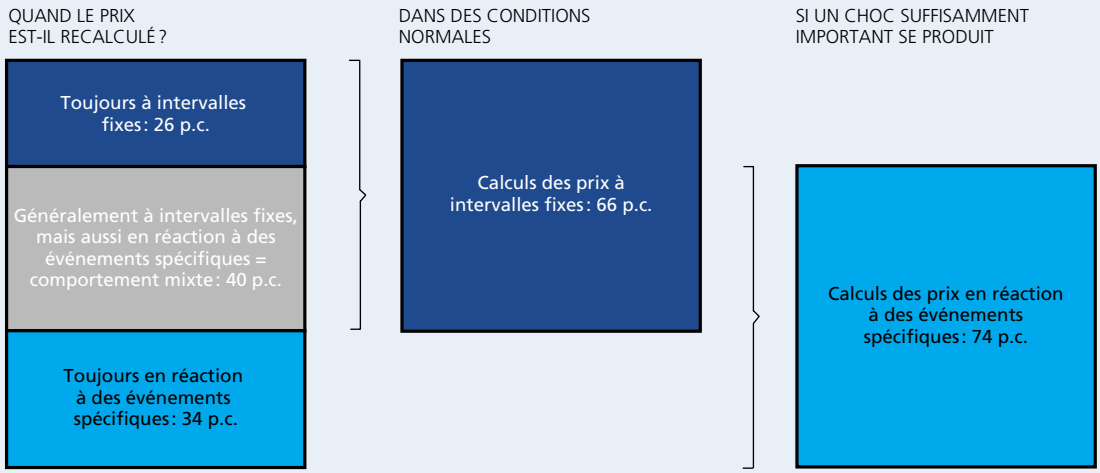
Le présent encadré examine la rapidité avec laquelle les entreprises adaptent leurs prix aux modifications de leur environnement, en particulier en cas de fortes variations des prix des matières premières, comme ce fut le cas au cours de l'année sous revue. À cet effet, il se base sur les résultats d'une enquête sur le mode de fixation des prix, réalisée par la Banque en février 2004 auprès de quelque 2.000 entreprises actives en Belgique dans l'industrie manufacturière, la construction, le commerce et les services aux entreprises (1). Les secteurs couverts par l'enquête représentent ensemble 60 p.c. du PIB.

Les résultats de l'enquête indiquent un taux relativement élevé de rigidité des prix, du moins dans des circonstances normales. Le délai moyen entre deux calculs de prix successifs s'élève à dix mois et celui qui s'écoule entre deux changements de prix successifs est de treize mois. Les calculs auxquels se livrent les entreprises pour évaluer la conformité de leurs prix aux conditions du moment et les modifications de prix proprement dites ne se déroulent en effet pas nécessairement simultanément et les premiers sont en toute logique plus fréquents, compte tenu des coûts spécifiques supplémentaires associés au changement de prix. Le degré le plus élevé de rigidité des prix a été observé dans le secteur des services aux entreprises et le plus bas, dans la construction.

(1) Pour une information plus détaillée sur les résultats de cette enquête, voir *Fixation des prix dans les entreprises en Belgique : résultats d'une enquête réalisée par la Banque*, Aucremanne L. et Druant M. (2004), Revue économique, BNB, 4e trimestre, pp. 17-52.

La rigidité des prix peut constituer (temporairement) un équilibre, étant donné que l'environnement dans lequel les entreprises sont actives n'est pas une situation de concurrence parfaite. Le prix est fixé comme un *mark-up* (marge) au-dessus des coûts. C'est justement ce *mark-up* qui laisse aux entreprises une certaine latitude pour ne pas adapter le prix immédiatement en cas de variation des coûts. Cela ne signifie toutefois pas que les entreprises soient insensibles aux chocs économiques, tels que les fluctuations de la demande, les variations des coûts salariaux ou des prix des matières premières. Cette sensibilité dépend en outre de l'ampleur de la perturbation. Dans des conditions normales, la majeure partie des entreprises (66 p.c.) calculent leurs prix à intervalles fixes. Toutefois, si un choc suffisamment important se produit, les deux tiers d'entre elles environ (40 p.c.) procèdent à un nouveau calcul des prix en fonction de la situation et s'ajoutent aux entreprises qui procèdent à ce recalcul uniquement en cas de chocs spécifiques (34 p.c.). De la sorte, 74 p.c. des entreprises, au total, auront ce comportement, ce qui signifie qu'elles adapteront leurs prix lorsque l'écart entre le prix pratiqué et son nouveau niveau optimal sera devenu suffisamment grand pour contrebalancer les coûts d'un ajustement. Les 26 p.c. restants des entreprises attendront le moment préalablement fixé pour adapter leurs prix et ne réagiront donc pas immédiatement au choc.

CALCUL DES PRIX À INTERVALLES FIXES OU EN RÉACTION À DES ÉVÉNEMENTS SPÉCIFIQUES



Source : BNB.

L'enquête fournit, par ailleurs, des indications sur la nature des chocs susceptibles de donner lieu à un calcul des prix en fonction de la situation. Les chocs se rapportant à des facteurs de coûts, à savoir les coûts salariaux et les autres coûts de production, semblent être la cause principale des changements de prix, un peu plus à la hausse qu'à la baisse. Le prix des concurrents est également un motif important d'adaptations de prix, et ce davantage pour les diminutions de prix que pour les augmentations. Le prix des concurrents joue un rôle un peu plus important dans l'industrie manufacturière généralement plus exposée à la concurrence. Les fluctuations de la demande constituent surtout un motif pour procéder à une baisse des prix.

En dépit du degré relativement élevé de rigidité des prix dans des conditions normales, les entreprises belges montrent plus de flexibilité lorsqu'un choc important se produit. C'est principalement lorsque ce dernier a trait à des facteurs de coûts qu'on peut s'attendre à une réaction rapide des entreprises. Dans le cas de la récente flambée des prix des matières premières, on peut supposer que les entreprises pour lesquelles les matières

premières représentent un facteur de coûts important réagiront assez promptement. Ceci peut expliquer pourquoi l'incidence de la hausse des prix des matières premières pendant l'année sous revue a non seulement eu une portée plus grande, mais s'est également manifestée plus rapidement pour certains prix à la production, comme les prix de l'acier, tandis qu'aucune conséquence indirecte n'a encore été observée sur les prix à la consommation.

5.2 Écart d'inflation entre la Belgique et la zone euro

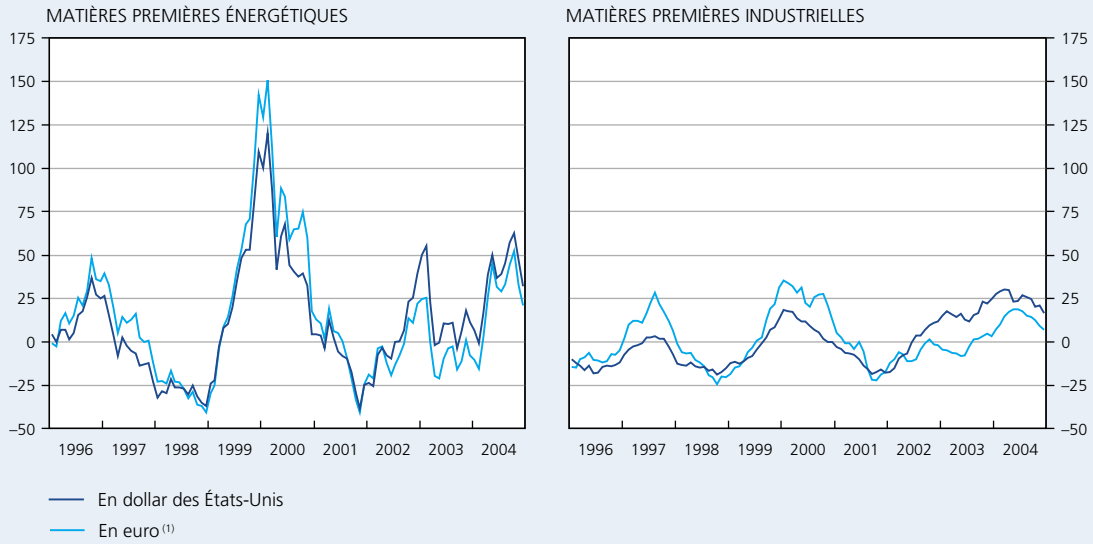
Le début de la troisième phase de l'union économique et monétaire (UEM) a entraîné de profonds changements pour les pays de la zone euro en termes de politiques économiques. Depuis lors, les États membres ont, en effet, abandonné leur souveraineté monétaire à l'Eurosystème. En tant qu'autorité responsable de la politique monétaire commune, celui-ci veille à maintenir la stabilité des prix dans la zone euro dans son ensemble, sans égard pour les écarts d'inflation qui pourraient survenir dans certains pays. Par ailleurs, l'Eurosystème ne dispose d'aucun instrument pour réduire ces différentiels ; il appartient donc aux États membres dont l'inflation s'écarte significativement de la moyenne européenne d'identifier les différentiels d'inflation indésirables et de réagir en conséquence.

Une telle analyse est essentielle pour une petite économie ouverte comme la Belgique, compte tenu du fait que tout écart d'inflation positif se traduit par une appréciation réelle vis-à-vis de la zone euro et donc, en règle générale, par des pertes de compétitivité. À cet égard, l'augmentation quasiment ininterrompue, au cours de la période sous revue, des prix des matières premières, soulève en général des interrogations quant à leur impact potentiel sur les écarts d'inflation entre la Belgique et la zone euro. En dépit du caractère symétrique de ce type de choc au sein de la zone, il se pourrait, malgré tout, que l'économie belge soit affectée différemment par ces développements.

Au cours de l'année sous revue, les prix des matières premières énergétiques et industrielles libellés en dollar des États-Unis ont enregistré, en moyenne annuelle, une augmentation respective de 35,3 et 24,8 p.c. La progression

GRAPHIQUE 49 PRIX DES MATIÈRES PREMIÈRES ÉNERGÉTIQUES ET INDUSTRIELLES

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



Sources : FMI, HWWA, BNB.
(1) Avant le 1er janvier 1999, sur la base du cours du franc belge.

des prix des métaux ferreux, tels que l'acier, a été, il est vrai, nettement plus marquée, atteignant, dans certains cas, 87,4 p.c., en raison essentiellement de l'augmentation substantielle de la demande de l'économie chinoise. Les pressions à la hausse ont, toutefois, été atténuées par l'appréciation importante de l'euro. En outre, le renchérissement considérable du prix des matières premières énergétiques reste en deçà de ce qui a été observé au cours de l'année 2000. Par ailleurs, les prix des matières premières industrielles semblent suivre essentiellement les cycles économiques. L'accélération de ces prix au cours de l'année 2004 n'a pas, en effet, été plus prononcée que celle observée pendant les périodes de forte demande en 1997 et en 1999-2000.

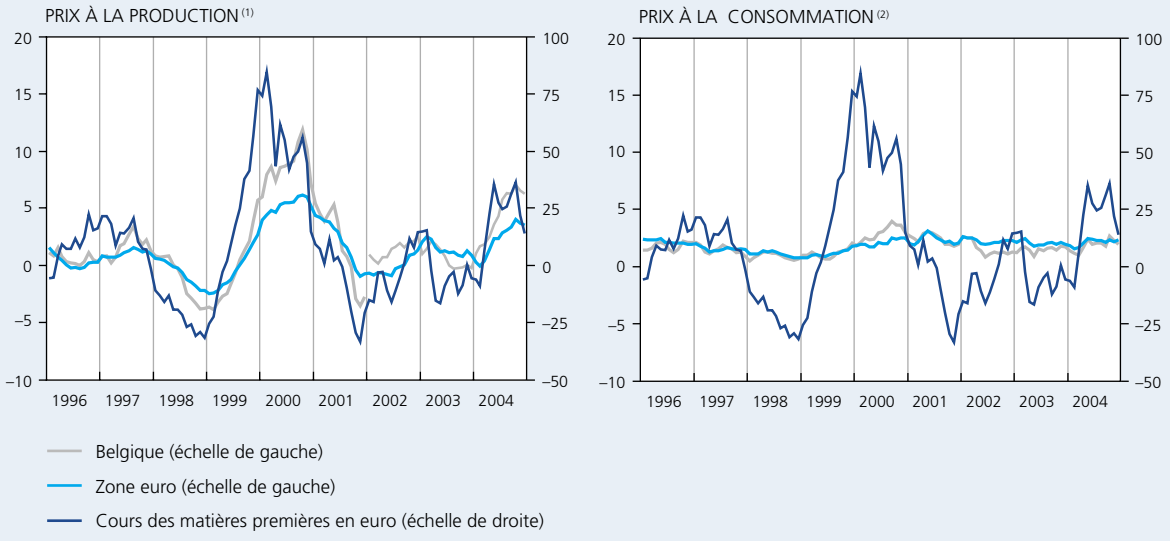
L'examen des variations des prix à la production au cours de la période sous revue fait apparaître une transmission relativement rapide des prix des matières premières aux prix à la production aussi bien en Belgique que dans la zone euro, reflétant, notamment, une certaine synchronisation de la dynamique des prix à la production dans les deux économies. Toutefois, une différence significative apparaît dans l'amplitude des fluctuations des prix à la production en Belgique et dans la zone euro. À l'instar de l'année 2000, la transmission des fluctuations des prix des matières premières à l'ensemble des prix à la production industrielle a été, en effet, plus marquée en Belgique que dans la zone. Ainsi, au cours de la période sous revue, les prix à la production ont progressé, en moyenne, de 4,4 p.c. en Belgique, contre 2,3 p.c. seulement dans la zone.

Cette divergence ne constitue pas un phénomène récent et exceptionnel. En effet, sur l'ensemble de la période 1996-2004, les prix à la production en Belgique ont présenté une variabilité nettement plus prononcée que dans la zone euro. Une mesure statistique plus précise, la différence entre les écarts types de la Belgique et de la zone euro, confirme cette observation. Ce différentiel – systématiquement positif – a oscillé, selon l'indice de prix considéré, entre 1,1 et 3,8, la différence la plus significative étant observée pour les prix à la production des produits énergétiques.

Ces différences peuvent, en partie, résulter du processus d'agrégation des données nationales qui sous-tend les statistiques de la zone euro. Ce processus est, en effet, susceptible de réduire la valeur de l'écart type dans la mesure où des chocs circonscrits à certains pays tendent habituellement à se compenser ou à être atténués. Toutefois, l'impact de ce facteur se limite sans doute dans une large mesure à des mouvements de court terme et

GRAPHIQUE 50 TRANSMISSION DES VARIATIONS DES COURS DES MATIÈRES PREMIÈRES AUX PRIX À LA PRODUCTION ET À LA CONSOMMATION

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



Sources : CE, FMI, HWWA, ICN, BNB.

(1) En Belgique, à la suite d'une modification de la méthodologie de l'indice des prix à la production pour le marché intérieur, la série est affectée par une rupture entre l'ancien indice (en base 1980 = 100) et le nouvel indice (en base 2000 = 100) entré en vigueur le 1er janvier 2002.

(2) Mesurés par l'IPCH, à l'exclusion pour l'indice belge de l'effet estimé, en janvier et juillet 2000, de la prise en compte à partir de 2000 des soldes dans son calcul.

TABLEAU 26 VARIABILITÉ DES PRIX À LA PRODUCTION ET DES PRIX À LA CONSOMMATION AU COURS DE LA PÉRIODE DE 1996 À 2004

(écart type des variations à un an d'écart)

	Belgique	Zone euro	Différence Belgique – zone euro
Prix à la production			
Indice général	3,4	2,1	1,3
Énergie	10,4	6,6	3,8
Produits intermédiaires	5,5	2,5	3,0
Produits destinés à la consommation	2,0	0,9	1,1
Produits destinés à l'investissement	1,7	0,4	1,3
Prix à la consommation (IPCH) (1)			
Indice général	0,7	0,5	0,2
Énergie	7,0	5,0	2,0
Produits alimentaires non transformés	3,0	2,4	0,6
Tendance sous-jacente de l'inflation	0,5	0,5	0,0

Sources : CE, FMI, HWWA, ICN, BNB.

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

devrait donc affecter moins fortement les mouvements plus cycliques.

Dès lors, la variabilité plus prononcée des prix à la production en Belgique résulte vraisemblablement surtout de la spécificité de sa structure de production. L'économie belge est, en effet, davantage spécialisée dans la fabrication de produits semi-finis, caractérisés par une proportion plus importante de matières premières et pour lesquels les prix affichent, en règle générale, une variabilité accrue. Pour les produits plus élaborés, tels que ceux destinés à la consommation ou à l'investissement, la différence se réduit particulièrement. Cette particularité de l'économie belge se reflète, par ailleurs, dans la contribution plus élevée de la composante énergie de l'indice des prix à la production industrielle en Belgique que dans la zone euro.

Une comparaison similaire entre les prix à la consommation en Belgique et dans la zone euro offre une toute autre perspective que celle observée pour les prix à la production. Contrairement aux prix à la production industrielle, les prix à la consommation en Belgique ne présentent pas systématiquement une volatilité plus élevée que dans la zone euro et l'ampleur de ces différences est, en outre, considérablement plus faible. Ainsi, la différence entre les écarts types est nulle pour la tendance sous-jacente de l'inflation et de 0,2 pour l'inflation totale. L'énergie et les produits alimentaires non transformés présentent, toutefois, des fluctuations de plus grandes amplitudes en Belgique, la différence entre les écarts types s'élevant respectivement à 2 et 0,6.

Les variations moins importantes du prix des produits alimentaires non transformés dans la zone euro sont probablement le résultat du processus d'agrégation mentionné ci-dessus. Les prix de ces produits sont, en effet, affectés principalement par les conditions météorologiques qui sont, en général, spécifiques à un groupe restreint de pays. Leurs impacts tendent à se compenser au niveau de la zone euro, alors qu'ils sont susceptibles de se manifester pleinement dans l'indice belge. En ce qui concerne les prix des produits énergétiques, par contre, les divergences observées sont essentiellement engendrées par des caractéristiques spécifiques de l'économie belge, qui font que les fluctuations du prix du pétrole – tant à la hausse qu'à la baisse – affectent, à court terme, l'inflation en Belgique de manière plus significative que dans la zone.

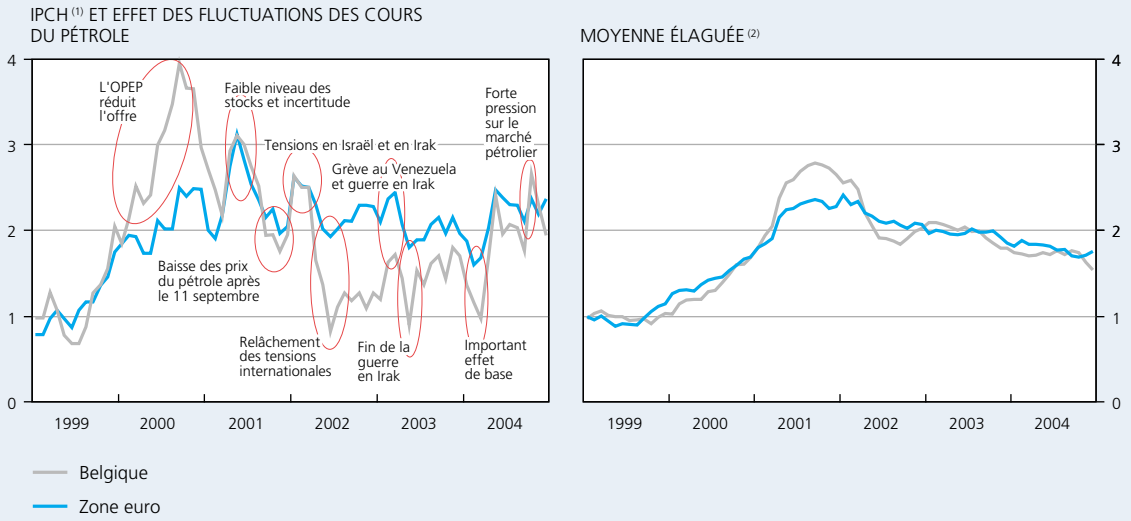
Cette plus grande sensibilité, à court terme, de l'IPCH belge aux variations des cours du baril résulte, tout d'abord, de la pondération plus élevée des produits énergétiques dans l'IPCH en Belgique. Cette sensibilité est, en outre, renforcée par un niveau plus faible des accises prélevées sur les produits pétroliers. Les accises tempèrent, en effet, par leur nature forfaitaire, l'impact des variations des cours du pétrole.

Depuis l'union monétaire, l'influence des cours du pétrole sur le différentiel d'inflation entre la Belgique et la zone euro semble significatif : les variations prononcées du différentiel d'inflation coïncident, en effet, avec des fluctuations importantes des cours du pétrole brut. Au cours de l'année sous revue, le renchérissement prononcé des cours du pétrole a donné lieu, en octobre et novembre 2004, à une inflation légèrement plus élevée en Belgique, alors qu'elle y avait été systématiquement inférieure depuis le premier trimestre de 2002.

En 2002 et 2003, ce différentiel d'inflation négatif a essentiellement résulté des variations de prix de nature principalement administrative qui ont exercé une pression significative à la baisse en Belgique alors que, dans la zone, ces mesures ont contribué à accélérer l'inflation. Au cours de l'année sous revue, ce facteur a eu une incidence à la hausse dans les deux économies et cette contribution positive a été plus importante dans la zone euro qu'en Belgique.

GRAPHIQUE 51 INFLATION EN BELGIQUE ET DANS LA ZONE EURO

(pourcentages de variation par rapport à la période correspondante)



Sources : CE, BNB.

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

(2) Mesurée à l'aide des composantes de l'IPCH, selon le *JB-Monthly estimator*, commenté dans Aucremanne L. (2000), *The use of robust estimators as measures of core inflation*, National Bank of Belgium Working Papers – Research Series, n° 2 (March).

Abstraction faite de ces facteurs, l'évolution de l'inflation en Belgique semble largement comparable à celle de la zone euro. Ainsi, l'inflation mesurée par la méthode dite de la « moyenne élaguée » – qui exclut les variations extrêmes de prix sans égard pour une catégorie de produits en particulier – confirme cette observation. En effet, l'évolution de cette mesure de la tendance sous-jacente de l'inflation a été très largement comparable dans les deux économies et ce, depuis le début de la troisième phase de l'union économique et monétaire.

Par ailleurs, le différentiel d'inflation cumulé entre la Belgique et la zone euro s'est révélé être le plus faible en valeur absolue de janvier 1999 à décembre 2004, reflétant ainsi l'absence de tout différentiel d'inflation persistant. Sur la base de ces observations, il n'y a donc pas eu d'appréciation réelle significative vis-à-vis de la zone dans son ensemble. De plus, il n'y a pas d'indication que le renchérissement des cours pétroliers en 2000 ait exercé, à moyen terme, un effet plus prononcé en Belgique que dans la zone euro et ce, malgré une sensibilité plus importante de l'IPCH, à court terme, aux variations du cours du pétrole et l'existence d'un système d'indexation automatique des salaires. En revanche, certaines économies telles que l'Irlande, la Grèce, le Portugal, l'Espagne et les Pays-Bas ont, depuis le début de l'UEM, accumulé des différentiels d'inflation positifs considérables. L'appréciation réelle qui en a découlé peut, dans certains cas, avoir eu des conséquences néfastes sur leur position compétitive. L'Allemagne, quant à elle, a vu se creuser un important écart d'inflation négatif, qui a contribué au redressement

TABLEAU 27 DIFFÉRENTIEL D'INFLATION CUMULÉ DANS LES ÉTATS MEMBRES DE LA ZONE EURO DE JANVIER 1999 À DÉCEMBRE 2004

(points de pourcentage)

Irlande	14,1
Grèce	11,9
Portugal	8,7
Espagne	7,7
Pays-Bas	4,9
Luxembourg	3,1
Italie	2,9
Belgique	**–1,4**
France	–2,0
Finlande	–2,9
Autriche	–2,9
Allemagne	–4,6

Sources : CE, BNB.

de sa compétitivité, que d'importants dérapages salariaux avaient obérée après la réunification avec l'ex-Allemagne de l'Est.

Globalement, l'inflation en Belgique présente un profil largement comparable à celui de la zone euro dans son ensemble. Seuls des facteurs de nature temporaire semblent faire dévier l'inflation belge de la moyenne de la zone. Cette situation résulte essentiellement de la mise en œuvre de politiques économiques cohérentes avec le fonctionnement actuel de l'UEM, plus particulièrement en matière de libéralisation des marchés de produits, de formation des salaires et de politique budgétaire.

6. Finances publiques

6.1 Recettes, dépenses et solde de financement

Les administrations publiques ont clôturé en 2004 leurs opérations en équilibre, conformément à l'objectif fixé dans le programme de stabilité de novembre 2003. Ce résultat n'aurait toutefois pu être atteint, si d'importantes opérations non récurrentes n'avaient été menées en vue d'améliorer le solde budgétaire, comme du reste l'année précédente. Il n'en demeure pas moins que c'est la cinquième année consécutive que les finances publiques de la Belgique présentent un équilibre ou un léger excédent.

Le nouveau programme de stabilité de décembre 2004 a confirmé les engagements pris en novembre 2003, à savoir un équilibre budgétaire en 2005 et 2006, puis un excédent de 0,3 p.c. du PIB en 2007. La constitution d'excédents budgétaires demeure un élément essentiel de la stratégie à mettre en place pour pallier les conséquences du vieillissement de la population. Dans cette perspective, le gouvernement s'est fixé comme objectif d'élargir la capacité de financement des administrations publiques à 0,6 p.c. du PIB en 2008, de manière à s'inscrire dans la trajectoire préconisée par le Conseil supérieur des finances (CSF) dans son rapport annuel de juillet 2004. Comme expliqué dans l'encadré 14, le CSF recommande aux pouvoirs publics de constituer des surplus structurels croissants à partir de 2007, en vue de réaliser un surplus budgétaire de 1,5 p.c. du PIB en 2011 et de le maintenir à ce niveau jusqu'en 2018, afin de permettre l'absorption des coûts liés au vieillissement.

TABLEAU 28 NORMES RELATIVES AU SOLDE DE FINANCEMENT DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES BELGES

(pourcentages du PIB)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Programmes de stabilité successifs									
Décembre 2000	–0,1	0,2	0,3	0,5	0,6	0,7			
Novembre 2001		0,0	0,0	0,5	0,6	0,7			
Novembre 2002			0,0	0,0	0,3	0,5			
Novembre 2003				0,2	0,0	0,0	0,0	0,3	
Décembre 2004					0,0	0,0	0,0	0,3	0,6
p.m. Réalisations selon l'EDP(1)	*0,2*	*0,6*	*0,1*	*0,4*	*0,0 e*				
Réalisations selon le SEC 95	*0,2*	*0,6*	*0,1*	*0,3*	*–0,1 e*				

Sources : ICN, SPF Finances, BNB.

(1) La méthodologie du SEC 95 a été adaptée en 2001 pour exclure du calcul du solde de financement les gains nets d'intérêts provenant de certaines transactions financières, telles que les contrats d'échange (*swaps*). Dans le cadre de la procédure sur les déficits publics excessifs (EDP), cette correction n'est toutefois pas prise en compte, tout comme elle ne l'est pas non plus pour l'évaluation par la CE des programmes de stabilité. Les différences qui en découlent sont limitées de sorte que, dans un souci de simplification et de cohérence avec les comptes des autres secteurs de l'économie, les données reprises dans la suite du chapitre relatif aux finances publiques sont celles conformes au SEC 95.

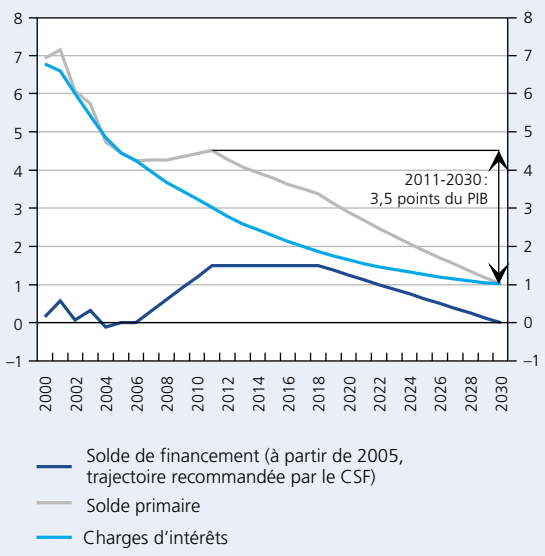
Encadré 14 – Vieillissement de la population et soutenabilité des finances publiques

Comme dans la plupart des pays industrialisés, les finances publiques belges seront confrontées progressivement aux charges liées au vieillissement de la population. D'après le Comité d'étude sur le vieillissement – créé au sein du Conseil supérieur des finances –, les dépenses publiques s'accroîtront de ce fait entre 2003 et 2030 de l'équivalent de 3,4 points de pourcentage du PIB, l'incidence du vieillissement démographique se marquant pour l'essentiel à partir de 2010.

Dans l'hypothèse d'une adaptation des allocations sociales au bien-être de 0,5 p.c. en moyenne par an, les pensions verraient leur coût augmenter de 2,8 points de pourcentage du PIB sur l'ensemble de la période et constitueraient ainsi la source la plus importante de hausse. Les soins de santé renforceraient également fortement les coûts du vieillissement, à concurrence de 2,4 points de pourcentage du PIB : le Comité d'étude sur le vieillissement suppose qu'ils progresseraient au rythme de 4,5 p.c. par an en termes réels jusqu'en 2007 (abstraction faite de l'incidence d'un changement de régime pour les indépendants), comme décidé dans l'accord gouvernemental de juillet 2003, pour revenir ensuite à 2,8 p.c. en moyenne entre 2008 et 2030. Contrairement aux pensions et aux soins de santé, les autres dépenses sociales atténueraient le coût du vieillissement. Ainsi, les allocations de chômage diminueraient de 1,2 point de pourcentage du PIB et les allocations familiales de 0,5 point de pourcentage du PIB. Le Comité d'étude sur le vieillissement retient une hypothèse de croissance du PIB à prix constants de 1,9 p.c. par an en moyenne de 2003 à 2030, fondée sur une expansion moyenne de la productivité et de l'emploi de respectivement 1,7 et 0,3 p.c. par an. Cette progression de l'emploi, qui devrait permettre une augmentation du taux d'emploi de 7 points de pourcentage à l'horizon 2030, requiert toutefois la poursuite d'une politique active, notamment pour réduire le niveau du chômage structurel.

SOLDE DE FINANCEMENT, SOLDE PRIMAIRE ET CHARGES D'INTÉRÊTS DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES

(pourcentages du PIB)



Sources : CSF, ICN, BNB.

Dans ce contexte, le CSF a recommandé, dans son rapport annuel 2004, de constituer des surplus budgétaires structurels et de les porter progressivement à 1,5 p.c. du PIB d'ici 2011. Ce niveau devrait être maintenu jusqu'en 2018, de manière à dégager les marges complémentaires nécessaires pour absorber le coût budgétaire croissant du vieillissement, sans devoir majorer les recettes ou réduire certaines dépenses. De cette manière, les finances publiques bénéficieraient d'une double marge qui permettrait de couvrir le coût du vieillissement, découlant, d'une part, de la réduction des charges d'intérêts associée à la fonte de la dette publique, d'autre part, de la disparition progressive après 2018 du surplus budgétaire. Dans le programme de stabilité de décembre 2004, le gouvernement s'est fixé comme objectif de constituer un excédent de 0,3 p.c. du PIB en 2007, et de le porter à 0,6 p.c. en 2008, une évolution qui s'inscrit dans la trajectoire recommandée par le CSF.

La pertinence de la stratégie préconisée par le CSF – la constitution progressive de surplus budgétaires jusqu'à 1,5 p.c. du PIB en 2011, maintenus jusqu'en 2018 et réduits graduellement ensuite pour arriver à l'équilibre en 2030 – peut être illustrée par l'évolution mécanique des soldes primaires et des charges d'intérêts d'ici 2030. En effet, les surplus à engranger pendant les prochaines années permettraient une réduction rapide de la dette et, corrélativement, des charges d'intérêts. Dans l'hypothèse où les taux d'intérêt demeureraient inchangés par rapport aux niveaux atteints en 2004, ces charges baisseraient de 2 points de pourcentage du PIB de 2011 à 2030. Combinée à la disparition graduelle du surplus budgétaire à partir de 2018, cette baisse rendrait possible une réduction du surplus primaire de 3,5 points de pourcentage du PIB, soit grosso modo la marge nécessaire à la couverture du coût budgétaire du vieillissement. Un tel scénario permettrait, par ailleurs, que la dette publique passe sous la barre des 60 p.c. du PIB dès 2014. Prendre les dispositions nécessaires à la concrétisation des recommandations du CSF constitue donc clairement une stratégie qui contribue à diminuer le risque que le coût budgétaire du vieillissement ne mette en péril les finances publiques.

Si, par contre, les objectifs préconisés par le CSF n'étaient pas atteints, l'évolution favorable des finances publiques pourrait être hypothéquée. En effet, la marge disponible au niveau du solde primaire serait moindre, entre autres du fait des charges d'intérêts plus élevées. Dans ce cas, le risque d'un déficit important et d'une réapparition de l'effet boule de neige de la dette publique en fin de période ne pourrait être exclu.

Recettes

Les recettes fiscales et parafiscales des administrations publiques se sont établies à 45 p.c. du PIB durant l'année sous revue et se sont ainsi quasiment stabilisées à leur niveau de 2003. La diminution de la part des prélèvements sur les revenus du travail dans le PIB a été contrebalancée par une progression des autres impôts. L'incidence de l'ensemble des mesures fiscales et parafiscales a été presque neutre, contrairement aux années précédentes, où celles-ci avaient influencé les recettes à la baisse.

Comme en 2003, les prélèvements sur les revenus du travail ont enregistré un recul marqué au cours de l'année sous revue, à concurrence d'environ 0,7 point de pourcentage. Cette évolution reflète, outre l'effet des mesures mises en œuvre par les autorités publiques, les variations de la part des revenus du travail – rémunération des salariés et revenu mixte brut, hors cotisations imputées – dans le PIB. Ainsi, cette dernière est passée de 59,2 p.c. du PIB en 2000 à 60,6 p.c. du PIB en 2002, avant de retomber à 60,3 p.c. du PIB en 2003 et à 59,3 p.c. du PIB en 2004. Parmi les mesures d'allégement de la pression fiscale et parafiscale sur les revenus du travail, ce sont évidemment la réforme de l'impôt des personnes physiques et la réduction des cotisations patronales à la sécurité sociale qui ont eu en 2004 l'incidence la plus importante.

D'abord, la poursuite de la réforme de l'impôt des personnes physiques a permis d'alléger les prélèvements à charge des contribuables en 2004 à concurrence de 482 millions d'euros, soit 0,2 p.c. du PIB. Pour la plus grande part, soit 315 millions, cet allégement découle des mesures qui ont pris effet à partir de l'année sous revue, mais dont l'incidence ne se fera sentir, pour l'essentiel, que lors des enrôlements, leur coût global s'élevant, en régime de croisière, à 0,8 point de pourcentage du PIB. Au total, compte tenu des mesures mises en œuvre lors des exercices précédents, l'incidence de la réforme de l'impôt des personnes physiques atteindra de la sorte 1,4 point de pourcentage du PIB en régime de croisière. Les mesures afférentes aux revenus de l'année 2004

TABLEAU 29 RECETTES DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES [1]

(pourcentages du PIB)

	2000	2001	2002 [2]	2003	2004 e [2]
Recettes fiscales et parafiscales	45,0	45,2	45,6	44,8	45,0
Prélèvements pesant essentiellement sur les revenus du travail	26,9	27,6	27,7	27,2	26,5
Impôts des personnes physiques [3]	12,6	12,9	12,8	12,5	12,2
Cotisations sociales [4]	14,4	14,7	14,9	14,7	14,3
Impôts sur les bénéfices des sociétés [5]	3,3	3,2	3,1	2,9	3,2
Prélèvements sur les autres revenus et sur le patrimoine [6]	3,5	3,5	3,5	3,6	3,8
Impôts sur les biens et services	11,4	11,0	11,3	11,1	11,5
dont :					
TVA	6,9	6,6	6,8	6,7	6,9
Accises	2,3	2,2	2,3	2,3	2,4
Recettes non fiscales et non parafiscales [7]	4,4	4,7	4,7	6,5	4,4
Recettes totales	49,4	49,9	50,3	51,3	49,4

Sources : ICN, BNB.

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

(2) L'évolution des recettes fiscales et parafiscales et celle des recettes totales entre 2001 et 2002 sont gonflées, à concurrence de ¼ de p.c. du PIB environ, par des facteurs d'ordre comptable : d'une part, la reclassification des entreprises publiques de radiotélévision, du secteur des sociétés non financières dans celui des administrations publiques, d'autre part, le glissement entre TVA et ressource RNB consécutif à la réforme du financement de l'UE. Ce dernier a également exercé un effet à la hausse sur les recettes en 2004, à concurrence de 0,1 p.c. du PIB. Ces facteurs ont gonflé à la fois les recettes et les dépenses, sans effet significatif sur le solde de financement.

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

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

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

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

(7) Revenus de la propriété, cotisations sociales imputées, transferts courants et en capital en provenance des autres secteurs, ainsi que ventes de biens et services produits. Y compris en 2003 le transfert en capital de 1,9 p.c. du PIB effectué par Belgacom en contrepartie de la reprise, par les administrations publiques, de ses engagements en matière de retraite.

portent sur l'élargissement du crédit d'impôt en faveur des contribuables ayant de faibles revenus professionnels, sur le relèvement des plafonds de revenus imposables aux taux marginaux de 30 et de 40 p.c. et sur un ensemble de mesures dont l'objectif est de garantir la neutralité fiscale entre personnes mariées ou non. Si les indépendants ont en principe bénéficié immédiatement des nouvelles mesures, puisqu'ils ont pu réduire leurs versements anticipés, les autres contribuables n'ont été concernés en 2004 que par la disposition visant à aligner le montant exonéré d'impôts des personnes mariées sur celui des cohabitants, qui a partiellement été intégrée dans le précompte professionnel. Le rendement de l'impôt a été par ailleurs affecté par les effets résiduels sur les enrôlements des mesures qui avaient trait aux revenus d'années précédentes, comme l'instauration du crédit d'impôt pour les contribuables dont le revenu professionnel est faible et les dispositions pour une meilleure prise en compte des enfants à charge. La loi-programme du 27 décembre 2004 a remplacé, pour les travailleurs salariés, le crédit d'impôt précité par le « bonus à l'emploi », qui sera instauré graduellement, à partir de 2005, et qui consiste en une réduction des cotisations personnelles à la sécurité sociale. Outre la réforme de l'impôt des personnes physiques, une diminution du précompte professionnel sur le travail en équipe a également été mise en place.

À l'inverse de 2003, les glissements dans le temps entre montants perçus par précompte professionnel et par enrôlement ont augmenté les recettes fiscales d'environ 300 millions au cours de l'année sous revue. Ainsi, le taux des additionnels locaux prélevés par le pouvoir fédéral via le précompte professionnel a été relevé pour la deuxième année consécutive, de 6,7 à 7 p.c. en 2004. En outre, un précompte professionnel a été instauré sur diverses allocations sociales, comme celles pour l'incapacité de travail et l'interruption de carrière. Ces mesures ont gonflé les recettes du précompte professionnel en 2004, mais elles exerceront un effet défavorable lors des enrôlements dans les années à venir.

TABLEAU 30 PRINCIPALES MESURES FISCALES ET PARAFISCALES

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

	2002	2003	2004 e
Mesures fiscales	–1.553	–689	697
Mesures structurelles	–1.333	–579	182
Pouvoir fédéral et sécurité sociale (1)	–741	–709	107
Impôt des personnes physiques	–741	–997	–548
Réforme de l'impôt des personnes physiques	–309	–687	–482
Suppression de la cotisation complémentaire de crise	–431	–303	0
Autres	0	–8	–66
Impôts sur les biens et services	0	288	580
Prélèvements sur les autres revenus et sur le patrimoine	0	0	75
Communautés et régions	–783	35	–68
Suppression ou réforme de la redevance radiotélévision	–517	–19	0
Réforme des droits d'enregistrement en Région flamande	–367	0	0
Précompte immobilier	0	0	–68
Autres	101	54	0
Pouvoirs locaux	191	95	143
Centimes additionnels à l'impôt des personnes physiques	31	45	–4
Effet endogène de la réforme fédérale	0	–4	–32
Hausse des taux	31	49	28
Centimes additionnels au précompte immobilier	135	51	32
Taxe Elia	0	0	115
Glissements entre précompte professionnel et rôles	0	–330	314
Mesures non récurrentes	–220	220	200
Réduction de l'impôt des personnes physiques en Région flamande	–220	220	0
DLU	0	0	200
Mesures parafiscales	–144	–345	–471
Cotisations patronales	–144	–283	–533
Cotisations personnelles	0	–61	63
Total	–1.697	–1.033	226
p.m. Pourcentages du PIB	*–0,6*	*–0,4*	*0,1*

Sources : budgets, BNB.

(1) La réforme de l'impôt des sociétés mise en œuvre en 2003 n'est pas reprise dans ce tableau, eu égard à sa neutralité selon les sources officielles.

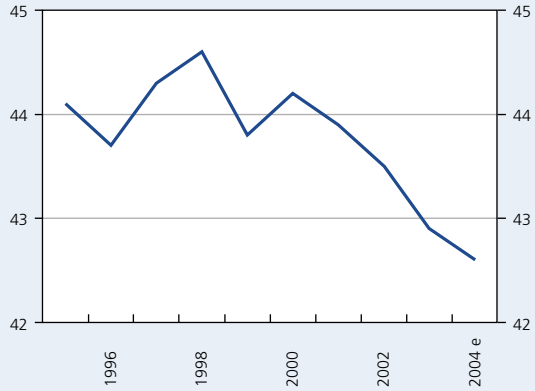
Les mesures touchant les centimes additionnels à l'impôt des personnes physiques prélevés par les pouvoirs locaux ont été neutres pour les recettes de l'année sous revue, contrairement aux années précédentes. Les majorations du taux des additionnels à l'impôt des personnes physiques ont approximativement contrebalancé les répercussions mécaniques de la réforme fédérale de l'impôt des personnes physiques sur les recettes locales.

Parallèlement aux mesures fiscales relatives aux prélèvements sur le travail, les cotisations sociales ont également été abaissées de façon significative. Outre la simplification et l'harmonisation des systèmes existants de réduction des cotisations patronales, diverses nouvelles dispositions ont été prises en 2004, comme on l'explique en détail dans le chapitre 4 relatif au marché du travail et aux coûts salariaux, notamment dans le cadre de la conférence pour

GRAPHIQUE 52 PRÉLÈVEMENT IMPLICITE MOYEN SUR LES SALAIRES (1)

(pourcentages du salaire-coût)

ÉVOLUTION EN BELGIQUE



ÉVOLUTION DANS L'UE15

	Variation entre 1995 et 2000	Variation entre 2000 et 2002	*p.m. Niveau en 2002*
SE	0,9	–2,7	*46,6*
FI	0,1	–0,1	*43,9*
BE	**0,1**	**–0,7**	***43,5***
FR	0,9	–1,3	*41,8*
IT	3,5	–0,2	*41,1*
DK	1,1	–1,9	*39,9*
DE	0,7	–0,3	*39,9*
AT	1,0	–0,5	*39,2*
GR	4,1	–0,4	*37,8*
PT	2,2	0,5	*33,7*
NL	0,3	–3,5	*31,9*
ES	–0,3	1,4	*30,0*
LU	0,5	–2,0	*28,0*
IE	–1,5	–2,4	*25,9*
GB	0,0	–1,1	*24,6*
Moyenne UE15 (2)	–0,1	–0,9	*36,3*

Sources : CE, BNB.

(1) Calculé sur la base des comptes nationaux.

(2) Pondérée par la masse salariale.

l'emploi de septembre et octobre 2003. Le coût budgétaire total de ces dispositions s'est élevé, sur la base des transactions, conformément au SEC 95, à 533 millions d'euros, soit 0,2 p.c. du PIB, en 2004.

De 2000 à 2004, le taux de prélèvement implicite sur les revenus du travail – c'est-à-dire les prélèvements fiscaux et parafiscaux en pourcentage de la masse salariale calculés sur la base des comptes nationaux – s'est contracté de 1,6 point de pourcentage, revenant de 44,2 à 42,6 p.c. Selon les derniers chiffres disponibles de la CE, il apparaît néanmoins que, en 2002, le taux implicite de prélèvement sur les revenus du travail était en Belgique encore supérieur de 7,2 points de pourcentage à la moyenne de l'UE15. À l'exception de la Suède, dont le taux de prélèvement implicite était encore nettement supérieur, et de la Finlande, qui affichait un taux de prélèvement comparable, il était inférieur dans les autres pays, dans des proportions parfois considérables : ce taux était environ de 18 points de pourcentage moins élevé en Irlande et au Royaume-Uni qu'en Belgique.

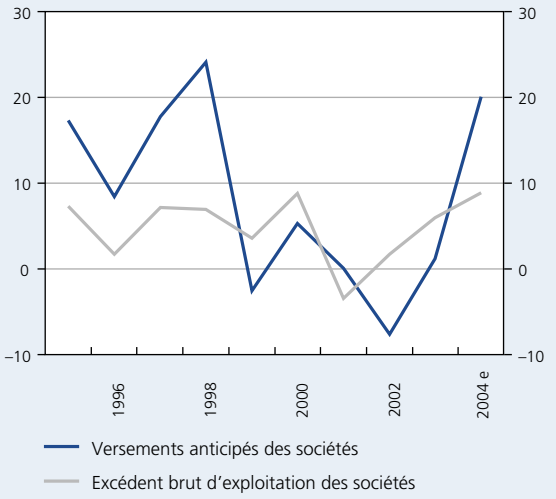
L'écart entre le taux de prélèvement implicite sur les revenus du travail en Belgique et dans l'UE15 n'a guère varié entre 1995 et 2002 : comme dans l'ensemble de l'UE15, il s'est quasiment stabilisé entre 1995 et 2000 et il a, les deux années suivantes, enregistré un recul comparable. Le taux de prélèvement implicite a baissé dans la plupart des pays depuis 1995, n'augmentant de façon marquée que dans les pays d'Europe méridionale.

Les impôts sur les bénéfices des sociétés exprimés en proportion du PIB étaient revenus de 3,3 p.c. en 2000 à 2,9 p.c. en 2003. En 2004, par contre, ils ont considérablement progressé, à hauteur de 0,3 point de pourcentage du PIB. Les versements anticipés des sociétés, en particulier, ont nettement augmenté, de quelque 20 p.c. en termes nominaux, dans un contexte d'amélioration de leur excédent brut d'exploitation.

Les prélèvements sur les autres revenus et sur le patrimoine ont crû de 0,2 point de pourcentage du PIB au cours de l'année sous revue. Outre l'évolution positive de quelques catégories d'impôt, comme les droits de succession, les droits d'enregistrement et les droits sur les donations – l'abaissement des taux en vigueur sur les biens mobiliers le 1er janvier 2004 en Région flamande a encouragé les transmissions de patrimoine sous la forme de donations, de sorte que les recettes se sont accrues sensiblement, malgré l'abaissement des taux –, plusieurs mesures ont également eu des effets favorables sur ces recettes. Il s'agit essentiellement de la déclaration libératoire unique (DLU), disposition temporaire qui a permis de régulariser les impôts éludés moyennant le paiement d'une

GRAPHIQUE 53 VERSEMENTS ANTICIPÉS ET EXCÉDENT BRUT D'EXPLOITATION DES SOCIÉTÉS

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



Sources : ICN, SPF Finances, BNB.

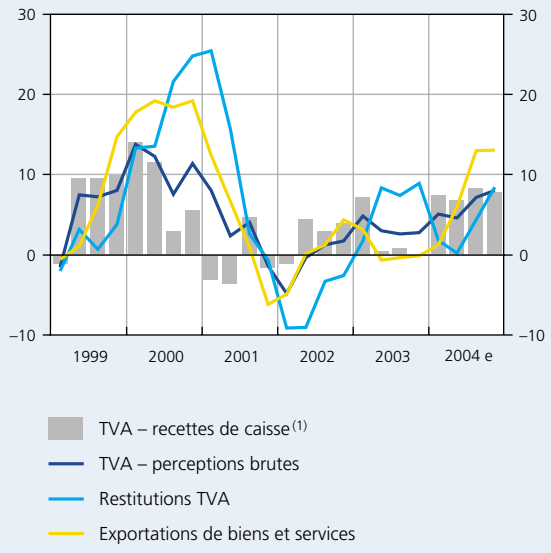
contribution de 9 p.c. voire, sous certaines conditions commentées plus en détail dans l'encadré 16 relatif à la directive européenne sur la fiscalité de l'épargne, de 6 p.c. Son produit, qui avait initialement été estimé à 0,3 p.c. du PIB lors de la confection du budget, s'établirait finalement aux alentours de 0,1 p.c. du PIB. Parallèlement, diverses modifications ont été apportées à plusieurs taxes sur les opérations financières. Ainsi, la taxe sur les OPC a été majorée et celle sur la livraison de titres au porteur triplée, pour être portée à 0,60 p.c., dans le but de décourager l'utilisation de ces titres. La Cour de justice des Communautés européennes a estimé le 15 juillet 2004 que la taxe sur les opérations de bourse et celle sur la livraison de titres au porteur lors de l'émission de nouveaux titres sont contraires à la directive européenne concernant les impôts indirects frappant les rassemblements de capitaux. Depuis cette date, les personnes qui souscrivent à de nouveaux titres ne doivent plus payer cet impôt et, par ailleurs, une partie des taxes boursières perçues précédemment peut être réclamée, ce qui entraînera des dépenses pour les administrations publiques.

Les impôts sur les biens et services ont progressé de 0,4 p.c. du PIB en 2004, ce qui s'explique essentiellement par trois facteurs. Premièrement, les recettes de TVA ont enregistré une évolution très favorable. Au cours de l'année sous revue, elles ont progressé, en termes nominaux, de presque 7 p.c. Cette progression tient à une augmentation des perceptions brutes, parallèlement à

l'évolution de la conjoncture en général et des dépenses de consommation en particulier, mais aussi à la faible croissance des restitutions qui suivent normalement avec un certain retard les exportations et les investissements. Alors que ces restitutions s'étaient sensiblement accrues en 2003, leur croissance est demeurée limitée en 2004, sans doute en liaison avec l'atonie des exportations et des investissements en 2003. Deuxièmement, la part des recettes de TVA prélevée en Belgique et revenant à l'État belge a augmenté à hauteur de 0,1 p.c. du PIB, sous l'effet de la réforme du mode de financement de l'UE décidée lors du sommet de Berlin en mars 1999, qui prévoyait un glissement de la ressource TVA vers la ressource RNB, en réduisant le pourcentage de la contribution TVA revenant à l'UE de 1 à 0,75 p.c. en 2002 et à 0,50 p.c. en 2004. Troisièmement, les accises ont haussé de 0,1 p.c. du PIB sous l'effet de diverses mesures. Ainsi, le relèvement, en août 2003, de la cotisation sur l'énergie frappant l'électricité, le mazout, le charbon, l'essence et le diesel, a encore eu une incidence de 128 millions d'euros en 2004. Par ailleurs, les accises sur le tabac ont été majorées au début de 2004 et les accises sur l'essence et le diesel ont augmenté par le biais du système de cliquet durant le premier semestre, ce qui a permis de récolter, respectivement, quelque 150 et 200 millions d'euros. D'autre part, quelques impôts moins importants, comme la taxe compensatoire des accises et la taxe d'immatriculation sur les automobiles, ont été abaissés. Au niveau de la sécurité sociale, enfin, l'avance que doit payer l'industrie pharmaceutique pour financer le dépassement du budget des médicaments a été portée de 2,55 à 7,44 p.c. du chiffre d'affaires réalisé en 2003 par ce secteur, ce qui a permis de récolter 135 millions d'euros supplémentaires.

GRAPHIQUE 54 DÉTERMINANTS DE L'ÉVOLUTION DES RECETTES DE TVA

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



Sources : ICN, SPF Finances, BNB.

(1) Il s'agit des recettes de caisse perçues par le SPF Finances. Elles diffèrent des recettes comptabilisées suivant le SEC 95 dans les comptes des administrations publiques, qui sont enregistrées sur la base des transactions et dont sont déduites les recettes transférées à l'UE.

La Région flamande et la Région wallonne ont réformé leur précompte immobilier. En Flandre, la part régionale du précompte immobilier des entreprises a été supprimée ; en Wallonie, la réforme a consisté notamment à remplacer la réduction proportionnelle pour enfants et handicapés à charge par une réduction forfaitaire plus élevée. Par ailleurs, les pouvoirs locaux ont moins sensiblement relevé le taux des additionnels immobiliers que les années précédentes.

Durant l'année sous revue, le produit de la taxe dite « taxe Elia » s'est élevé à 115 millions d'euros. Ce prélèvement sur la distribution d'électricité est entré en vigueur avec effet rétroactif à partir de mai 2004. Il a été instauré par le pouvoir fédéral, mais son produit est destiné aux communes, afin de compenser partiellement les effets négatifs sur leurs recettes de la libéralisation du marché de l'électricité.

L'incidence des mesures fiscales et parafiscales – DLU incluse – a été quasiment neutre en 2004, contrairement aux années 2002 et 2003 où elle avait contribué à réduire le coin fiscal et parafiscal. On perçoit toutefois, en 2004, une nette tendance vers un allègement de la pression sur le travail et un glissement de la pression vers d'autres sources de prélèvement, essentiellement la consommation. Cette tendance devrait se poursuivre, sous l'effet des répercussions encore attendues de la réforme de l'impôt des personnes physiques et des réductions des cotisations sociales qui sont projetées, ainsi que du relèvement prévu de certains impôts indirects.

Les recettes non fiscales et non parafiscales se sont fortement repliées en 2004, alors qu'elles avaient été flattées, en 2003, par le transfert en capital équivalant à 1,9 p.c. du PIB reçu de Belgacom en contrepartie de la reprise, par les administrations publiques, de ses engagements en matière de retraites. En 2004, une opération similaire mais d'une ampleur nettement plus réduite a été réalisée, avec la reprise par les pouvoirs publics du fonds de pension de BIAC, la société propriétaire et exploitante de l'aéroport national de Bruxelles, d'une valeur de 151 millions d'euros. Par ailleurs, la vente, en 2003, du portefeuille de prêts hypothécaires géré par Credibe – institution issue, en 2001, de l'ex-Office central de crédit hypothécaire –

et le remboursement partiel, par les sociétés régionales de logement, d'une grande partie de leur dette envers le FADELS ont entraîné au cours de l'année sous revue de moindres recettes d'intérêts, à concurrence de 0,1 p.c. du PIB. Enfin, la libéralisation du marché de l'énergie en Flandre a exercé des effets négatifs, en 2004, sur les dividendes versés par les intercommunales aux pouvoirs locaux, à hauteur d'environ 0,1 p.c. du PIB.

Dépenses primaires

La croissance des dépenses primaires à prix constants, qui avait été particulièrement soutenue en 2002 et 2003, s'est nettement ralentie en 2004. Cette décélération a résulté en une diminution de 0,9 point de ces dépenses en pourcentage du PIB, à 44,6 p.c., qui n'a que très partiellement compensé la hausse des années précédentes.

Au cours de l'année sous revue, la progression réelle des dépenses primaires a atteint 0,9 p.c., un rythme particulièrement modéré au regard des deux années précédentes. L'évolution apparente de ces dépenses ne constitue toutefois pas un bon indicateur de la politique structurelle des administrations publiques en la matière, puisqu'elle est largement influencée par des facteurs non récurrents, par l'évolution conjoncturelle, ainsi que par les décalages éventuels entre l'indexation de certaines dépenses et l'augmentation de l'indice des prix à la consommation national. La tendance fondamentale de l'évolution des dépenses primaires peut être approchée en neutralisant l'incidence de ces trois éléments.

En 2004, les facteurs non récurrents ont contribué significativement à limiter le volume des dépenses, à concurrence de 1,4 point de pourcentage, alors qu'ils l'avaient fortement gonflé en 2003. Tout d'abord, les dépenses ont été affectées par la comptabilisation, en 2003, des aides à l'investissement et d'une partie des subsides d'exploitation auxquelles la SNCB avait droit en principe seulement au cours de l'année sous revue. Un montant de 1.051 millions d'euros a ainsi pesé sur les dépenses en 2003 et allégé d'autant celles de 2004. Ensuite, des ventes de bâtiments, qui, en application du SEC 95, sont comptabilisées comme des dépenses négatives, ont été réalisées non seulement par le pouvoir fédéral, à hauteur de quelque 200 millions d'euros, soit pratiquement le même montant qu'en 2003, mais aussi par la Communauté flamande, qui n'avait pas pratiqué de telles opérations dans un passé récent, pour un peu plus de 200 millions.

TABLEAU 31 DÉPENSES PRIMAIRES DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES

(déflatées par l'indice des prix à la consommation national, pourcentages de variation par rapport à l'année précédente, sauf mention contraire)

	2000	2001	2002	2003	2004 e	Moyenne 1995-2004 e
Niveau observé (1)	42,5	42,8	44,2	45,6	44,6	
Croissance réelle observée	1,2	0,6	4,6	4,7	0,9	2,3
Influence de facteurs non récurrents et conjoncturels						
Facteurs non récurrents (2) (3)	–0,1	–1,2	1,2	1,1	–1,4	0,1
Dépenses de chômage, hors mesures (2)	–0,2	0,0	0,1	0,3	0,1	0,0
Croissance réelle corrigée de l'influence des facteurs non récurrents et conjoncturels	1,5	1,9	3,2	3,3	2,2	2,2
Effet de l'indexation (2) (4)	–0,7	0,0	0,7	–0,2	–0,5	–0,1
Croissance réelle corrigée de l'influence des facteurs non récurrents et conjoncturels et pour les effets de l'indexation	2,2	1,9	2,5	3,5	2,8	2,4

Sources : ICN, BNB.

(1) Pourcentages du PIB.

(2) Contribution à la croissance réelle observée des dépenses primaires.

(3) L'évolution des dépenses primaires entre 2001 et 2002 est gonflée, à concurrence de 0,3 p.c. du PIB, par des facteurs d'ordre comptable : d'une part, la reclassification des entreprises publiques de radiotélévision, du secteur des sociétés non financières dans celui des administrations publiques, d'autre part, le glissement entre TVA et ressource RNB consécutif à la réforme du financement de l'UE. Ce dernier élément s'est répété entre 2003 et 2004, à hauteur de 0,1 p.c. du PIB. Ces facteurs ont gonflé à la fois les recettes et les dépenses, sans effet significatif sur le solde de financement.

(4) Effet découlant de l'écart entre l'indexation effective des salaires publics et des prestations sociales, d'une part, et l'augmentation de l'indice des prix à la consommation national, d'autre part.

Au contraire, deux facteurs importants ont contribué à l'augmentation des dépenses en 2004. Ainsi qu'on l'a déjà commenté plus haut, la ressource RNB a été gonflée en 2004 à concurrence de 290 millions d'euros, en contrepartie d'un moindre prélèvement par l'UE sur les recettes de TVA perçues en Belgique. Les dépenses comprennent par ailleurs dorénavant les pensions que l'État doit payer au personnel statutaire retraité de Belgacom, à la suite de la reprise en 2003 des obligations de cette entreprise en la matière : les retraites ainsi prises en charge ont occasionné en 2004 un débours de 200 millions d'euros environ. Ce montant a toutefois été plus que compensé au niveau du solde de financement, d'une part, par les versements plus importants de cotisations par Belgacom dans le cadre du système général de pensions et, d'autre part, par les gains en charges d'intérêts générés par la réduction de la dette consécutive au transfert en capital de 5 milliards d'euros réalisé en 2003 par Belgacom au profit du Trésor, de manière à assurer la neutralité actuarielle de l'ensemble de l'opération pour le budget des administrations publiques.

Enfin, à la suite de l'arrêt de la Cour de justice des Communautés européennes du 15 juillet 2004 décrit ci-dessus, condamnant l'État belge à rembourser les montants abusivement perçus au titre de la taxe sur les opérations de bourse et de celle sur la livraison de titres au porteur, des demandes de remboursement seront introduites par les souscripteurs ; conformément au SEC 95, la dépense qui en résultera, d'un montant estimé à 75 millions d'euros, doit être comptabilisée en 2004, l'année de la condamnation de la Belgique, quel que soit le moment du débours effectif.

Le rythme de croissance des dépenses primaires est, en outre, influencé par les fluctuations de la conjoncture économique par le biais de l'évolution des allocations de chômage, qui suivent généralement le cycle économique avec un certain délai. Après une augmentation très vive des dépenses de chômage en 2003, de 5,8 p.c. en termes réels, la reprise progressive de l'activité a limité la progression de ces dépenses à 2,2 p.c. en 2004, de sorte que leur contribution à la croissance des dépenses primaires a été ramenée de 0,3 point de pourcentage en 2003 à 0,1 point.

La progression des dépenses primaires a, par ailleurs, été freinée, à concurrence de 0,5 point de pourcentage durant l'année sous revue, par le mécanisme d'indexation des prestations sociales et des rémunérations de la fonction publique. En effet, ces dépenses, qui constituent près de 60 p.c. des dépenses primaires des administrations publiques, sont liées à l'indice-santé qui, en 2004, a progressé moins rapidement que l'indice des prix à la consommation national, du fait qu'au contraire de ce dernier, il n'a pas été influencé par la hausse importante des prix de l'essence et du diesel, pas plus d'ailleurs que par toute une série de mesures de relèvement de la fiscalité indirecte détaillée ci-avant. De surcroît, les dépenses indexables ne sont adaptées que lorsque l'indice de référence, obtenu après lissage, dépasse un indice-pivot. Comme, en 2004, celui-ci n'a été franchi qu'en septembre, les allocations sociales et les rémunérations de la fonction publique ont été augmentées de 2 p.c. en octobre et en novembre respectivement, soit quatre mois plus tard qu'en 2003. Vu la hausse de l'inflation observée en 2004, l'écart entre l'indexation et l'inflation est remonté à 0,8 point de pourcentage, contre seulement 0,3 point en 2003.

TABLEAU 32 DÉPENSES PRIMAIRES PAR SOUS-SECTEUR DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES (1)

(déflatées par l'indice des prix à la consommation national, pourcentages de variation par rapport à l'année précédente)

	2000	2001	2002	2003	2004 e	Moyenne 1995-2004 e	Sous-période	
							Moyenne 1995-1999	Moyenne 2000-2004 e
Croissance réelle corrigée (2)	2,2	1,9	2,5	3,5	2,8	2,4	2,1	2,6
Pouvoir fédéral	2,3	0,5	1,4	3,5	1,2	1,4	1,0	1,8
Sécurité sociale	2,3	3,5	2,0	4,3	2,9	2,5	1,8	3,0
Communautés et régions	0,5	2,2	3,9	3,1	2,9	2,1	1,7	2,5
Pouvoirs locaux	4,8	–1,8	2,5	3,3	2,3	2,7	3,3	2,2

Sources : ICN, BNB.

(1) Les dépenses des sous-secteurs incluent les transferts qu'ils effectuent entre eux, à l'exception de la reprise de la dette de la sécurité sociale par le pouvoir fédéral en 2001 et du versement du transfert en capital, effectué en 2004, par le pouvoir fédéral aux régions dans le cadre du remboursement par les sociétés régionales de logement d'une partie de leur dette envers le FADELS.

(2) Croissance réelle corrigée de l'influence des facteurs non récurrents et conjoncturels et pour les effets de l'indexation.

Après correction des effets de l'ensemble des facteurs non récurrents et conjoncturels et de l'indexation, il apparaît que la hausse des dépenses primaires s'est élevée à 2,8 p.c. en 2004, un rythme inférieur à celui observé en 2003, mais supérieur à la croissance tendancielle du PIB, ainsi qu'à l'augmentation moyenne des dépenses primaires, de 2,4 p.c. au cours des dix dernières années. Celle-ci a été plus rapide de 2000 à 2004, se montant à 2,6 p.c. en moyenne, qu'entre 1995 et 1999, lorsqu'elle avait atteint une moyenne de 2,1 p.c. l'an.

L'évolution des dépenses primaires de l'ensemble des administrations publiques a été relativement hétérogène, selon les sous-secteurs qui le composent. Ainsi, les dépenses de la sécurité sociale et des communautés et régions ont fortement progressé, tandis que la croissance de celles du pouvoir fédéral est restée limitée, celles des pouvoirs locaux connaissant une situation intermédiaire.

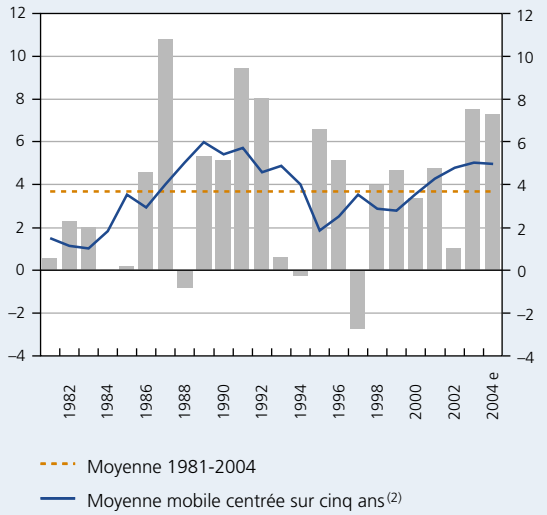
Les dépenses primaires corrigées du pouvoir fédéral se sont accrues de 1,2 p.c. en termes réels en 2004. Cette croissance a ainsi été légèrement inférieure à l'évolution moyenne relativement faible observée ces dix dernières années.

L'augmentation en volume des dépenses primaires de la sécurité sociale, corrigée des effets susmentionnés, est restée vive, atteignant 2,9 p.c., moins toutefois que les 4,3 p.c. enregistrés en 2003. La vivacité de la croissance observée ces dernières années découle presque exclusivement de la forte progression des dépenses de santé ainsi que, dans une moindre mesure, du succès des régimes d'interruption de carrière donnant droit à des allocations sociales. Les dépenses de santé influencent largement et de manière structurelle l'évolution des dépenses de la sécurité sociale et, au-delà, pèsent sur les dépenses primaires de l'ensemble des administrations publiques. En effet, la croissance réelle des dépenses de soins de santé depuis 1981, de 3,7 p.c. en moyenne, a été la plus vigoureuse parmi les principales catégories de dépenses primaires. De la sorte, les dépenses de soins de santé constituaient près du tiers des dépenses de la sécurité sociale en 2004, contre moins de 20 p.c. en 1980.

La croissance réelle des dépenses publiques de soins de santé est fort volatile. Le calcul d'une moyenne mobile permet d'atténuer la part des fluctuations annuelles due à des glissements, des retards comptables ou des mesures à court terme. Il en ressort que la progression à prix constants de ces dépenses a été nettement supérieure à la hausse tendancielle ces dernières années, et qu'une accélération a eu lieu au cours de la période la plus récente. La hausse a été particulièrement vive en 2003 et 2004,

GRAPHIQUE 55 DÉPENSES DE SOINS DE SANTÉ (1)

(déflatées par l'indice des prix à la consommation national, pourcentages de variation par rapport à l'année précédente)



Sources : ICN, BNB.

(1) Dépenses publiques de soins de santé, à l'exclusion des indemnités de maladie et d'invalidité, des dépenses d'assurance-dépendance, des transferts vers les institutions chargées des soins aux handicapés, ainsi que des indemnités aux handicapés.

(2) L'hypothèse d'une croissance réelle de 4,5 p.c. en 2005 et 2006 a été retenue pour le calcul de la moyenne mobile de 2003 et 2004.

s'établissant à respectivement 7,5 et 7,3 p.c. Si, pour la première de ces deux années, des glissements d'une année à l'autre ont pu être évoqués, il n'en va pas de même pour les évolutions de l'année sous revue. L'utilisation pour la confection du budget 2004 de la norme retenue dans l'accord gouvernemental de juillet 2003, à savoir une augmentation réelle annuelle de 4,5 p.c. pendant la période de 2004 à 2007, n'a donc pas suffi à maintenir les dépenses à l'intérieur de l'enveloppe prévue.

En dépit de ces facteurs, la progression des dépenses de sécurité sociale s'est ralentie en 2004, de plus d'un point par rapport à 2003, en raison principalement de la croissance très modérée des pensions, mais aussi de la décélération de la plupart des autres catégories de prestations sociales. La diminution de l'impact budgétaire des dispositions sociales, qui avait été particulièrement important en 2003, a réduit également le rythme d'augmentation des dépenses, malgré de nouvelles mesures mises en place en 2004.

Parmi ces dernières, on peut relever celles prises pour les revenus de remplacement les plus bas, pour un montant de 115 millions d'euros en 2004, en complément des ajustements déjà opérés en 2003 pour plus de 180 millions. Ainsi, les montants minimums des pensions des indépendants sont graduellement relevés depuis 2003 et le seront encore jusqu'en 2007. Une adaptation au bien-être des pensions les plus anciennes est également réalisée progressivement, pour compenser la régression spontanée de la prospérité relative des pensionnés plus âgés : à partir du 1er avril 2004, une hausse de 2 p.c. a été accordée pour les pensions des salariés et des indépendants ayant pris cours en 1996. D'autres mesures, budgétairement moins importantes, ont encore été décidées, telles que l'augmentation de 66 millions de l'enveloppe destinée au système des titres-services, introduit au début de 2003 et réformé lors de la conférence pour l'emploi de septembre et octobre 2003, ou l'adaptation au bien-être de 2 p.c. des indemnités des personnes en invalidité, si celles-ci ont été versées pour la première fois avant 1998.

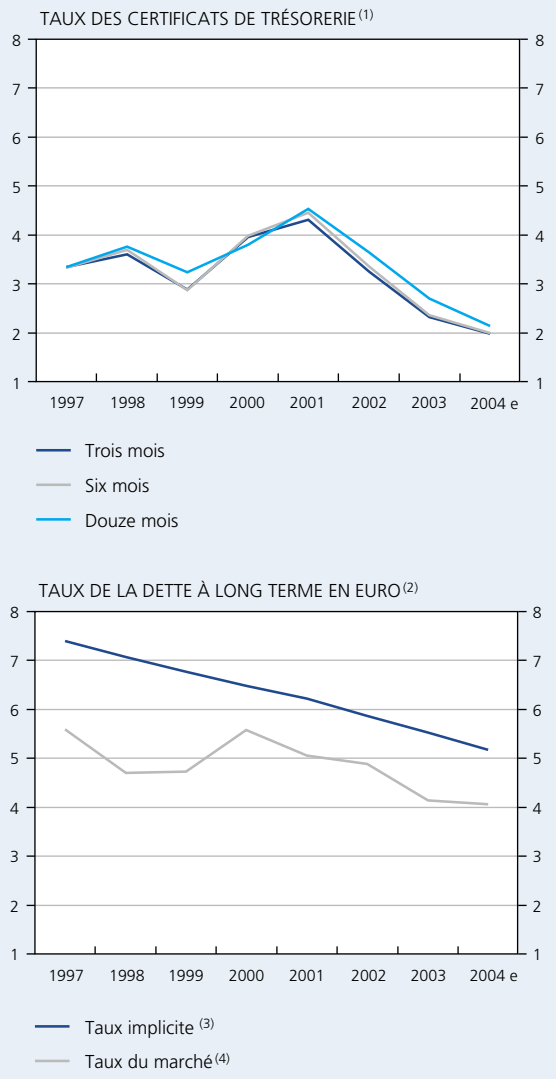
En ce qui concerne les communautés et régions, la croissance du volume des dépenses primaires est demeurée soutenue en 2004, quoique légèrement moins vive que les deux années précédentes. Les dépenses primaires réelles des pouvoirs locaux ont, quant à elles, progressé à un rythme inférieur à la moyenne des dix dernières années.

Charges d'intérêts des administrations publiques

Au cours de l'année sous revue, une nouvelle baisse, équivalant à 0,6 p.c. du PIB, des charges d'intérêts de l'ensemble des administrations publiques a été enregistrée, et celles-ci se sont dès lors établies à 4,8 p.c. du PIB. Cette baisse est la conséquence à la fois de la poursuite de la réduction de la dette – en 2003 et en 2004, la dette brute consolidée de l'ensemble des pouvoirs publics s'est contractée de respectivement 5,4 et 4,3 p.c. du PIB – et de la diminution tendancielle du taux implicite de la dette publique, qui a fléchi de 0,2 point de pourcentage au cours de l'année sous revue (voir également l'encadré 15).

Dans la mesure où la composition de la dette du Trésor, qui représente plus de 90 p.c. de la dette publique, est demeurée pratiquement inchangée ces dernières années, l'évolution du taux implicite s'explique presque exclusivement par celle des taux des différentes composantes de la dette. L'Eurosystème a laissé inchangé le taux de soumission minimal des opérations principales de refinancement pendant l'année sous revue, mais la baisse de son taux directeur en 2003, qui avait atteint au total 75 points de base, a continué à produire ses effets. Les taux implicites à court terme ont ainsi continué de fléchir, à un rythme plus lent toutefois que les années précédentes. Quant aux emprunts à long terme venant à échéance, ils ont pu être refinancés à des taux nettement inférieurs en 2004, de sorte que le taux implicite de la dette à long terme a poursuivi son repli.

GRAPHIQUE 56 TAUX D'INTÉRÊT DE LA DETTE PUBLIQUE



Sources : ICN, SPF Finances, BNB.

(1) Taux moyen dû sur les certificats de trésorerie.

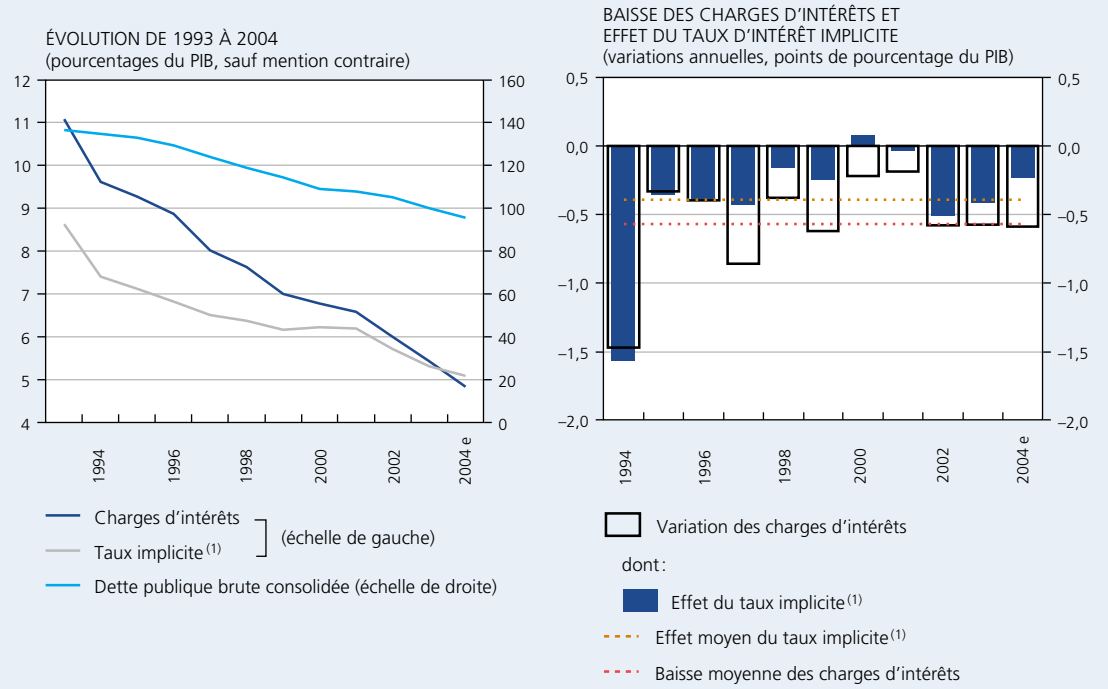
(2) À l'exclusion des emprunts émis, avant le 1er janvier 1999, dans d'autres monnaies que le franc belge et à l'exclusion des OLO à taux variable, dont le taux fluctue comme les taux d'intérêt à court terme.

(3) Rapport entre les charges d'intérêts (y compris les primes d'émission) et l'encours mensuel moyen de la dette.

(4) Taux d'intérêt moyen des emprunts publics d'une durée égale ou supérieure à six ans.

Encadré 15 – Évolution des intérêts de la dette publique

CHARGES D'INTÉRÊTS, TAUX D'ENDETTEMENT ET TAUX D'INTÉRÊT IMPLICITE



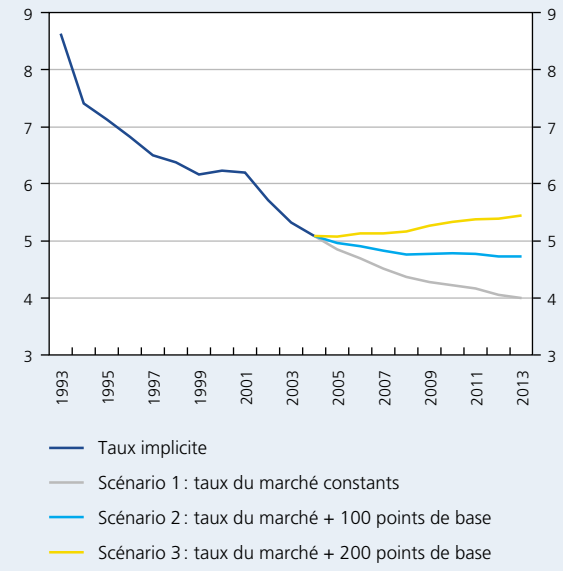
Sources : ICN, SPF Finances, BNB.
(1) Rapport entre les charges d'intérêts de l'année en cours et l'endettement à la fin de l'année précédente.

De 1993 à 2004, les charges d'intérêts des administrations publiques sont revenues de 11,1 à 4,8 p.c. du PIB. Ce recul est le résultat, d'une part, de la contraction du taux d'endettement de 3,7 p.c. du PIB par an en moyenne et, d'autre part, de la baisse continue du taux implicite de la dette publique de 0,3 point de pourcentage par an en moyenne. La diminution des charges d'intérêts, de 0,6 p.c. du PIB par an en moyenne, peut être imputée, à hauteur de 0,4 point de pourcentage, à la baisse du taux implicite de la dette publique. La possibilité de refinancer à un taux du marché plus faible les emprunts qui arrivaient à échéance ou qui, éventuellement, étaient remboursés anticipativement, a ainsi permis – dans la mesure où les charges d'intérêts se contractaient – de créer une marge budgétaire importante pendant la décennie écoulée.

Les taux d'intérêt nominaux du marché ont cependant atteint des niveaux historiquement bas au cours de l'année sous revue. La poursuite éventuelle de la baisse du taux d'intérêt implicite devrait donc s'effectuer désormais à un rythme moins rapide que dans le passé. Il ne peut pas non plus être exclu qu'une éventuelle hausse des taux d'intérêt du marché donne lieu à une stabilisation ou à un relèvement du taux implicite de la dette publique.

À titre d'illustration, trois scénarios d'évolution des taux d'intérêt ont été examinés : dans le premier, les taux d'intérêt du marché à court et long termes demeurent constamment au niveau moyen de 2004, dans le deuxième, les taux d'intérêt du marché augmentent de 100 points de base au début de 2005 puis se stabilisent, et enfin, dans le troisième, cette augmentation est portée à 200 points de base. Dans le premier scénario, le taux implicite de la

TAUX D'INTÉRÊT IMPLICITE DE LA DETTE PUBLIQUE (1) (2)



Sources : ICN, SPF Finances, BNB.

(1) Rapport entre les charges d'intérêts de l'année en cours et l'endettement à la fin de l'année précédente.

(2) Dans l'hypothèse technique d'un niveau d'endettement constant et d'une structure de la dette inchangée.

dette publique continue de se replier, mais à un rythme plus lent que dans le passé. Dans le deuxième scénario, la baisse du taux d'intérêt implicite s'interrompt après quelques années à peine, de sorte que la diminution des charges d'intérêts par le canal des taux d'intérêt disparaîtrait complètement. Un relèvement de 200 points de base des taux d'intérêt du marché entraîne une hausse quasiment immédiate du taux d'intérêt implicite, de sorte que celui-ci, à l'inverse du passé, exercerait une pression à la hausse sur les charges d'intérêts.

Solde de financement des administrations publiques

Après avoir affiché un excédent de 0,3 p.c. du PIB en 2003, les opérations des administrations publiques se sont soldées en 2004 par un quasi-équilibre, suivant les données établies selon le SEC 95. Comme les charges d'intérêts se sont de nouveau sensiblement contractées en 2004, cette évolution s'est accompagnée d'une réduction du surplus primaire, qui est revenu de 5,7 p.c. du PIB en 2003 à 4,7 p.c. La moindre importance des facteurs non récurrents est plus particulièrement à l'origine de cette évolution.

L'évolution du solde budgétaire des administrations publiques est le résultat de développements différents selon les sous-secteurs. Le pouvoir fédéral a ainsi accusé un déficit de 0,3 p.c. du PIB, alors qu'il avait encore pu dégager un excédent de 0,4 p.c. du PIB en 2003. Cette dégradation sensible est une conséquence de la disparition des facteurs non récurrents déjà évoqués ci-avant – en particulier en ce qui concerne Belgacom – qui avaient contribué dans une large mesure à améliorer le résultat budgétaire en 2003. Le montant que le pouvoir fédéral verse à la sécurité sociale, essentiellement sous la forme d'un financement alternatif, a également été substantiellement majoré pendant l'année sous revue. En 2004, les dépenses ont aussi été alourdies par le transfert en capital non récurrent, équivalant à 0,2 p.c. du

TABLEAU 33 SOLDE DE FINANCEMENT PAR SOUS-SECTEUR DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES

(pourcentages du PIB)

	2000	2001	2002	2003	2004 e
Solde primaire	6,9	7,2	6,1	5,7	4,7
Pouvoir fédéral	5,9	5,3	5,4	5,4	4,2
Sécurité sociale	0,6	0,7	0,4	–0,5	–0,2
Communautés et régions	0,6	1,1	0,1	0,4	0,5
Pouvoirs locaux	0,0	0,1	0,3	0,5	0,4
Charges d'intérêts	6,8	6,6	6,0	5,4	4,8
Solde de financement	0,2	0,6	0,1	0,3	–0,1
Pouvoir fédéral	–0,4	–0,8	–0,2	0,4	–0,3
Sécurité sociale	0,6	0,7	0,3	–0,5	–0,2
Communautés et régions	0,3	0,8	–0,1	0,2	0,3
Pouvoirs locaux	–0,3	–0,1	0,1	0,3	0,2
p.m. Solde de financement selon l'EDP(1)	*0,2*	*0,6*	*0,1*	*0,4*	*0,0*

Sources : ICN, BNB.

(1) La méthodologie du SEC 95 a été adaptée en 2001 pour exclure du calcul du solde de financement les gains nets d'intérêts provenant de certaines transactions financières, telles que les contrats d'échange (*swaps*). Dans le cadre de la procédure sur les déficits publics excessifs (EDP), cette correction n'est toutefois pas prise en compte, tout comme elle ne l'est pas non plus pour l'évaluation par la CE des programmes de stabilité.

PIB, que le pouvoir fédéral a versé aux régions dans le cadre du remboursement par les sociétés régionales de logement de la majeure partie de leur dette envers le FADELS. Il s'agit d'un versement unique à titre de compensation de la perte, pour les régions, de la possibilité de recourir à des emprunts assortis d'avantages fiscaux pour le refinancement des engagements que le FADELS gérait pour leur compte. Enfin, la baisse des charges d'intérêts a exercé une incidence favorable de 0,5 p.c. du PIB sur le solde du pouvoir fédéral.

La sécurité sociale a enregistré un déficit pour la deuxième année consécutive. Cette détérioration est imputable notamment au recul des cotisations sociales, de 0,7 point de pourcentage du PIB entre 2002 et 2004, du fait de la diminution de la proportion des salaires bruts dans le PIB, observée depuis 2003, et des réductions de cotisations sociales. Ensuite, les dépenses de soins de santé ont fortement progressé durant cette période. Ces dépenses sont en effet passées de 5,9 p.c. du PIB en 2002 à 6,5 p.c.

TABLEAU 34 COMPTES DE LA SÉCURITÉ SOCIALE(1)

(pourcentages du PIB)

	2002	2003	2004 e	Évolution de 2002 à 2004 e
Recettes totales	19,6	19,4	19,5	–0,1
Cotisations sociales	14,1	13,8	13,4	–0,7
Autres recettes	5,5	5,6	6,2	0,6
Dépenses totales	19,3	19,9	19,8	0,5
dont :				
Soins de santé	5,9	6,2	6,5	0,6
Solde de financement	0,3	–0,5	–0,2	–0,6

Sources : ICN, BNB.

(1) Corrigés de l'effet sur les dépenses du transfert à la sécurité sociale, en 2004, de la part du prix de journée des hôpitaux qui était auparavant payée par le pouvoir fédéral, ainsi que de l'effet sur les recettes du relèvement corrélatif du financement alternatif de la sécurité sociale.

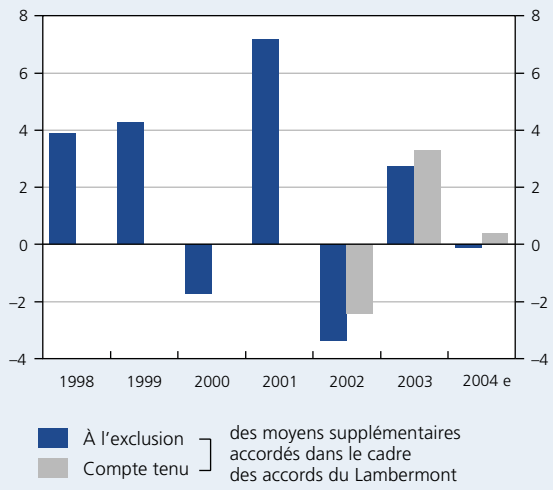
du PIB en 2004, soit une hausse de 0,6 point de pourcentage. L'incidence de ces deux facteurs a été amortie en partie par la hausse des transferts en provenance du pouvoir fédéral.

Au cours de l'année sous revue, les communautés et régions ont porté leur excédent à 0,3 p.c. du PIB. La part du produit de l'impôt des personnes physiques et de la TVA qui est transférée aux communautés et régions dans le cadre de la loi de financement n'a cependant augmenté que de 0,4 p.c. en termes réels. L'amélioration du solde de ces entités s'explique par trois facteurs : d'abord, certains impôts régionaux, tels les droits d'enregistrement, les droits de succession et les droits sur les donations, ont présenté une évolution très favorable ; ensuite, les recettes ont été avantageusement influencées par le transfert en capital non récurrent effectué dans le cadre de l'opération entre les societés régionales de logement et le FADELS déjà mentionnée ; enfin, la Communauté flamande a procédé à la vente d'actifs immobiliers.

Enfin, en ce qui concerne les pouvoirs locaux, l'excédent a reflué de 0,1 p.c. du PIB par rapport à 2003. Ce repli est le résultat d'une contraction des recettes, combinée à une augmentation des dépenses d'investissement.

GRAPHIQUE 57 RECETTES DE L'IMPÔT DES PERSONNES PHYSIQUES ET DE LA TVA QUI REVIENNENT AUX COMMUNAUTÉS ET RÉGIONS EN VERTU DE LA LOI SPÉCIALE DE FINANCEMENT (1)

(déflatées par l'indice des prix à la consommation national, pourcentages de variation par rapport à l'année précédente)



Sources : budget des voies et moyens, BNB.
(1) Compte non tenu de l'incidence des transferts d'impôts régionaux.

Soldes budgétaires corrigés des variations conjoncturelles et soldes budgétaires structurels

Le solde primaire et le solde de financement des administrations publiques ne donnent qu'une indication imparfaite de l'orientation effective de la politique budgétaire. Ils sont en effet également déterminés, dans une large mesure, par la conjoncture économique générale, qui se situe en dehors de la sphère d'influence directe des administrations publiques. Il convient dès lors, pour évaluer l'orientation de la politique budgétaire, de recourir à des indicateurs desquels l'influence de la conjoncture a été éliminée. Le SEBC utilise à cette fin une méthode harmonisée qui corrige les soldes budgétaires observés pour tenir compte à la fois de l'écart entre l'augmentation de l'activité et la croissance tendancielle et des fluctuations non tendancielles dans la composition du PIB.

Il ressort des indicateurs construits à l'aide de cette méthode que, contrairement aux années précédentes, la conjoncture n'a pas pesé sur l'évolution des soldes budgétaires pendant l'année sous revue. La croissance de l'activité a largement dépassé la progression tendancielle du PIB à prix constants, mais elle a été essentiellement soutenue par les composantes des revenus et des dépenses qui exercent une incidence relativement limitée sur les recettes publiques. L'incidence favorable de la croissance économique relativement élevée a, dès lors, été entièrement annihilée par des glissements défavorables pour les finances publiques dans la composition du PIB. Le surplus primaire corrigé des variations conjoncturelles s'est donc replié dans les mêmes proportions que le solde primaire effectif, à savoir de 1 p.c. du PIB.

Grâce à la nouvelle diminution des charges d'intérêts, la dégradation du solde de financement corrigé des variations conjoncturelles a été moins prononcée que celle du solde primaire corrigé de ces variations. L'excédent budgétaire corrigé de l'influence du cycle économique s'est réduit de 0,6 à 0,2 p.c. du PIB. Il convient toutefois d'observer que la méthode utilisée pour la correction des variations conjoncturelles – à l'instar de presque toutes les variantes en usage – n'expurge pas les flux budgétaires d'éventuelles influences cycliques sur le niveau des taux d'intérêt et, partant, sur les charges d'intérêts. En période d'activité inférieure au niveau tendanciel, le solde budgétaire corrigé des variations conjoncturelles peut, par conséquent, être légèrement flatté.

Les soldes budgétaires corrigés de l'influence du cycle économique ne peuvent être confondus avec les soldes structurels, desquels sont éliminés non seulement les fluctuations conjoncturelles mais aussi, dans la mesure du possible, tous les autres facteurs non récurrents.

TABLEAU 35 SOLDES BUDGÉTAIRES CORRIGÉS DES VARIATIONS CONJONCTURELLES[1] ET SOLDES BUDGÉTAIRES STRUCTURELS

(pourcentages du PIB)

	Solde primaire			Solde de financement		
	2002	2003	2004 e	2002	2003	2004 e
Niveau observé	6,1	5,7	4,7	0,1	0,3	–0,1
p.m. Idem, selon l'EDP[2]	*6,1*	*5,7*	*4,7*	*0,1*	*0,4*	*0,0*
Variation observée		–0,3	–1,0		0,2	–0,4
Variation liée à la conjoncture		–0,2	0,0		–0,2	0,0
Croissance du PIB		–0,5	0,4		–0,5	0,4
Effets de composition		0,3	–0,4		0,3	–0,4
Variation corrigée des influences conjoncturelles		–0,2	–1,0		0,4	–0,4
Niveau corrigé des influences conjoncturelles	6,2	6,0	5,0	0,2	0,6	0,2
Incidence des facteurs non récurrents[3]	0,2	1,5	0,7	0,2	1,5	0,7
dont :						
Réduction de l'impôt des personnes physiques en Région flamande	0,1	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0
Glissements entre précompte professionnel et rôles	0,1	0,0	0,1	0,1	0,0	0,1
Ventes d'actifs immobiliers	0,1	0,1	0,2	0,1	0,1	0,2
Transferts en capital en contrepartie de la reprise d'engagements de retraites	0,0	1,9	0,1	0,0	1,9	0,1
Glissements dans le financement de la SNCB	0,0	–0,4	0,4	0,0	–0,4	0,4
DLU	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,1
Niveau structurel	6,0	4,5	4,3	–0,1	–0,9	–0,5
Variation structurelle		–1,5	–0,2		–0,9	0,4

Sources : ICN, BNB.

(1) Selon la méthodologie décrite dans Bouthevillain C., Cour-Thimann Ph., van den Dool G., Hernández de Cos P., Langenus G., Mohr M., Momigliano S. et Tujula M. (2001), *Cyclically adjusted budget balances : an alternative approach,* ECB Working Paper Series, n° 77 (September). Une description plus didactique de cette méthodologie est fournie dans l'encadré 6 *Soldes budgétaires corrigés des variations conjoncturelles : méthode de calcul utilisée dans le cadre du SEBC* du Rapport 2003 de la BNB (Tome 1), pp. 90-91.

(2) La méthodologie du SEC 95 a été adaptée en 2001 pour exclure du calcul du solde de financement les gains nets d'intérêts provenant de certaines transactions financières, telles que les contrats d'échange (*swaps*). Dans le cadre de la procédure sur les déficits publics excessifs (EDP), cette correction n'est toutefois pas prise en compte, tout comme elle ne l'est pas non plus pour l'évaluation par la CE des programmes de stabilité.

(3) Il s'agit de l'incidence de facteurs non récurrents sur les recettes ou les dépenses primaires.

En 2003, ces derniers avaient amélioré les soldes budgétaires de 1,5 p.c. du PIB. Pendant l'année sous revue, le budget a de nouveau tiré profit des facteurs non récurrents, mais dans de nettement moindres proportions. Du fait des glissements susmentionnés vers 2003, le financement de la SNCB par le pouvoir fédéral s'est ainsi établi à un niveau exceptionnellement bas en 2004, ce qui a réduit les dépenses primaires d'environ 0,4 p.c. du PIB. De nouvelles ventes d'actifs immobiliers, par le pouvoir fédéral comme par certaines entités fédérées, ont en outre exercé une incidence négative sur les dépenses d'investissement, pour plus de 0,2 p.c. du PIB. Par ailleurs, les recettes en capital ont été majorées par le versement non récurrent effectué par BIAC et par le produit de la DLU. Enfin, divers glissements entre le précompte professionnel et l'impôt dû en définitive ont augmenté les recettes fiscales de manière non récurrente de près de 0,1 p.c. du PIB. Globalement, les facteurs non récurrents ont amélioré les soldes budgétaires de l'année sous revue de quelque 0,7 p.c. du PIB.

Le vif repli susmentionné du surplus primaire corrigé des variations conjoncturelles est donc dans une très large mesure imputable à la réduction de moitié de l'incidence favorable des facteurs non récurrents. Le surplus primaire structurel a affiché une dégradation moins prononcée, de quelque 0,2 p.c. du PIB. Les recettes publiques ont globalement exercé une incidence relativement neutre

sur l'évolution du solde primaire structurel, puisque l'impact net limité des mesures structurelles d'allégements des charges fiscales et parafiscales a été largement contrebalancé par la hausse du produit de certains impôts plus marquée que ce qu'il était permis d'attendre en fonction de l'évolution de l'environnement macroéconomique, en particulier pour l'impôt sur les bénéfices des sociétés et la TVA. La nouvelle contraction du solde primaire structurel est dès lors essentiellement imputable à l'évolution des dépenses primaires qui, à prix constants et corrigées des variations conjoncturelles et autres facteurs non récurrents, ont crû de presque 3 p.c., soit un taux sensiblement supérieur à la croissance tendancielle de l'activité.

Dans la mesure où la contraction du surplus primaire structurel a été plus que compensée par la baisse des charges d'intérêts, le déficit structurel s'est légèrement réduit au cours de l'année sous revue, revenant à 0,5 p.c. du PIB.

Dette des administrations publiques

À la fin de 2003, le taux d'endettement s'élevait à 100 p.c. du PIB. Alors que la dette publique était passée d'un niveau juste au-dessous du PIB en 1982 à un niveau maximum de presque 137 p.c. du PIB en 1993, le niveau de la dette a depuis lors continuellement baissé, à raison de 3,7 points de pourcentage en moyenne par an. Pendant l'année sous revue, la dette brute consolidée a régressé de 4,3 p.c. du PIB, revenant à 95,6 p.c. du PIB.

La contraction de la dette entre la fin de 1993 et la fin de l'année sous revue a dans une large mesure été endogène. Cette réduction endogène de la dette ou effet boule de neige inversé se déclenche lorsque l'excédent primaire est plus élevé que ce que la simple stabilisation de la dette publique requiert, compte tenu de la croissance économique nominale et du taux d'intérêt implicite de la dette publique. La diminution endogène de la dette s'est élevée à 4,9 p.c. du PIB en 2004, grâce surtout à la vigueur de la croissance économique nominale, de 5,2 p.c. contre à peine 2,8 p.c. en moyenne les trois années précédentes, et au nouveau repli du taux d'intérêt implicite.

TABLEAU 36 DETTE BRUTE CONSOLIDÉE DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES

(pourcentages du PIB, sauf mention contraire)

	1993	Moyenne 1994-2000	2001	2002	2003	2004 e	Évolution de 1993 à 2004 e
Niveau de la dette (à fin de période)	136,7	123,4	108,0	105,4	100,0	95,6	
Variation de la dette		–4,0	–1,1	–2,6	–5,4	–4,3	–41,1
Variation endogène (1)		–2,9	–3,3	–3,0	–3,6	–4,9	–35,1
Solde primaire requis pour stabiliser la dette (1)		3,0	3,9	3,1	2,1	–0,2	
Taux d'intérêt implicite de la dette (2)		6,6	6,1	5,7	5,3	5,0	
Croissance du PIB nominal (2)		4,3	2,5	2,7	3,2	5,2	
Solde primaire effectif		5,9	7,2	6,1	5,7	4,7	
Variation résultant d'autres facteurs		–1,1	2,2	0,4	–1,8	0,5	–6,0
Opérations avec la BNB (notamment plus-values sur or)		–0,5	0,0	–0,1	–0,1	0,0	
Privatisations et autres opérations financières		–0,4	0,0	0,0	–2,3	–0,4	
Formation nette d'actifs financiers en dehors du secteur des administrations publiques		–0,4	–0,3	–0,2	0,2	0,0	
Autres (3)		–0,3	2,6	0,7	0,4	0,9	

Sources : ICN, BNB.

(1) La variation endogène de la dette publique est donnée par la différence entre le solde primaire requis pour stabiliser la dette – c'est-à-dire le solde égal à l'écart entre le taux d'intérêt implicite de la dette et le taux de croissance du PIB nominal, multiplié par le rapport entre la dette à la fin de l'année précédente et le PIB de la période considérée – et le solde primaire effectif.

(2) Pourcentages.

(3) Principalement les octrois de crédits, les prises de participations, l'incidence des différences de change et des primes d'émission et de rachat, les écarts statistiques et, en 2001, l'incorporation de Credibe dans le secteur des administrations publiques.

Une faible fraction – environ un septième – de la réduction de la dette enregistrée depuis 1993 est imputable à des facteurs qui n'ont pas d'incidence sur le solde budgétaire, comme les opérations avec la Banque – l'affectation des plus-values sur or notamment –, les privatisations ou la réduction des actifs financiers détenus en dehors du secteur des administrations publiques. Si ces facteurs exogènes ont contribué de manière substantielle à la réduction de la dette publique entre 1995 et 1998, ils ont ensuite plutôt ralenti la contraction de la dette jusqu'en 2001, en raison d'octrois de crédits, de prises de participations et, surtout, de l'incorporation, cette dernière année, de Credibe dans le secteur des administrations publiques. En 2002, l'effet de ces facteurs exogènes avait été globalement négligeable, alors qu'ils avaient amplifié la diminution endogène de la dette en 2003, essentiellement sous l'effet du remboursement, par les sociétés régionales de logement, d'une grande partie de leur dette envers le FADELS, de la vente du portefeuille de prêts hypothécaires géré par Credibe et, dans une moindre mesure, du versement effectué par la Banque au Trésor en contrepartie des billets en franc belge non échangés contre des euros.

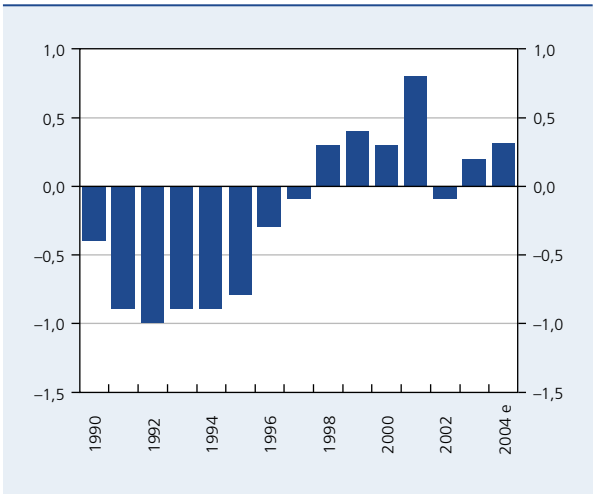
Au cours de l'année sous revue, les facteurs exogènes ont entraîné un gonflement de la dette de 0,5 p.c. du PIB. À la fin de 2003, le gouvernement fédéral avait enregistré anticipativement le versement à la SNCB des aides à l'investissement et d'une partie des subsides d'exploitation qui lui étaient en principe destinés en 2004, pour un montant de 1.051 millions d'euros. Dans la mesure où ces dépenses, qui avaient été imputées à l'année 2003, n'ont donné lieu à des décaissements effectifs qu'au début de 2004, la dette pour l'année sous revue en a été augmentée d'autant. Au cours de l'année sous revue, les administrations publiques ont réduit leur participation dans BIAC, la ramenant de 64 à 30 p.c., ce qui leur a rapporté 352 millions d'euros. Elles ont, en outre, procédé à la vente d'une partie des actions qu'elles détenaient dans le capital de Belgacom, pour un montant de 539 millions d'euros. Par ailleurs, Belgocontrol a versé au Trésor 191 millions d'euros en vue de compenser la couverture par l'État des pensions des anciens agents statutaires de cette entreprise. Ces trois opérations ont généré quelque 0,4 p.c. du PIB de recettes financières qui ont servi à alimenter la réduction de la dette publique.

6.2 Les finances des communautés et des régions

Au cours des phases successives de la réforme de l'État, de plus en plus de compétences ont été transférées du niveau fédéral aux communautés et aux régions. Les recettes et les dépenses de ces entités représentaient en 2004 environ un quart des recettes et des dépenses des administrations publiques.

GRAPHIQUE 58 SOLDE DE FINANCEMENT DES COMMUNAUTÉS ET RÉGIONS

(pourcentages du PIB)



Sources : ICN, BNB.

Le solde de financement des communautés et régions s'est systématiquement amélioré au cours de la décennie écoulée. Alors que, au début des années nonante, ces entités enregistraient encore des déficits avoisinant 1 p.c. du PIB, elles ont, ces dernières années, généralement clôturé leurs comptes en équilibre, voire en excédent. Ainsi, durant l'année sous revue, elles ont réalisé un surplus de 0,3 p.c. du PIB.

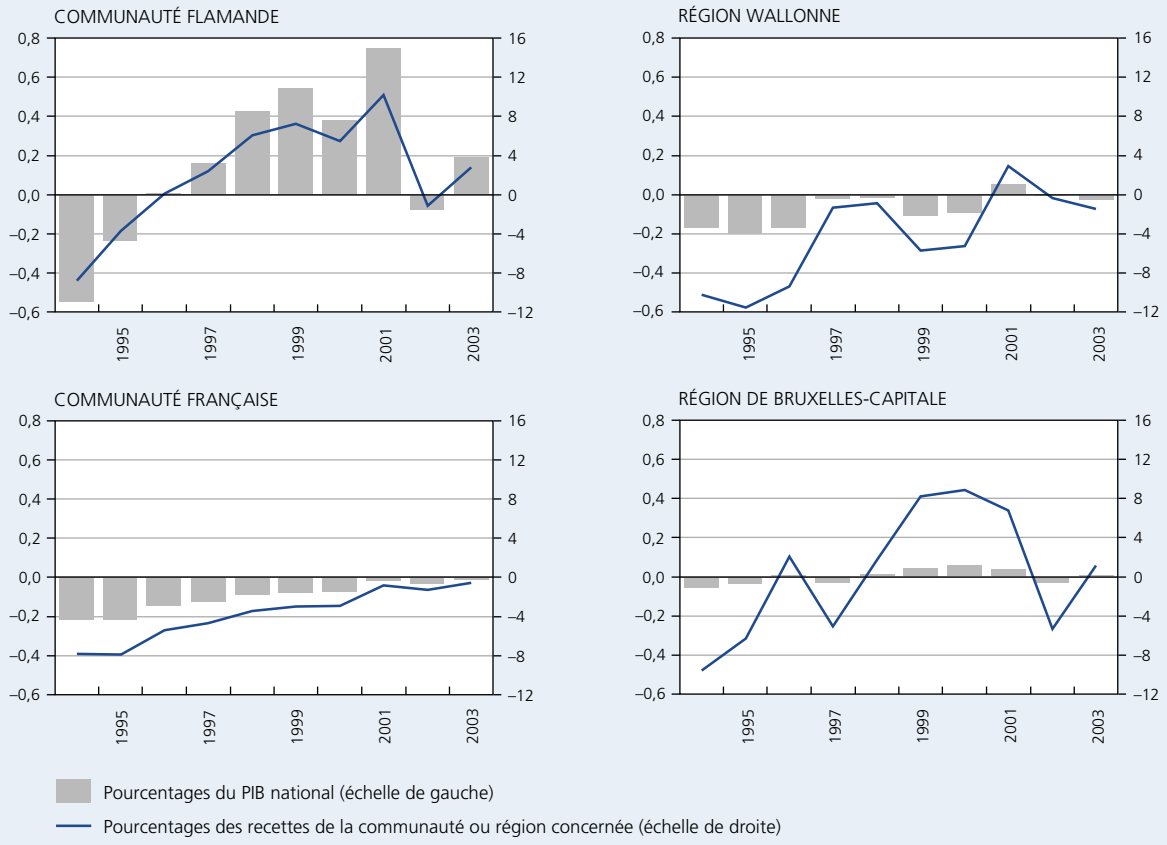
L'amélioration s'explique par le fait que le rythme de croissance réelle de leurs dépenses primaires a été inférieur à celui de leurs recettes. Ces dernières ont en effet enregistré une forte progression. Les ressources des communautés et régions se composent principalement – pour plus de 70 p.c. des recettes totales – de la partie des recettes de l'impôt des personnes physiques et de la TVA qui leur est attribuée selon des paramètres définis dans la loi de financement de 1989. Au cours de la phase dite de transition qui s'est terminée en 1999, des mécanismes spécifiques de la loi de financement ont en effet contribué à une croissance particulièrement forte des moyens attribués sous la forme de recettes de l'impôt des personnes physiques. Les moyens obtenus sous la forme de recettes de TVA – qui correspondaient aux compétences d'enseignement transférées en 1989 et constituent les principaux moyens de financement des communautés – n'ont été pour l'essentiel adaptés qu'à l'évolution des prix à la consommation et à hauteur de 80 p.c. de la croissance

du nombre de personnes de moins de 18 ans dans la communauté présentant la plus forte hausse ou la plus faible baisse du nombre de jeunes. À la suite des accords du Lambermont, des moyens forfaitaires supplémentaires sous la forme de recettes de TVA ont été accordés à partir de 2002 aux communautés, à savoir respectivement 198 millions d'euros en 2002, 149 millions d'euros en 2003 et 2004, 372 millions d'euros en 2005, 124 millions d'euros en 2006 et 25 millions d'euros par an pour la période comprise entre 2007 et 2011. Par ailleurs, dès 2007, le montant total de la dotation TVA sera lié à la croissance réelle du RNB à concurrence de 91 p.c.

À la suite des accords du Lambermont, une plus grande autonomie fiscale a, en outre, été accordée aux régions et l'importance des recettes fiscales propres s'est sensiblement accrue à partir de 2002. L'incidence budgétaire de cette évolution a été neutralisée par une réduction de l'impôt des personnes physiques cédé dans le cadre de la loi de financement.

Les communautés et régions les plus importantes d'un point de vue budgétaire sont toutes parvenues à améliorer systématiquement leur solde. La Communauté flamande, qui affichait encore un déficit de 0,6 p.c. du PIB en 1994, a enregistré, à partir de 1996, un excédent budgétaire, qui est même passé à 0,7 p.c. en 2001. Ensuite, l'excédent est retombé à 0,2 p.c. en 2003. La Communauté française a pu, grâce à une stricte maîtrise des dépenses, éliminer presque entièrement son déficit, qui atteignait encore un peu plus de 0,2 p.c. du PIB en 1994, de sorte que, en 2003, seul un déficit très limité a encore été enregistré. Une évolution quasiment identique a été réalisée par la Région wallonne : le déficit de près de 0,2 p.c. du PIB en 1994 a pu ensuite être considérablement réduit. En 2003, celle-ci n'affichait plus qu'un déficit de faible ampleur. La Région de Bruxelles-Capitale – dont le poids relatif des recettes et des dépenses est relativement limité en comparaison des autres principales communautés et régions – a pu transformer son déficit en un excédent, qui a atteint un sommet en 2000 ; en 2003, elle a encore affiché un léger excédent.

GRAPHIQUE 59 SOLDE DE FINANCEMENT DES PRINCIPALES COMMUNAUTÉS ET RÉGIONS



Sources : ICN, BNB.

Pour l'ensemble de ces communautés et régions, les recettes ont progressé de 2,8 p.c. par an, en moyenne, entre 1994 et 2003, tandis que la croissance des dépenses primaires a atteint 1,8 p.c. Dans la Communauté flamande, la Région wallonne et la Région de Bruxelles-Capitale, la croissance réelle des recettes et celle des dépenses primaires ont été plus élevées que ces moyennes. Au cours de cette période, la Communauté française a par contre été caractérisée par une faible augmentation des recettes et une croissance réelle des dépenses primaires qui n'a atteint en moyenne que 0,3 p.c.

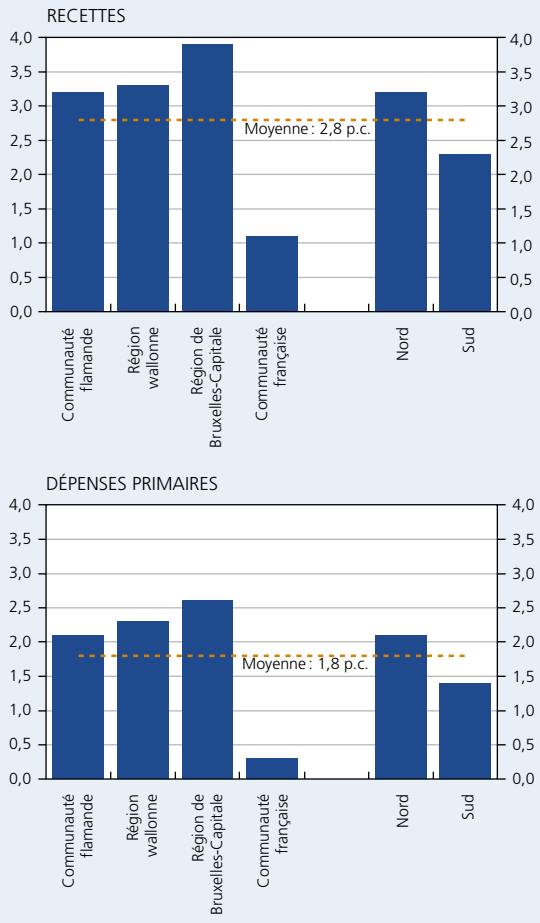
Une méthode permettant de neutraliser l'influence des différences institutionnelles et de comparer des entités plus homogènes – la Communauté flamande exerce à la fois les compétences de la communauté et celles de la région –, consiste à distinguer le nord et le sud du pays. En reprenant la clef retenue dans la loi de financement pour la répartition de l'IPP de la Région de Bruxelles-Capitale entre les communautés, le nord équivaut à la Communauté flamande et à 20 p.c. de la Région de Bruxelles-Capitale, tandis que le sud est constitué de la Communauté française, de la Région wallonne, de la Communauté germanophone et de 80 p.c. de la Région de Bruxelles-Capitale. Le nord réalise un peu moins de 60 p.c. des recettes et des dépenses de l'ensemble des communautés et des régions, contre un peu plus de 40 p.c. pour le sud.

Le passage progressif, pour la part de l'impôt des personnes physiques attribuée aux communautés et régions, à une clé de répartition fondée sur le produit de l'impôt des personnes physiques perçu dans chaque entité – la clé de répartition en vigueur jusqu'en 1988 était basée sur la population, la superficie et l'impôt des personnes physiques dans chaque entité fédérée –, a entraîné une croissance de ces moyens plus élevée au nord qu'au sud du pays. La Communauté flamande a ainsi pu mettre récemment à exécution d'importantes réductions d'impôts, telles que l'introduction d'un tarif zéro pour la redevance radiotélévision et la diminution des droits d'enregistrement en 2002. Dans les autres entités, les réformes fiscales se sont davantage effectuées à l'intérieur d'un cadre budgétairement neutre.

Malgré les réductions d'impôts précitées, l'augmentation des recettes au nord du pays a atteint 3,2 p.c. en termes réels, entre 1994 et 2003. Cette évolution relativement favorable des moyens, au cours de cette période, a permis une croissance réelle des dépenses primaires de 2,1 p.c. et a, en outre, contribué à une amélioration relativement importante du solde, à concurrence de 0,8 p.c. du PIB. Au sud, où les recettes réelles ont augmenté de 2,3 p.c. au cours de cette période, l'amélioration du solde, à concurrence de 0,4 p.c. du PIB, n'a été possible que parce que la croissance réelle des dépenses primaires est restée limitée à 1,4 p.c.

GRAPHIQUE 60 RECETTES ET DÉPENSES DES COMMUNAUTÉS ET RÉGIONS AU COURS DE LA PÉRIODE 1994-2003 (1) (2)

(déflatées par l'indice des prix à la consommation national, moyennes des pourcentages de variation annuelle)



Sources : ICN, BNB.

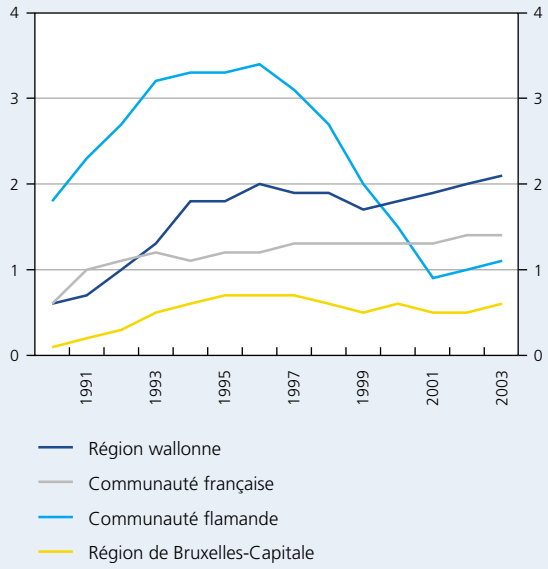
(1) La Commission communautaire commune a été répartie à raison de 20 et 80 p.c. respectivement entre le nord et le sud, tandis que la Communauté germanophone et la Commission communautaire française sont intégrées dans le sud, la Commission communautaire flamande dans le nord.

(2) Les données des comptes nationaux ont été adaptées pour éviter les ruptures de séries et mieux épouser la réalité budgétaire. Une correction a été faite pour neutraliser l'effet de la reclassification, en 2002, des entreprises publiques de radiotélévision, du secteur des sociétés non financières dans le secteur des administrations publiques, ainsi que l'effet de la reprise, en 1995, par la Région de Bruxelles-Capitale des compétences de l'Agglomération de Bruxelles. Les pensions et les cotisations sociales imputées n'ont pas été prises en compte. Ces corrections, qui ont une incidence sur l'évolution des recettes et des dépenses, n'en ont aucune sur le solde.

La dette des communautés et régions ne constitue qu'une partie limitée de la dette brute consolidée des administrations publiques. Après être passée de 3,2 p.c. du PIB en 1990 à 7,4 p.c. du PIB en 1996, cette dette a depuis lors présenté une évolution favorable. En 2003, la dette des communautés et régions a atteint 5,2 p.c. du PIB.

GRAPHIQUE 61 DETTE BRUTE CONSOLIDÉE DES PRINCIPALES COMMUNAUTÉS ET RÉGIONS (1)

(pourcentages du PIB)



Source : BNB.

(1) Dette brute consolidée des communautés et régions, diminuée de la partie de la dette des autres sous-secteurs des administrations publiques que ces entités détiennent.

Cette baisse, en pourcentage du PIB, est attribuable à la Communauté flamande, qui est parvenue à réduire sa dette à la suite des soldes positifs qu'elle a réalisé depuis 1996. Sa dette est en effet revenue de 3,4 p.c. du PIB en 1996 à 1,1 p.c. du PIB en 2003 et est ainsi devenue inférieure à celles de la Communauté française (1,4 p.c. du PIB) et de la Région wallonne (2,1 p.c. du PIB). La dette de la Région de Bruxelles-Capitale a atteint 0,6 p.c. du PIB en 2003.

Des différences d'évolution de dépenses entre entités fédérées pourraient encore être observées à l'avenir, compte tenu de l'accroissement prévisible des recettes. Ainsi, moyennant quelques hypothèses techniques, il est possible de calculer l'augmentation des dépenses primaires compatible avec les objectifs que le CSF recommande aux communautés et régions de poursuivre d'ici 2010, à savoir atteindre au minimum l'équilibre à cet horizon. Dans l'exercice qui suit, la principale hypothèse est celle d'une croissance réelle du RNB de 2 p.c. en moyenne au cours de la période comprise entre 2004 et 2010. Il est supposé, en outre, que l'évolution de l'impôt des personnes physiques sera identique dans les trois régions. Enfin, les calculs sont fondés sur l'hypothèse que l'évolution des recettes fiscales propres et des autres recettes correspondra à la croissance du PIB. C'est principalement dans la Région de Bruxelles-Capitale que la part de ces

TABLEAU 37 CROISSANCE DÉRIVÉE DES DÉPENSES PRIMAIRES DES COMMUNAUTÉS ET RÉGIONS ENTRE 2004 ET 2010 (1) (2)

(déflatées par l'indice des prix à la consommation national; moyennes des pourcentages de variation annuelle, sauf mention contraire)

	Communauté flamande	Communauté française	Région wallonne	Région de Bruxelles-Capitale	Nord	Sud	Total
Croissance réelle des recettes	1,9	1,5	1,6	2,0	1,9	1,6	1,8
dont :							
Moyens de la loi de financement	1,9	1,5	1,6	2,2	1,9	1,5	1,8
Croissance réelle des dépenses primaires (3)	2,3	1,4	1,3	2,1	2,3	1,4	2,0
p.m. Évolution du solde (pourcentages du PIB) (3)	*–0,2*	*0,1*	*0,1*	*0,0*	*–0,2*	*0,1*	*0,0*

Sources : ICN, BNB.

(1) Ces projections reposent sur les hypothèses suivantes: une croissance réelle du RNB et du PIB de 2 p.c., ainsi qu'une augmentation annuelle de l'indice des prix à la consommation national de 1,75 p.c. Elles sont fondées, en outre, sur les projections démographiques de l'INS et du Bureau fédéral du plan. Pour le nombre d'élèves, les parts actuelles ont été retenues, tandis que pour l'évolution de l'impôt des personnes physiques, l'hypothèse d'une croissance identique dans les trois régions a été émise. Enfin, les calculs sont fondés sur l'hypothèse que les recettes fiscales propres et des autres recettes évolueront parallèlement au PIB, à l'exception des droits de tirage relatifs à la remise au travail des chômeurs, pour lesquels des montants nominaux s'appliquent, et des dotations pour étudiants étrangers, qui ne sont adaptées qu'à l'inflation.

(2) La Commission communautaire commune a été répartie à raison de 20 et 80 p.c. respectivement entre le nord et le sud, tandis que la Communauté germanophone et la Commission communautaire française sont intégrées dans le sud, la Commission communautaire flamande dans le nord.

(3) Évolution nécessaire pour atteindre les objectifs du CSF pour 2010, soit un excédent limité aux dépenses d'octrois de crédits et de prises de participations. Pour la Communauté française, il est tenu compte d'une trajectoire où un excédent de 100 millions d'euros serait atteint en 2010, comme prévu dans son plan de réduction de la dette (décret du 19 décembre 2002).

recettes est relativement importante. Des évolutions qui s'écarteraient éventuellement de cette hypothèse ne peuvent toutefois être exclues, d'autant plus que les régions disposent, dans le cadre des accords du Lambermont, d'une autonomie fiscale élargie. Si les évolutions des paramètres sont différentes des hypothèses émises, les résultats obtenus changeront également. Les résultats des projections ont donc uniquement un caractère illustratif.

Afin de répondre à l'objectif d'équilibre en 2010 formulé par le CSF, l'augmentation des dépenses primaires, pour l'ensemble des communautés et des régions, devrait rester limitée à la croissance du PIB. L'expansion des dépenses serait un peu plus élevée au nord qu'au sud du pays, entre autres parce que le nord aurait la possibilité de mettre progressivement un terme à son excédent, tandis qu'au sud, les déficits, certes limités, devraient être éliminés.

La croissance dérivée des dépenses primaires est, pour la période 2004-2010, relativement importante pour l'ensemble des communautés et régions en comparaison des possibilités dont disposent les autres sous-secteurs des administrations publiques. Si l'on tient compte de l'excédent de 0,6 p.c. du PIB visé dans le programme de stabilité pour 2008 et des réductions, déjà décidées, des impôts et des cotisations sociales, l'augmentation des dépenses primaires de l'ensemble des administrations publiques devrait être inférieure d'environ 0,8 point de pourcentage à la croissance du PIB, en l'absence de nouvelles mesures de diminution des recettes fiscales et parafiscales. Selon ces hypothèses, les dépenses primaires de l'ensemble constitué par le pouvoir fédéral et la sécurité sociale ne pourraient croître en termes réels qu'à un rythme de 1,1 p.c. l'an.

7. Comptes et marchés financiers

7.1 Structure des financements et des placements dans l'économie belge

Les particuliers, qui disposaient d'un patrimoine financier net de l'ordre de 564 milliards d'euros à la fin de 2003, forment le seul secteur créditeur de l'économie belge. Celui-ci finance, dès lors, directement ou indirectement, les deux autres secteurs non financiers résidents et le reste du monde. En dépit de la réduction relative de leur endettement au cours des dernières années, les administrations publiques, dont la dette nette s'élevait à environ 253 milliards, demeuraient le secteur débiteur résident le plus important, devant les sociétés non financières. Les engagements financiers nets de celles-ci se chiffraient à quelque 209 milliards d'euros à la fin de 2003, mais une fois exclues les actions et les autres participations en capital, leurs engagements étaient d'environ 26 milliards seulement. Les sociétés non financières constituent actuellement le secteur non financier résident présentant les actifs et passifs bruts les plus élevés.

Les institutions financières continuent à jouer un rôle essentiel dans le circuit financier belge : la majeure partie des actifs financiers des particuliers sont constitués auprès de ces institutions, qui représentent également leur principal canal de financement, tout comme d'ailleurs pour les administrations publiques. Les institutions financières constituent, par ailleurs, le principal détenteur d'avoirs et

TABLEAU 38 ACTIFS ET ENGAGEMENTS FINANCIERS PAR SECTEUR

(encours à la fin de 2003, milliards d'euros)

	Actifs financiers des					Total des passifs financiers
	Particuliers	Sociétés non financières	Administrations publiques	Institutions financières (1)	Reste du monde	
Passifs financiers des						
Particuliers	–	–	6,3	109,4	–	115,7
Sociétés non financières	71,6	424,2 (2)	10,9	129,0	320,4	956,1
Administrations publiques	14,9	6,7	26,6	132,9	127,3	308,5
Institutions financières (1)	430,4	93,4	10,2	236,3	435,4	1.205,7
Reste du monde	162,7	222,9	1,2	598,0	–	984,9
Total des actifs financiers	679,6	747,2	55,3	1.205,7	883,1	3.570,9
Actifs financiers nets	563,8	–208,9	–253,2	–	–101,7	

Source : BNB.

(1) Les institutions financières comprennent la BNB, les établissements de crédit et les investisseurs institutionnels. Ces institutions sont traitées comme de purs intermédiaires financiers : par construction, le total de leurs actifs financiers est égal à celui de leurs passifs financiers.

(2) Outre les actions et les titres à revenu fixe, les prêts entre sociétés non financières sont à présent également recensés comme opérations intrasectorielles de ce secteur. Ces opérations ne couvrent néanmoins pas les crédits commerciaux, pour lesquels aucune donnée intrasectorielle n'est disponible.

TABLEAU 39 STRUCTURE DES ACTIFS ET ENGAGEMENTS FINANCIERS DES SECTEURS NON FINANCIERS RÉSIDENTS

(milliards d'euros)

	Particuliers		Sociétés non financières		Administrations publiques	
	Encours à la fin de 2003	Flux des neuf premiers mois de 2004	Encours à la fin de 2003	Flux des neuf premiers mois de 2004	Encours à la fin de 2003	Flux des neuf premiers mois de 2004
Actifs financiers	679,6	14,5	747,2	18,0	55,3	3,8
Billets, pièces et dépôts	221,5	10,0	70,5	2,4	4,9	7,6
Titres à revenu fixe	123,4	–14,6	13,3	2,3	17,6	–7,0
Crédits	0,0	0,0	304,4	8,3	9,1	3,7
Actions et autres participations	96,8	3,7	346,7	4,1	8,1	0,0
Parts d'OPC	105,9	2,0	–	–	0,6	0,5
Provisions techniques d'assurance (1)	130,0	12,2	5,7	0,5	–	–
Autres	1,8	1,1	6,5	0,5	14,8	–1,0
Engagements financiers	115,7	3,2	956,1	19,5	308,5	8,6
Billets, pièces et dépôts	–	–	–	–	0,7	0,1
Titres à revenu fixe	–	–	33,7	2,4	259,7	8,4
Crédits	107,8	4,0	362,5	16,2	34,8	3,9
Actions et autres participations	–	–	529,4	2,7	–	–
Autres	7,9	–0,8	30,6	–1,8	13,3	–3,8
Solde financier	563,8	11,3	–208,9	–1,6	–253,2	–4,7

Source : BNB.

(1) Cette rubrique comprend, essentiellement, les droits nets des ménages sur les provisions techniques d'assurance-vie et sur les fonds de pension.

d'engagements étrangers. Seules les sociétés non financières constituent majoritairement leurs actifs et passifs en dehors des institutions financières.

Étant donné que la formation de nouveaux actifs financiers par les particuliers a largement dépassé leur prise de nouveaux engagements, leurs actifs financiers nets ont progressé d'un peu plus de 11 milliards d'euros au cours des neuf premiers mois de l'année. Les opérations financières des deux secteurs débiteurs résidents se sont, en revanche, traduites par une hausse de leur endettement net de presque 5 milliards pour les administrations publiques et de moins de 2 milliards pour les sociétés non financières.

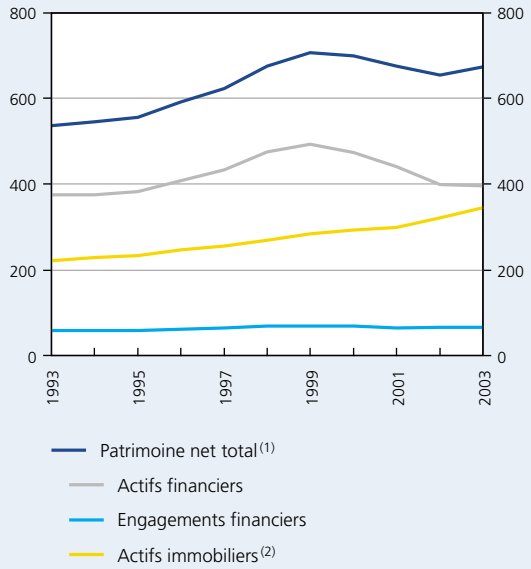
7.2 Particuliers

Sous l'effet, principalement, de la chute des cours boursiers, les actifs financiers bruts des particuliers ont nettement baissé entre 1999 et 2002. Ils se sont, depuis, stabilisés à un niveau d'environ quatre fois leur revenu disponible brut. A contrario, le rythme de croissance des actifs immobiliers, qui avait été modéré jusqu'en 2001, s'est sensiblement accéléré au cours des deux années suivantes, essentiellement à la suite de la hausse des prix des logements et des terrains à bâtir. Alors qu'à la fin de 1999, les actifs financiers bruts représentaient à peu près 63 p.c. du patrimoine brut global, cette part ne s'élevait plus qu'à 53 p.c. à la fin de l'année 2003. À cette date, déduction faite de leurs engagements financiers – dont la majeure partie est constituée d'emprunts hypothécaires –, les ménages disposaient d'un patrimoine net global s'élevant à 1.156 milliards d'euros, soit près de sept fois leur revenu disponible brut.

Au cours des dix dernières années, des glissements sont intervenus entre les contreparties auprès desquelles les particuliers constituent des actifs. Ainsi, la part des institutions financières est progressivement passée de 55,9 p.c. à la fin de 1993 à 63,1 p.c. à la fin de septembre 2004. Parmi ces institutions, des changements se sont produits, à la suite desquels la part des IFM s'est peu à peu réduite au profit des investisseurs institutionnels, en premier lieu les compagnies d'assurances suivies des OPC non monétaires.

GRAPHIQUE 62 PATRIMOINE DES PARTICULIERS

(fin de période, pourcentages du revenu disponible brut)



Sources : INS, Stadim, BNB.

(1) Le patrimoine net total est la somme des actifs financiers et immobiliers diminuée des engagements financiers.

(2) Les actifs immobiliers recensés ici réfèrent exclusivement aux logements et aux terrains à bâtir. La valorisation du stock est effectuée sur la base des prix de vente annuels moyens des logements et des terrains à bâtir.

La croissance de la part de marché globale des institutions financières s'est effectuée au détriment de celle des sociétés non financières qui, à la fin de septembre 2004, n'étaient plus à l'origine que de 11,7 p.c. des actifs détenus par les particuliers, contre 15,1 p.c. à la fin de 1993. Entre la fin de 1993 et la fin de septembre 2004, la part des administrations publiques s'est réduite de 3,7 à 1,8 p.c. La part des actifs financiers que les particuliers détiennent à l'étranger a, dans un premier temps, progressé, de 25,3 p.c. à la fin de 1993 jusqu'à 30,3 p.c. à la fin de 1997, avant de revenir à 23,4 p.c. à la fin de septembre 2004.

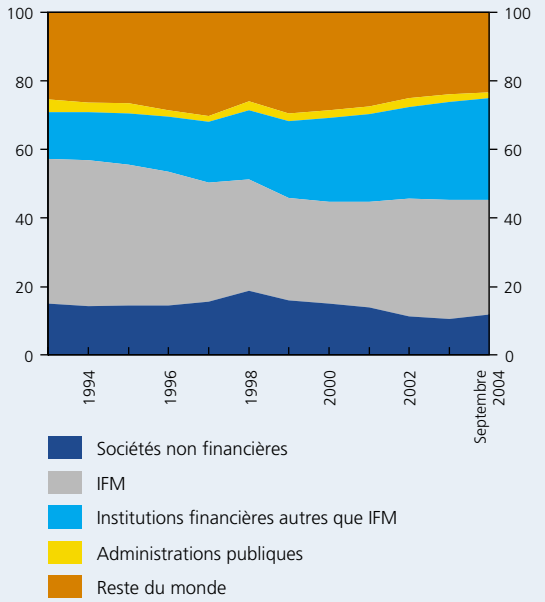
Ce recul est sans aucun doute en partie imputable à des moins-values, notamment sur des actions étrangères. Des considérations fiscales ont peut-être aussi joué un rôle. La possibilité d'échapper au précompte mobilier a certainement incité les particuliers belges, au cours des dernières décennies, à constituer massivement des actifs financiers à l'étranger. Cette possibilité sera sans doute fortement réduite dans un avenir proche, à la suite de la mise en œuvre probable de la directive européenne sur la fiscalité de l'épargne au milieu de 2005 (pour plus de détail à ce propos, voir l'encadré 16). Ceci peut être un des facteurs qui ont motivé les particuliers à réduire anticipativement leurs avoirs à l'étranger au cours de l'année sous revue.

Formation d'actifs financiers

La constitution d'actifs financiers par les particuliers s'est quelque peu ralentie au cours des neuf premiers mois de 2004, totalisant 14,5 milliards d'euros contre 17,4 milliards sur la période correspondante de l'année précédente. Pour la troisième année consécutive, les ménages belges ont manifesté une préférence pour les placements à court terme, quoique de façon moins prononcée qu'en 2003 : plus de deux tiers de leurs nouveaux investissements financiers ont porté sur des actifs à un an au plus. Cet attrait pour la liquidité s'explique dans une large mesure par le faible coût d'opportunité de la détention de monnaie, mais aussi par les incertitudes quant aux perspectives conjoncturelles et à l'évolution des marchés financiers. Aussi, la part des placements à court terme dans le portefeuille financier des ménages est passée de 26,7 p.c. à la fin de 2001 à 32,8 p.c. à la fin de septembre 2004.

GRAPHIQUE 63 ACTIFS FINANCIERS DES PARTICULIERS : VENTILATION PAR SECTEUR DE CONTREPARTIE

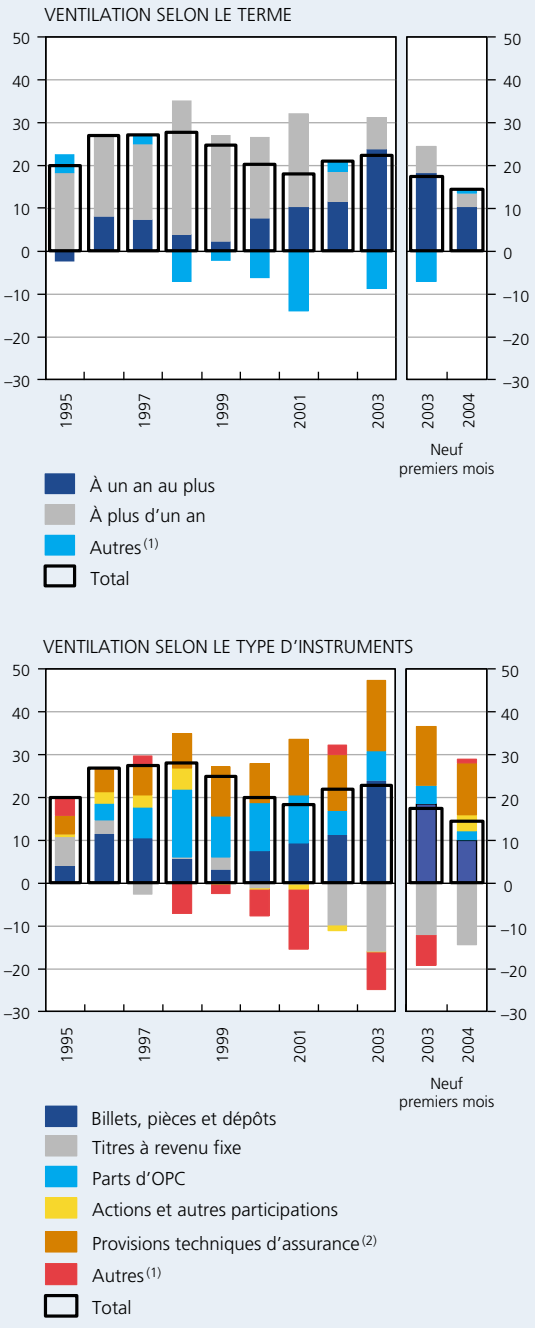
(fin de période, pourcentages de l'encours)



Source : BNB.

GRAPHIQUE 64 FORMATION D'ACTIFS FINANCIERS PAR LES PARTICULIERS

(milliards d'euros)

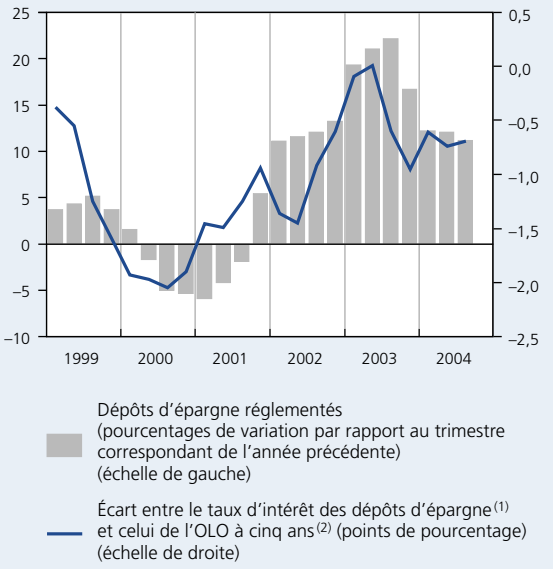


Source : BNB.

(1) Comprend des postes transitoires et des ajustements statistiques.

(2) Cette rubrique comprend, essentiellement, les droits nets des ménages sur les provisions techniques d'assurance-vie et sur les fonds de pension.

GRAPHIQUE 65 DÉPÔTS D'ÉPARGNE DES PARTICULIERS ET ÉCART DE TAUX D'INTÉRÊT



Source : BNB.

(1) Taux d'intérêt implicite sur les dépôts d'épargne réglementés tel qu'il ressort des comptes de résultat des institutions de crédit ; moyennes trimestrielles.

(2) Rendement net sur le marché secondaire des OLO d'une durée résiduelle de cinq ans, dont l'évolution est prise comme indicateur de celle du taux d'intérêt sur les placements concurrents des dépôts d'épargne ; moyennes trimestrielles.

Les particuliers ont notamment constitué pour 10 milliards d'euros de billets, pièces et dépôts au cours de l'année sous revue. Cette formation d'actifs, représentant une part importante des nouveaux placements, est pourtant plus modeste que la hausse de 18,6 milliards observée l'année précédente. L'essentiel de cette catégorie d'actifs est constitué des dépôts d'épargne, dont l'évolution est intimement liée à celle des taux d'intérêt. Ainsi, la différence entre le taux d'intérêt sur les comptes d'épargne réglementés et le rendement net à cinq ans des obligations linéaires (OLO), presque nulle au premier semestre de 2003, s'est quelque peu creusée par la suite, à l'avantage des emprunts d'État. Ces conditions ont tempéré l'enthousiasme des particuliers vis-à-vis du dépôt d'épargne : alors qu'au cours des neuf premiers mois de 2003, l'encours des dépôts d'épargne avait augmenté de 12,1 milliards d'euros, cet accroissement est tombé à 7,6 milliards sur la période correspondante de l'année sous revue.

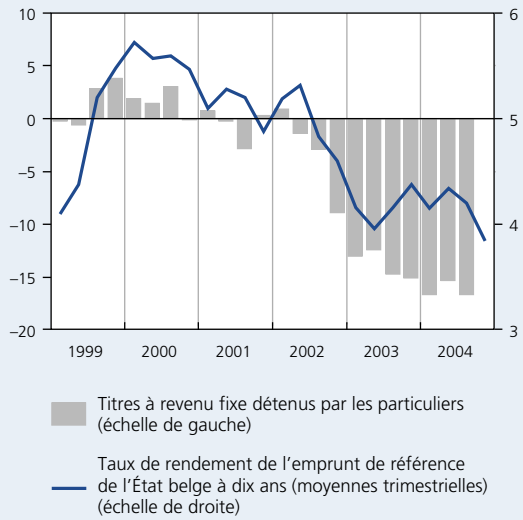
Quoique supérieurs aux taux d'intérêt des dépôts d'épargne, les rendements obligataires ont été insuffisants pour stimuler les placements en titres à revenu fixe. Déjà très marqué en 2003, le recul de l'encours des obligations et des bons de caisse détenus par les particuliers s'est accéléré en 2004 : au 30 septembre de l'année sous revue, le portefeuille des ménages comptait 16,7 p.c. de titres à revenu fixe de moins qu'un an auparavant. Ce désintérêt tient vraisemblablement à la faiblesse persistante du

rendement à long terme de ce type de placements : le taux de référence des emprunts publics à dix ans s'est élevé, en moyenne, à 4,1 p.c. seulement au cours des deux dernières années.

Il apparaît qu'au cours de l'année sous revue, les ménages ont orienté une partie de leur épargne vers des investissements plus risqués. En effet, des acquisitions nettes d'actions, pour un montant de 3,7 milliards d'euros au cours des neuf premiers mois de 2004, ont été enregistrées pour la première fois depuis 1998. Ce regain d'intérêt est à mettre pour partie en rapport avec les performances récentes des actions cotées sur Euronext Brussels. Ces prestations ont d'ailleurs largement contribué, parallèlement aux acquisitions, à la hausse de l'encours des actions dans le portefeuille des ménages : les réévaluations d'actions ont représenté 12,5 milliards d'euros au cours des trois premiers trimestres. Les actifs investis auprès des compagnies d'assurances et des fonds de pension ont présenté des flux positifs pour un total de 12,2 milliards d'euros au cours des neuf premiers mois de 2004, une progression légèrement inférieure à celle observée sur la même période de l'année précédente. Enfin, les nouveaux placements en parts d'OPC se sont montés à 2 milliards d'euros. À nouveau, les particuliers ont témoigné leur

GRAPHIQUE 66 TITRES À REVENU FIXE DÉTENUS PAR LES PARTICULIERS ET TAUX DE RENDEMENT À LONG TERME

(pourcentages de variation par rapport au trimestre correspondant de l'année précédente, sauf pour le taux de rendement)



Source : BNB.

Encadré 16 – La directive européenne sur la fiscalité de l'épargne

Il est reconnu depuis longtemps que la poursuite de l'intégration et de la libéralisation des marchés financiers ne permettrait pas d'aboutir à une égalisation des conditions de concurrence s'il subsistait, dans les États membres, des régimes fiscaux qui, en ayant pour seul but d'attirer des activités économiques et financières d'autres États membres, faussent cette concurrence. C'est le cas des régimes fiscaux permettant la perception de revenus mobiliers dans un pays voisin tout en éludant le paiement d'impôts.

Plusieurs initiatives ont été mises sur pied pour supprimer ces régimes. Ainsi, dans les années nonante, la Commission européenne a élaboré un « paquet fiscal » contenant, outre une proposition d'impôt uniforme pour les revenus d'intérêts, des mesures éliminant les formes de fiscalité des sociétés décrites comme dommageables dans la terminologie d'usage.

Un compromis a progressivement été atteint. Alors qu'au début des discussions, on envisageait encore la coexistence de l'échange d'informations et de la retenue à la source, lors du Conseil européen de Santa Maria de Feira des 19 et 20 juin 2000, la décision a définitivement penché en faveur de l'échange d'informations. Dans ce cadre, l'autorité fiscale du pays dans lequel un non-résident a perçu des revenus mobiliers transmet automatiquement toute information utile à l'autorité du pays d'origine de ce dernier. La Belgique, le Luxembourg et l'Autriche peuvent remplacer temporairement cet échange d'informations par une retenue à la source pour les non-résidents (15 p.c. à partir du 1er juillet 2005 ; 20 p.c. à partir du 1er juillet 2008 ; 35 p.c. à partir du 1er juillet 2011). Toutefois, dès qu'un accord sur l'échange d'informations aura été atteint avec des pays tiers – en premier lieu la Suisse –, accord que les États membres jugeront équivalent au système d'échange automatique d'informations mis en place, la Belgique, le Luxembourg et l'Autriche seront eux aussi tenus d'adopter un tel

système. Les États membres qui appliquent la retenue à la source conservent 25 p.c. des recettes perçues et en transfèrent 75 p.c. à l'État membre de résidence du bénéficiaire effectif des intérêts.

Cet accord a été concrétisé dans la directive 2003/48/CE du 3 juin 2003 (Journal officiel du 26 juin 2003) en matière de fiscalité des revenus de l'épargne sous la forme de paiements d'intérêts. Initialement, la directive devait entrer en vigueur le 1er janvier 2005. La condition était toutefois que des accords appropriés soient conclus avec des pays tiers (la Suisse, le Liechtenstein, Saint-Marin, Monaco et Andorre) et avec les territoires dépendants ou associés (les îles anglo-normandes, l'île de Man et les territoires dépendants ou associés des Caraïbes). Ces accords ont été entre-temps réalisés, mais la Suisse n'a pu garantir qu'elle serait prête en raison de l'incertitude due à la possible organisation d'une consultation populaire. L'entrée en vigueur de la directive a, par conséquent, été reportée au 1er juillet 2005. Si un référendum est effectivement organisé en Suisse, un nouveau report n'est pas exclu.

Les nouvelles règles s'appliquent à tous les investisseurs qui sont des personnes physiques – les sociétés ne sont pas concernées – des vingt-cinq États membres de l'UE qui perçoivent des revenus d'intérêts dans un autre État membre de l'UE. En ce qui concerne les investisseurs qui encaissent des produits d'intérêts dans leur pays, rien ne change.

Tous les revenus de placement qui peuvent être assimilés à des intérêts sont concernés par cette nouvelle réglementation :
– les intérêts sur les comptes à vue, comptes d'épargne et comptes à terme ;
– les intérêts sur les bons de caisse et obligations, y compris les obligations à coupon zéro, émises après le 1er mars 2001. Les obligations émises antérieurement au 1er mars 2001 entrent dans le champ d'application de la « clause du grand-père » (disposition d'antériorité) et ne relèvent pas de la nouvelle réglementation ;
– les coupons de – ou les plus-values sur – fonds qui investissent pour plus de 40 p.c. en produits porteurs d'intérêts.

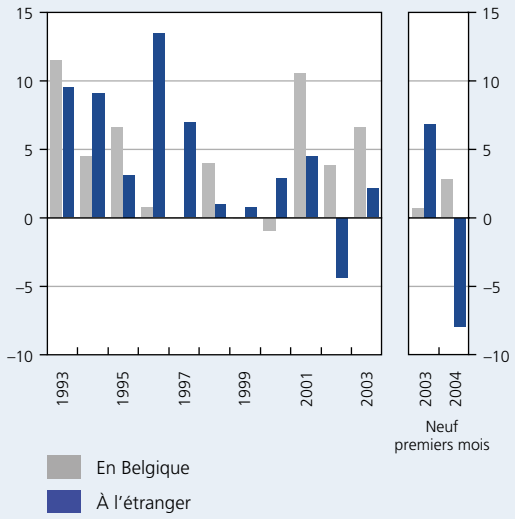
Ne sont pas concernés par la nouvelle réglementation entre autres :
– les dividendes et plus-values d'actions et de fonds constitués de 60 p.c. d'actions ou plus ;
– les revenus de contrats d'assurances.

Cette directive peut avoir des conséquences importantes sur le comportement d'investissement des particuliers belges, qui, comparés aux résidents d'autres États membres de la zone euro, détiennent proportionnellement plus d'actifs à l'étranger. Étant donné que l'accord politique sur les points principaux de la directive était déjà arrêté en 2000, beaucoup de particuliers peuvent avoir ajusté leur portefeuille d'actifs financiers de façon anticipée, malgré l'incertitude quant à la date d'entrée en vigueur de la directive.

La déclaration libératoire unique (DLU) peut également avoir incité certains particuliers à procéder à un réaménagement de leurs avoirs avant l'introduction effective de la directive. Entrée en vigueur le 16 janvier de l'année sous revue, la loi instaurant la DLU autorisait tout contribuable, résident ou non, à régulariser sa situation fiscale moyennant le paiement d'une contribution unique qui le libérait de toutes charges fiscales et lui garantissait l'immunité sociale et pénale. Cette mesure visait prioritairement les revenus mobiliers sur lesquels l'impôt dû en Belgique n'aurait pas été payé. Formellement, la DLU concernait les sommes, capitaux et valeurs mobilières placés avant le 1er juin 2003 sur un compte à l'étranger, de même que les valeurs mobilières non placées sur un compte mais également détenues avant cette date. Les déclarations relatives à ces actifs pouvaient être introduites jusqu'au 31 décembre de l'année sous revue, auprès des banques, sociétés de bourse et compagnie d'assurances, ainsi qu'auprès du SPF Finances pour les contribuables choisissant de conserver ces valeurs à l'étranger. Le taux de pénalité prélevé sur les montants déclarés s'élevait à 9 p.c. Toutefois, le déclarant pouvait solliciter une contribution réduite à 6 p.c. s'il décidait d'investir les avoirs correspondants pour une période minimale de trois ans dans certaines catégories d'actifs. Pour prétendre à cet avantage, un montant complémentaire de 6 p.c. devait

FORMATION D'ACTIFS PORTEURS D'INTÉRÊTS [1] PAR LES PARTICULIERS

(milliards d'euros)



Source : BNB.

(1) Il s'agit des dépôts, des titres à revenu fixe et des parts d'OPC monétaires et obligataires.

être bloqué à titre de garantie ; cette somme restera acquise au Trésor au 1er juillet 2008 en cas de non-respect de l'obligation d'investissement.

L'influence de l'éventuelle anticipation de l'entrée en vigueur de la directive sur la fiscalité de l'épargne sur le comportement d'investissement des particuliers belges est difficile à isoler, car d'autres facteurs ont pu jouer également. Outre l'appréciation des opportunités sur les marchés financiers, le choix des particuliers est aussi déterminé par des facteurs techniques ou fiscaux : le développement de produits domestiques défiscalisés, le fait de privilégier ou non les titres dématérialisés, l'efficacité de la lutte contre la fraude ou l'évasion fiscale, l'application de régimes plus ou moins stricts en matière de droits de succession, etc. Force est de constater que, depuis quelques années, un certain nombre d'évolutions au niveau de ces facteurs ont été de nature à rendre moins attractive pour les particuliers la détention d'actifs financiers à l'étranger.

Une comparaison des opérations des particuliers belges qui investissent, en Belgique et à l'étranger, dans les catégories d'actifs soumis à la directive, peut être instructive. Si l'on examine l'évolution des placements porteurs d'intérêts des particuliers belges, on constate que la constitution d'avoirs étrangers par ces derniers s'est sensiblement ralentie depuis 1998 et que leur prépondérance sur la formation d'actifs intérieurs porteurs d'intérêts s'est estompée. En 2002, pour la première fois durant la période sous revue, les particuliers ont réduit leurs actifs à l'étranger, tandis que leurs avoirs intérieurs ont continué à progresser modérément. Si, en 2003, la formation d'actifs sur l'étranger a légèrement repris, une nouvelle diminution prononcée de ces actifs s'est produite durant les neuf premiers mois de 2004, alors que la demande d'actifs intérieurs demeurait positive. Cette évolution en sens opposé des placements étrangers et intérieurs porteurs d'intérêts pourrait traduire une anticipation de la directive européenne sur la fiscalité de l'épargne, qui aurait de la sorte influencé le comportement d'épargne des particuliers belges avant même son entrée en vigueur effective.

Comme le Rapport de 2003 le mentionnait déjà, les chiffres relatifs aux avoirs des ménages sur l'étranger sont néanmoins à interpréter avec prudence. En effet, dans les comptes financiers belges, les actifs des particuliers sont le plus souvent estimés par solde, ce qui implique que toute erreur dans le recensement d'actifs financiers d'autres secteurs a inévitablement une incidence sur les données des particuliers. En outre, les données d'encours sont établies, pour l'essentiel, sur la base des flux cumulés de la balance des paiements, qui font ensuite l'objet d'une revalorisation fondée sur diverses hypothèses. La transformation d'actifs qui s'effectue directement à l'étranger échappe toutefois à tout recensement.

Selon la méthodologie des comptes financiers établis par la Banque, le caractère étranger d'un actif est lié exclusivement à la résidence du débiteur et non à la devise dans laquelle il est libellé ou au lieu où il est détenu. Ainsi, par exemple, un dépôt en dollar en compte auprès d'une banque belge sera considéré comme un actif intérieur, tandis que des obligations américaines déposées auprès de cette même banque seront répertoriées dans les avoirs étrangers. En outre, les parts d'OPC belges sont enregistrées comme des avoirs intérieurs, même si ces OPC ont un portefeuille de titres étrangers.

Les dépôts, les titres à revenu fixe et les parts d'OPC monétaires ou investissant essentiellement en obligations sont ainsi considérés comme soumis à la nouvelle réglementation européenne. Cela reste toutefois une approximation des actifs porteurs d'intérêts qui sont effectivement régis par la directive sur l'épargne. Ainsi, tous les titres à revenu fixe ont été pris en considération, y compris les obligations émises avant le 1er mars 2001 qui n'entrent pas dans le champ d'application de la directive. Les opérations en fonds mixtes qui investissent pour plus de 40 p.c. en obligations ne sont en revanche pas couvertes par la définition retenue dans cet encadré pour les actifs porteurs d'intérêts.

préférence pour les OPC indiciels à capital garanti : ces fonds ont totalisé une entrée nette de plus de 3 milliards d'euros, au détriment des OPC d'actions et d'obligations, dont les flux d'investissements ont été négatifs.

Nouveaux engagements financiers

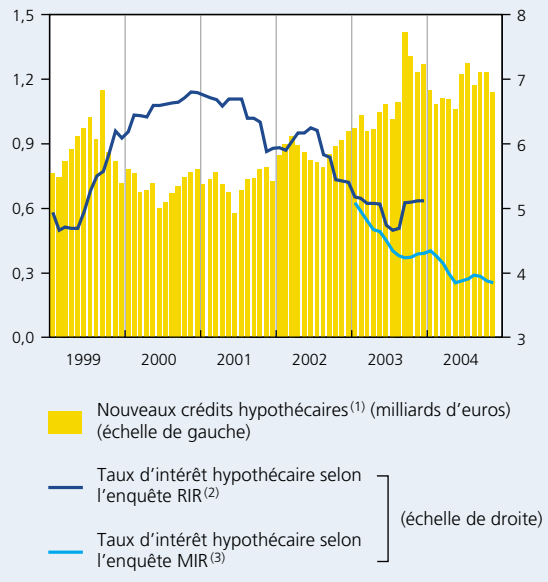
Au cours des neuf premiers mois de l'année sous revue, les nouveaux engagements financiers des particuliers ont atteint 3,2 milliards d'euros, un montant comparable à celui enregistré l'année précédente à pareille époque. Comme en 2003, les crédits au logement ont représenté la majeure partie des dettes contractées par les ménages. Le montant brut des emprunts hypothécaires souscrits au cours des onze premiers mois de 2004 a augmenté de plus de 5 p.c. par rapport à la période correspondante de l'année précédente, déjà exceptionnelle, totalisant ainsi 12,8 milliards d'euros. Les taux d'intérêt hypothécaires ont, en effet, à nouveau baissé, stimulant les décisions d'investissement dans l'acquisition d'un bien immobilier : au cours des onze premiers mois de l'année sous revue, le taux moyen pondéré sur les crédits hypothécaires s'est monté en moyenne à 4 p.c. seulement, selon les derniers résultats de l'enquête MIR analysés plus en profondeur dans l'encadré 17. En sus de l'évolution des taux sur les marchés des capitaux, la faiblesse des taux hypothécaires est également imputable à la concurrence que se livrent les établissements prêteurs. Au quatrième trimestre, notamment, les principales institutions bancaires ont abaissé substantiellement leurs taux d'affiche. Il s'agissait de préserver leurs parts de marché, entamées depuis quelque temps par des banques de taille plus modeste. Si cette initiative n'a pas nécessairement conduit à réduire les taux effectivement pratiqués, elle contribue à la transparence des tarifs sur le marché du prêt hypothécaire, atténuant par ailleurs l'effet de l'inégalité des ménages dans leur capacité à négocier.

Deux facteurs ont contribué à la croissance de l'encours des crédits hypothécaires : si la faiblesse des taux d'intérêt a exercé un effet indéniable sur le nombre d'emprunteurs, elle a également influencé, au même titre que la hausse des prix sur le marché de l'immobilier résidentiel, le montant moyen emprunté. Entre 2000 et 2003, le montant moyen des crédits hypothécaires octroyés a progressé de près de 21 p.c., un accroissement identique à celui du prix de vente moyen des maisons d'habitation.

Les ménages semblent de plus en plus enclins à alléger les charges de leur emprunt en début de contrat. En témoigne la croissance exponentielle de la part de marché, dans le total des nouveaux crédits, des prêts à taux variable annuellement, dont la période de fixité initiale est généralement de moins de trois ans. Au mois d'août 2004, cette proportion atteignait 68 p.c., contre 4 p.c. à peine cinq ans plus tôt. Inversement, la part des contrats à taux fixe, qui culminait à plus de 73 p.c. en 1999, ne représentait plus que 30 p.c. des emprunts contractés au cours des huit premiers mois de l'année sous revue. Cette nouvelle tendance requiert cependant une vigilance particulière. Les contrats à taux variable exposent, en effet, les particuliers aux variations futures des conditions du crédit. Récemment, la faiblesse des taux d'intérêt a permis, en dépit d'une progression incessante de l'endettement hypothécaire, de stabiliser à 30 p.c. environ la part du revenu disponible des ménages consacrée au paiement des mensualités au cours de la première année de remboursement de l'emprunt. Il en irait autrement en cas de renchérissement des conditions de financement.

GRAPHIQUE 67 NOUVEAUX CRÉDITS HYPOTHÉCAIRES AUX PARTICULIERS ET TAUX D'INTÉRÊT

(données mensuelles)



Sources : UPC, BNB.

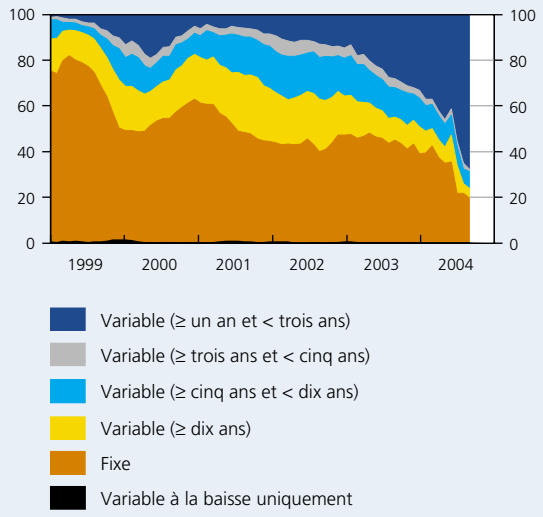
(1) Flux bruts corrigés des variations saisonnières, à l'exclusion de ceux portant sur le refinancement de crédits existants.

(2) Taux d'un crédit à vingt ans, assorti d'une révision quinquennale et couvert intégralement par une inscription hypothécaire.

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

GRAPHIQUE 68 RÉPARTITION DES NOUVEAUX CONTRATS HYPOTHÉCAIRES SELON LE TYPE DE TAUX (1)

(données mensuelles, pourcentages du total)



Source : UPC.

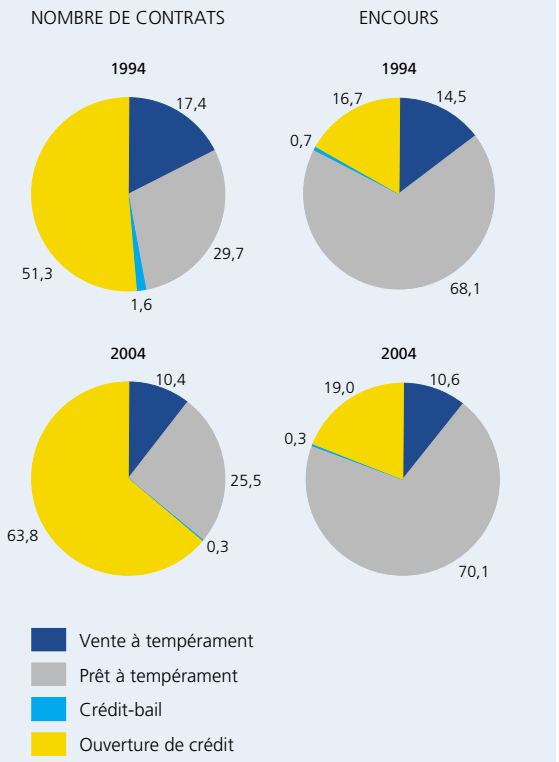
(1) Les mentions entre parenthèses renvoient à la période de fixité initiale du taux.

Des garde-fous limitent néanmoins les risques encourus par les ménages ayant contracté un crédit hypothécaire assorti de taux variable. D'une part, la variation du taux d'intérêt par rapport à sa valeur initiale est limitée, tant à la hausse qu'à la baisse, par des bornes déterminées contractuellement. Dans tous les cas, l'augmentation du taux initial est plafonnée légalement à 1 point de pourcentage la deuxième année et à 2 points de pourcentage la troisième année, pour autant que la première période de fixité soit inférieure à trois ans. D'autre part, en cas de remontée des taux d'intérêt, l'emprunteur peut généralement éviter la majoration des mensualités en optant pour un allongement de la durée du prêt. Aussi est-il probable que la Centrale des crédits aux particuliers continue d'enregistrer, à l'avenir, un taux de défaillance bas et relativement constant pour les emprunts hypothécaires : on estime ainsi à 2 p.c. seulement la proportion de crédits au logement en défaut de paiement.

Sur les six premiers mois de 2004, l'encours des crédits à la consommation a augmenté de 2,6 p.c., soit 355 millions d'euros, une progression plus sensible qu'au cours de la période correspondante de 2003 (209 millions d'euros). Cette accélération pourrait trouver son origine dans l'amélioration de la situation conjoncturelle comme dans le niveau modéré des taux d'intérêt. Les prêts à tempérament constituent l'essentiel des montants empruntés pour la consommation. Au 30 juin 2004, ils représentaient

GRAPHIQUE 69 CRÉDITS À LA CONSOMMATION : VENTILATION SELON LE TYPE DE CRÉDIT

(données au 30 juin, pourcentages du total)



Source : INS.

70 p.c. de l'encours des crédits à la consommation, mais seulement 26 p.c. du nombre de contrats existants. À l'inverse, la part de marché des ouvertures de crédit se limitait à 19 p.c. du volume des emprunts, alors qu'elle comptait pour 64 p.c. du nombre de contrats. Ce paradoxe s'explique par la supériorité des montants moyens des prêts à tempérament, ainsi que par l'utilisation effective restreinte des ouvertures de crédit accordées. Au cours des dix dernières années, tant le nombre que le montant des ouvertures de crédit ont vu leur part relative progresser. Cette évolution coïncide avec la montée en puissance des prêteurs non bancaires sur le marché du crédit, au détriment des institutions financières. Cette catégorie, à laquelle appartiennent notamment les entreprises de la grande distribution, les sociétés de vente par correspondance et les sociétés de financement, détenait 18 p.c. du montant des créances en cours à la mi-2004 sur les crédits à la consommation, contre 12 p.c. dix ans plus tôt. Cette proportion est encore plus importante si l'on considère les crédits défaillants : 26 p.c. du montant des crédits à la consommation en défaut de paiement portaient sur des contrats conclus auprès de prêteurs non bancaires. Au total, quelque 10 p.c. des emprunts à la consommation étaient enregistrés comme défaillants par la Centrale des crédits aux particuliers. Dans ce contexte, l'entrée en vigueur, le 1er janvier de l'année sous revue, d'une série de dispositions de la loi du 24 mars 2003 visant à améliorer la protection du consommateur, devrait contribuer à limiter le surendettement. Désormais, la législation prévoit, entre autres mesures, la mise à disposition par l'établissement prêteur d'un prospectus contenant les informations

Encadré 17 – La nouvelle enquête harmonisée sur les taux d'intérêt dans la zone euro[1]

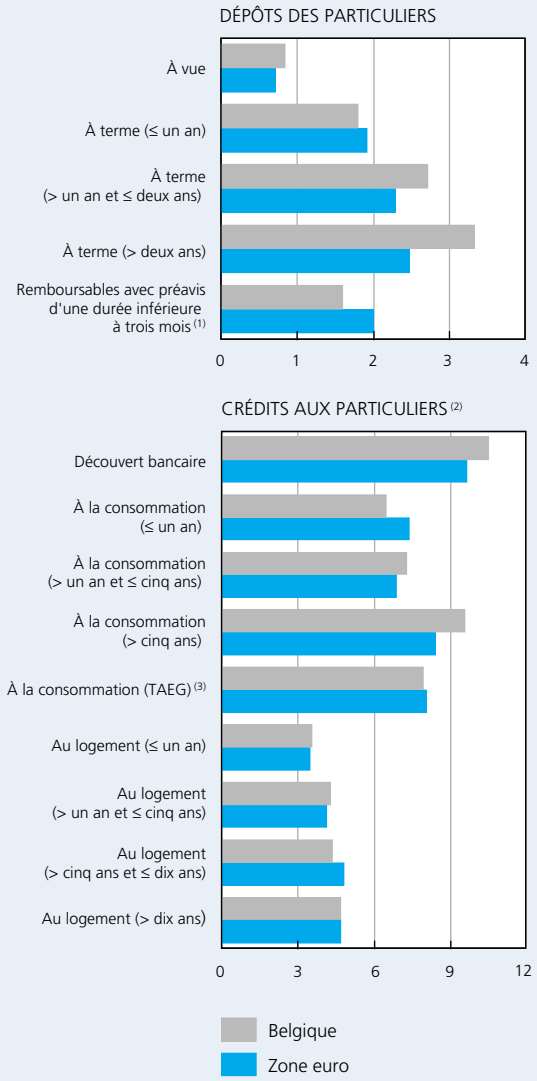
À la fin de 2003, l'enquête sur les taux d'intérêt, qui sondait les taux d'affiche offerts par les établissements de crédit belges sur des contrats types (RIR), a été arrêtée pour faire place à une nouvelle enquête harmonisée dans la zone euro (MIR). Celle-ci relève, depuis janvier 2003, une large palette de taux contractuels appliqués à la clientèle par les IFM dans l'ensemble de la zone euro. Les rubriques répertoriées par cette enquête regroupent des produits présentant des caractéristiques similaires, qui peuvent toutefois nettement différer au sens commercial du terme. Cette enquête ne permet donc plus des comparaisons de taux entre produits bancaires spécifiques. En revanche, les conditions octroyées sur les catégories principales de prêts et de dépôts bancaires sont plus aisément comparables à l'échelle de la zone euro.

Les résultats enregistrés au cours des onze premiers mois de 2004 révèlent que les taux d'intérêt pratiqués sur les dépôts à vue et les dépôts à terme à moins d'un an détenus par les particuliers diffèrent peu selon qu'ils concernent les banques belges ou celles de la zone euro. Des écarts plus substantiels sont, en revanche, constatés pour les autres catégories de dépôts. Les comptes à terme supérieur à un an sont, en effet, mieux rémunérés en

(1) Pour une information plus détaillée sur la nouvelle enquête, voir *La formation des taux d'intérêt débiteurs des banques belges*, Baugnet V. et Hradisky M. (2004), Revue économique, BNB, 3e trimestre, pp. 43-59.

TAUX D'INTÉRÊT SUR LES DÉPÔTS ET CRÉDITS DES PARTICULIERS

(moyennes des onze premiers mois de 2004, nouveaux contrats)



Sources : BCE, BNB.

(1) Cette catégorie comprend, en Belgique, les dépôts d'épargne réglementés.

(2) Les mentions entre parenthèses renvoient à la période de fixité initiale du taux.

(3) Taux annuel effectif global, qui tient compte de toutes les modalités du crédit : le rythme du remboursement du capital, le paiement des intérêts et les frais éventuels liés à l'octroi ou à la gestion du crédit.

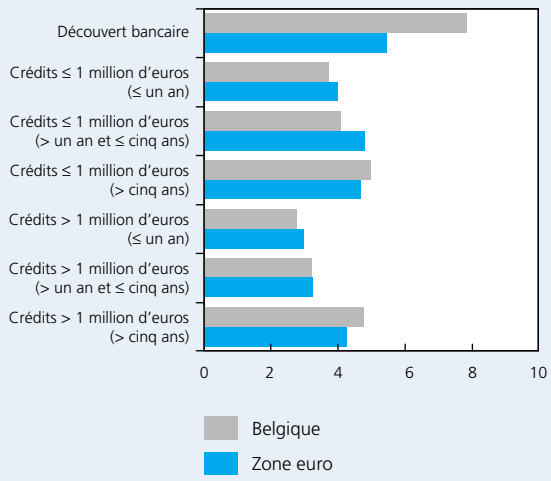
Belgique, tandis que les traditionnels dépôts d'épargne, inclus dans la catégorie des dépôts remboursables avec préavis d'une durée inférieure à trois mois, jouissent de taux plus avantageux dans la zone euro. À cet égard, l'exemption du précompte mobilier dont bénéficient, en Belgique, les intérêts des dépôts d'épargne jusqu'à un certain plafond, atténue quelque peu la différence enregistrée par rapport à la zone euro, si l'on compare les revenus effectivement perçus.

En ce qui concerne les crédits aux ménages, alors que les taux des prêts hypothécaires en Belgique sont très proches des tarifs moyens de la zone, le découvert bancaire est plus onéreux. Des écarts en sens divers apparaissent pour le crédit à la consommation, mais le taux annuel effectif global (TAEG), qui représente une moyenne pondérée par les nouvelles productions de l'ensemble des taux pratiqués, compte tenu aussi des frais liés à la prise de crédit, est similaire à la moyenne de la zone euro.

En matière de crédits aux sociétés non financières[1], la hiérarchie des taux fait apparaître des effets de montant, de durée et de risque, tant en Belgique que dans la zone euro. Ainsi les taux contractuels sont inversement proportionnels à l'ampleur du crédit, ce qui résulte de l'existence de coûts fixes, mais peut aussi révéler une corrélation négative entre la taille des entreprises emprunteuses et l'estimation du risque. Les taux pratiqués augmentent avec la durée du prêt, comme le laisse présager la pente positive de la courbe des rendements sans risque, sur la période considérée, mais il est aussi possible que les pourvoyeurs de crédit associent un risque plus élevé aux prêts à plus long terme. À l'exception du découvert bancaire, qui est nettement plus onéreux en Belgique, il apparaît que les tarifs que les banques belges pratiquent vis-à-vis de leur clientèle sont globalement similaires à ceux de leurs consœurs de la zone euro. Au niveau des catégories qui ont été les plus représentatives en termes d'activité au cours des onze premiers mois de l'année 2004 en Belgique et dans la zone euro – il s'agit des crédits dont la période de fixité initiale du taux est inférieure à un an –, les taux pratiqués par les banques belges ont été légèrement inférieurs à la moyenne européenne.

TAUX D'INTÉRÊT SUR LES CRÉDITS AUX SOCIÉTÉS NON FINANCIÈRES (1)

(moyennes des onze premiers mois de 2004, nouveaux contrats)



Sources : BCE, BNB.
(1) Les mentions entre parenthèses renvoient à la période de fixité initiale du taux.

(1) L'enquête harmonisée compile également des taux sur les dépôts des sociétés non financières auprès des banques, qui ne sont pas commentés dans cet encadré.

financières relatives aux crédits proposés, ainsi que la possibilité d'effectuer à tout moment des remboursements anticipés totaux ou partiels.

7.3 Sociétés non financières

Au cours des neuf premiers mois de 2004, les nouveaux engagements financiers des sociétés non financières ont atteint 19,5 milliards d'euros, en nette progression par rapport aux 9,9 milliards d'euros enregistrés sur la période correspondante de l'année précédente. Comme les années précédentes, la majeure partie de ces nouveaux engagements ont pris la forme de prêts entre sociétés non financières, tandis que le recours aux autres sources de financement a été limité.

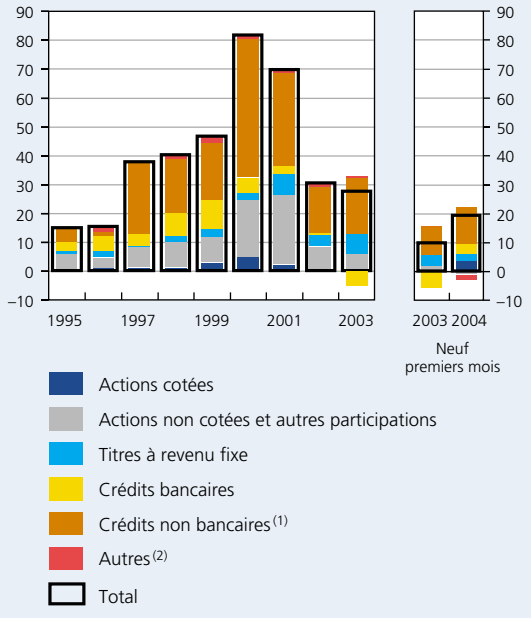
Financement entre sociétés non financières

Afin d'obtenir un recensement plus exhaustif de l'information, il a été décidé d'inclure dorénavant les crédits intrasectoriels des sociétés non financières dans les comptes financiers. Cette appellation recouvre les prêts conclus entre deux entreprises belges distinctes, la majeure partie l'étant entre entités appartenant à un même groupe, notamment via les centres de coordination ou les holdings. Cet ajustement méthodologique n'affecte pas le solde financier des sociétés non financières, mais influence la part respective de chaque instrument dans leur bilan financier.

Les prêts intrasectoriels représentent une source importante de financement pour les sociétés non financières belges, puisqu'ils ont représenté un tiers de leurs nouveaux engagements financiers en moyenne au cours des dix dernières années. Les possibilités de financement entre entreprises belges, qui ne se limitent pas aux opérations de crédit mais existent aussi via les prises de participations, étaient déjà notables à la fin de 1993, représentant 27 p.c. du passif des sociétés non financières. Elles ont continué de prendre de l'ampleur au cours des dix dernières années et s'élevaient à la fin de 2003 à plus de 44 p.c. des engagements des sociétés non financières. En outre, cette évolution ne s'est pas limitée à des opérations entre résidents, mais a aussi revêtu un caractère international. Ainsi, sur la part croissante du financement que les entreprises belges ont reçu de l'étranger, qui est passée de 23 p.c. à la fin de 1993 à 34 p.c. à la fin de 2003, la majeure partie provenait d'entreprises non bancaires. L'intensification des relations financières entre les entreprises belges

GRAPHIQUE 70 NOUVEAUX ENGAGEMENTS FINANCIERS DES SOCIÉTÉS NON FINANCIÈRES : VENTILATION PAR INSTRUMENT

(milliards d'euros)



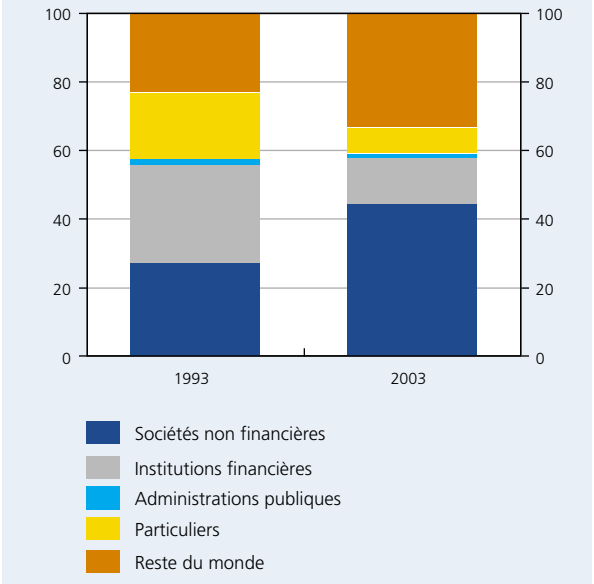
Source : BNB.

(1) Principalement les crédits octroyés par les sociétés non financières belges et étrangères.

(2) Comprend les provisions techniques des fonds de pension non autonomes et des postes transitoires.

GRAPHIQUE 71 ENGAGEMENTS FINANCIERS DES SOCIÉTÉS NON FINANCIÈRES : VENTILATION PAR SECTEUR DE CONTREPARTIE

(fin de période, pourcentages de l'encours)



Source : BNB.

et leurs homologues belges ou étrangères s'est opérée au détriment du financement direct par les particuliers et du crédit octroyé par les banques belges.

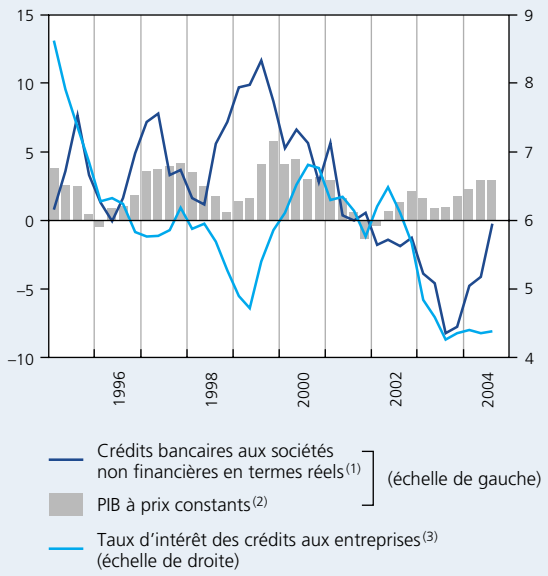
Crédits bancaires

Alors qu'en 2003, l'encours des crédits bancaires aux sociétés non financières belges s'était fortement contracté, il s'est redressé quelque peu au cours des neufs premiers mois de l'année sous revue. En termes réels, corrigé pour l'effet des variations de cours de change et des reclassements sectoriels, il est toutefois demeuré quasiment stable, s'établissant à la fin du troisième trimestre de 2004 à un niveau de 0,2 p.c. inférieur à celui atteint un an plus tôt. L'amélioration conjoncturelle et le niveau toujours historiquement bas des taux d'intérêt sont vraisemblablement à l'origine de l'inflexion de l'octroi de crédits par les banques aux sociétés non financières.

Les données de la Centrale des crédits – qui permettent une distinction selon la taille des débiteurs mais qui diffèrent de celles des comptes financiers, car elles ne couvrent notamment que les crédits octroyés par les banques belges et incluent les crédits aux intermédiaires financiers non monétaires, à l'exclusion des compagnies d'assurances et des fonds de pension – fournissent une image contrastée selon la taille des entreprises. Ainsi, la contraction du crédit, en cours depuis quelques années, aurait essentiellement touché les moyennes et grandes

GRAPHIQUE 72 CRÉDITS BANCAIRES AUX SOCIÉTÉS NON FINANCIÈRES, PIB ET TAUX D'INTÉRÊT

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



Source : BNB.

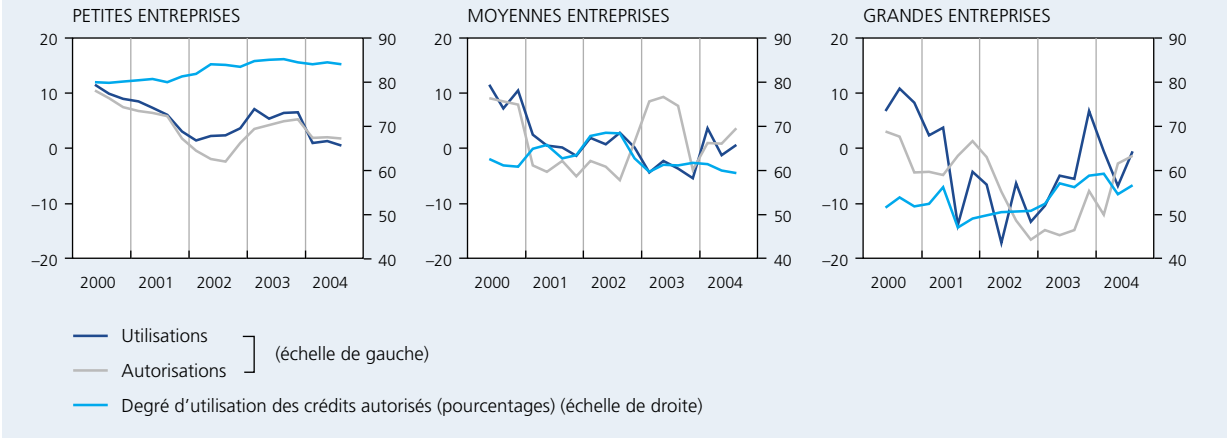
(1) Crédits accordés par les établissements de crédits belges et étrangers, données à fin de trimestre corrigées pour l'effet des variations de cours de change et des reclassements sectoriels et divisées par le déflateur du PIB.

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

(3) Moyennes trimestrielles pondérées des taux d'intérêt des crédits aux sociétés non financières issus des enquêtes RIR (jusqu'en 2002) et MIR (à partir de 2003). La pondération est basée sur la part des différents crédits dans l'encours total des crédits octroyés aux sociétés non financières.

GRAPHIQUE 73 CRÉDITS OCTROYÉS PAR LES ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT BELGES AUX SOCIÉTÉS PAR TAILLE D'ENTREPRISES (1) SELON LA CENTRALE DES CRÉDITS

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



Source : BNB.

(1) Sont considérées comme petites entreprises les sociétés qui ont déposé un schéma abrégé des comptes annuels. Celles qui ont déposé un schéma complet sont considérées comme grandes ou moyennes selon que les chiffres d'affaires de deux années consécutives ont été supérieurs ou non à 37,2 millions d'euros.

firmes, tandis que les montants de crédit utilisés par les entreprises de petite taille continuaient à afficher des taux de croissance positifs. Au cours des neuf premiers mois de 2004, la croissance des utilisations de crédit par les petites entreprises s'est toutefois quelque peu tassée, tandis qu'une légère hausse des montants de crédits utilisés a été enregistrée pour les moyennes et grandes entreprises.

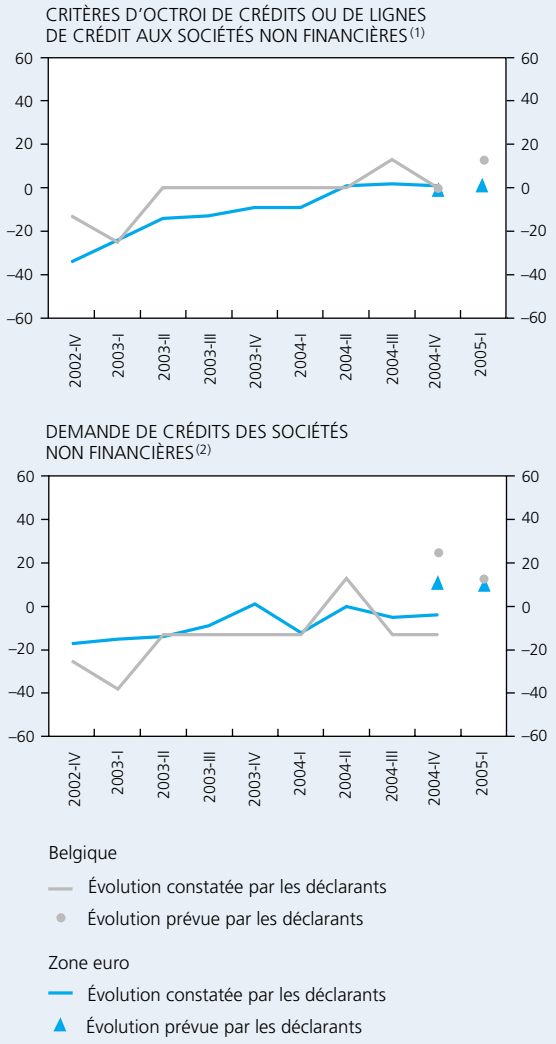
Le degré d'utilisation des crédits autorisés, qui compare la notion de crédits utilisés à celle de crédits autorisés, offre un élément d'information quant à l'ampleur des effets d'offre et de demande dans l'évolution du crédit bancaire. Le taux de prélèvement des crédits est négativement relié à la taille des entreprises. En outre, au cours des trois dernières années, le degré d'utilisation des crédits des petites entreprises n'a cessé d'augmenter pour avoisiner en 2004 les 85 p.c.

Afin de traiter au mieux la problématique du financement des PME en Belgique et de rendre plus transparente la relation entre les banques et les PME, un code de conduite a été signé durant l'année sous revue entre les principaux protagonistes, à savoir l'Association belge des banques et les principales organisations d'entreprises et de classes moyennes (FEB, Agoria, Unizo, UCM). La signature de ce code se traduit concrètement par un engagement des banques de pratiquer une politique de transparence en matière de décision d'octroi de crédits, ainsi que d'informer les entreprises de l'existence de systèmes publics d'aide au financement. En outre, un « point de contact », entré en service le 1er novembre 2004, a pour mission de recevoir les plaintes des PME à l'encontre de leurs fournisseurs de crédit, d'examiner leur recevabilité et de transmettre les dossiers vers les banques concernées, qui sont alors amenées à justifier leur décision. L'analyse de ces plaintes doit permettre une évaluation collective des problèmes rencontrés par les PME dans le processus d'obtention de crédit, afin d'y apporter les solutions appropriées.

Comme en 2003, les grandes et moyennes entreprises n'ont pas exploité au maximum leurs possibilités de crédit, ce qui laisse supposer que les facteurs de demande ont été prépondérants dans l'évolution du crédit bancaire. C'est également ce qui ressort de l'enquête de l'Eurosystème sur la distribution du crédit, qui constitue une source d'informations sur les conditions d'offre et de demande de crédit. Tant les banques belges que leurs consœurs de la zone euro ont déclaré avoir maintenu leurs conditions d'octroi de crédits inchangées, voire les avoir même légèrement assouplies durant l'année sous revue. Les banques belges ont déclaré également avoir été confrontées à une demande fluctuante en 2004, qui s'est fortement redressée au deuxième trimestre, avant de se contracter lors des deux derniers trimestres ; l'évolution de la demande en provenance des entreprises de la zone euro semble avoir été plus stable.

Au total, l'amélioration très mesurée de la demande de crédit en 2004, alors que se consolidait la reprise conjoncturelle amorcée à la mi-2003, s'explique par la remontée tardive des investissements des entreprises, ainsi que par la hausse sensible de leurs bénéfices. En augmentant les ressources internes des entreprises, cette dernière diminue la demande pour des sources de financement externe.

GRAPHIQUE 74 RÉSULTATS DE L'ENQUÊTE DE L'EUROSYSTÈME SUR LA DISTRIBUTION DU CRÉDIT



Sources : BCE, BNB.
(1) Soldes des réponses indiquant le degré d'assouplissement ou de durcissement (–) des critères d'octroi de crédits ou de lignes de crédit.
(2) Soldes des réponses indiquant le degré d'accroissement ou d'affaiblissement (–) de la demande de crédits.

En outre, eu égard aux niveaux d'endettement élevés atteints dans un passé récent, il est probable que certaines entreprises aient affecté une partie de leurs bénéfices à la restructuration ou à la réduction de leur endettement.

S'agissant du premier trimestre de 2005, les banques belges ont dit s'attendre à un renforcement de la demande de crédits des entreprises, face à laquelle elles prévoient d'assouplir leurs conditions d'octroi de crédits.

Actions

Les indices boursiers belges et européens ont continué leur mouvement de hausse entamé en 2003. Les performances enregistrées par l'indice large d'Euronext Brussels, soit une hausse de 36,5 p.c. entre décembre 2003 et décembre 2004, ont été nettement supérieures, de 26 points de pourcentage, à celles observées au niveau de l'indice comparable de la zone euro. Cette bonne tenue de la bourse belge résulte essentiellement d'un mouvement de rattrapage des autres bourses européennes en termes de ratios cours-bénéfices et cours-dividendes, et a également été influencée par la taille et l'orientation sectorielle des entreprises belges comprises dans les indices boursiers (voir également l'encadré 18). Elle n'a toutefois pas induit d'accroissement des émissions nettes d'actions cotées. En effet, si l'on fait abstraction de l'opération qui a donné naissance au groupe Inbev et entraîné une hausse des émissions nettes de 3,3 milliards d'euros, les émissions nettes d'actions cotées ne se sont élevées qu'à 400 millions d'euros au cours des neuf premiers mois de 2004.

Encadré 18 – La déconnexion des indices boursiers belges par rapport aux indices européens

Un décrochage entre les valeurs belges et les autres bourses européennes ne constitue pas une nouveauté. En effet, à partir de 1999, l'indice belge n'avait plus connu la poursuite de l'euphorie entamée dans la seconde partie des années nonante sur les marchés américains et européens, ni l'ampleur de la correction qui lui avait succédé en 2000 et 2001.

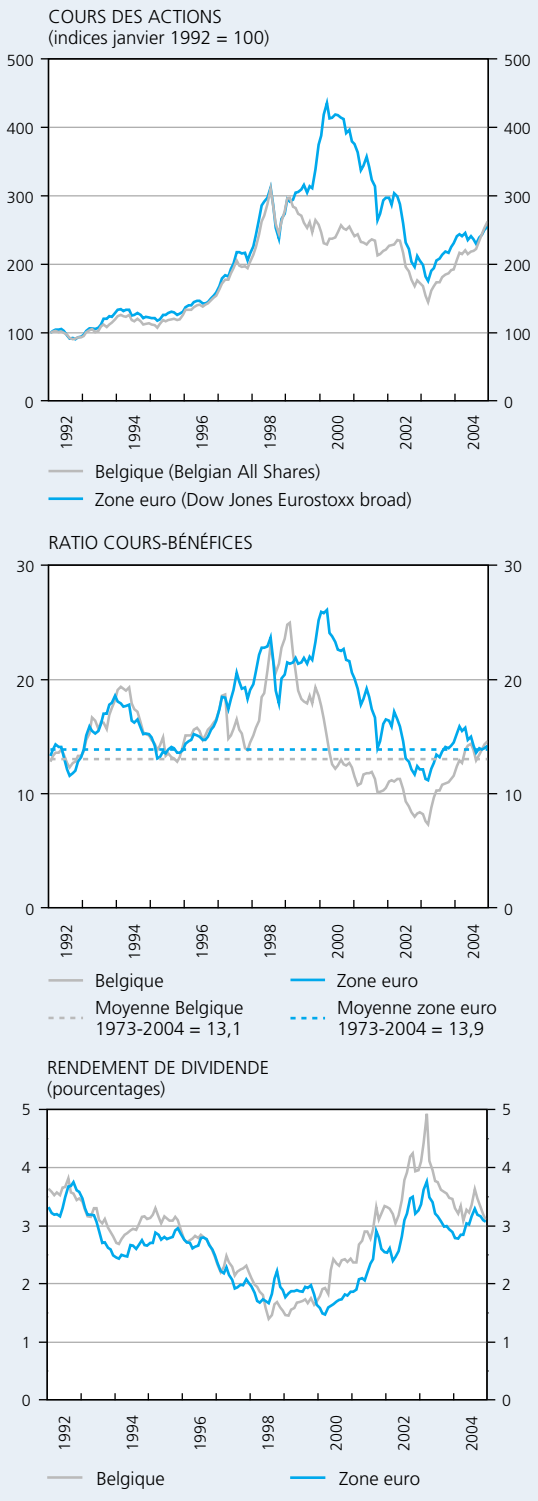
En conséquence de l'évolution modérée de leurs cours, les entreprises belges avaient affiché un ratio cours-bénéfices inférieur à la moyenne sur la période 1973-2004, à partir de la mi-2000. Sur la base de cette mesure, les actions belges ont débuté l'année 2004, avec une sous-évaluation de plus de 11 p.c.; la sous-évaluation s'établissait à 17 p.c., si elle est calculée par rapport au ratio cours-bénéfices moyen de la zone euro. En revanche, les actions de la zone euro, n'ayant connu qu'un court épisode de sous-évaluation entre la mi-2002 et la mi-2003, affichaient un ratio cours-bénéfices d'environ 4 p.c. supérieur à sa moyenne sur longue période à l'aube de l'année 2004. Sur la base de la comparaison des ratios cours-bénéfices, les actions belges sont demeurées plus attractives que les actions européennes jusqu'en octobre 2004.

Parallèlement à une moindre valorisation, les actions belges affichaient depuis plusieurs années un rendement de dividende nettement supérieur à la moyenne européenne, qui découlait conjointement de la hausse des cours plus modérée durant les dernières années et d'une politique de rétribution des actionnaires plus généreuse. Il semble que, suite aux turbulences récentes observées sur les marchés boursiers, le rendement de dividende soit devenu un facteur plus déterminant dans les décisions d'achats des investisseurs, notamment étrangers. En décembre 2003, le rendement de dividende moyen des actions belges s'établissait à 3,46 p.c., contre 2,89 p.c. pour les actions européennes. En décembre 2004, à la suite de la hausse des cours, le rendement de dividende des actions belges est revenu à un niveau équivalent à celui des actions européennes.

Il ressort des deux facteurs mentionnés ci-avant que la meilleure performance des cours boursiers belges par rapport à leurs homologues européens en 2004 doit être considérée pour l'essentiel comme un rattrapage des moindres résultats passés.

COURS BOURSIERS EN BELGIQUE ET DANS LA ZONE EURO

(moyennes mensuelles)



Sources : Thomson Financial Datastream, Euronext Brussels.

Troisièmement, la faible capitalisation des entreprises belges a joué en leur faveur. Au sein de l'indice Eurostoxx large, on ne compte que cinq firmes belges parmi les deux cents plus grandes entreprises de la zone et elles ne sont que huit dans les deux cents entreprises suivantes, répertoriées comme entreprises de taille moyenne. Or, en 2004, les investisseurs internationaux semblent avoir accordé leur préférence aux entreprises de taille plus modeste, généralement davantage orientées vers les marchés domestiques et moins sensibles au climat macroéconomique international. Cette hypothèse est confirmée par les meilleurs résultats engrangés par d'autres bourses de faible capitalisation. D'un point de vue sectoriel, il apparaît que les valeurs financières ont davantage progressé que l'ensemble du marché en 2004 dans la zone euro. À cet égard, le poids important du secteur bancaire dans l'indice boursier belge a influencé favorablement les résultats.

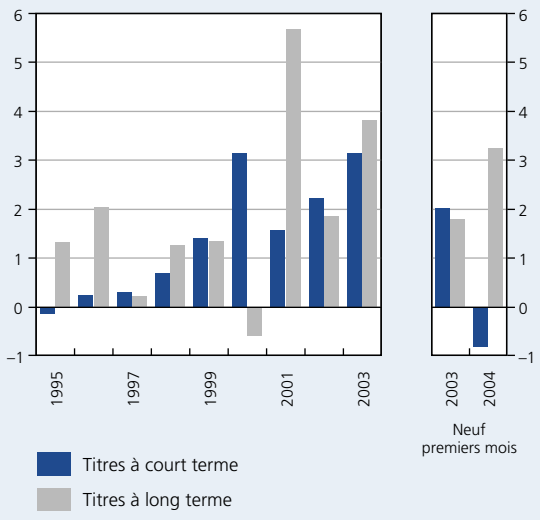
Enfin, d'une manière générale, les entreprises du Bel 20 ont engrangé de très bons résultats en 2004. Certaines ont également opéré des fusions ou des rachats prometteurs, tandis que d'autres ont fait l'objet de rumeurs persistantes à ce niveau, ce qui a engendré des comportements spéculatifs envers les actions des entreprises concernées.

Titres à revenu fixe

L'unification monétaire européenne s'est traduite, en Belgique comme dans l'ensemble de la zone euro, par une hausse des émissions directes de titres à revenu fixe par les sociétés non financières sur les marchés monétaire et des capitaux. Ainsi, en Belgique, ces engagements ont enregistré une forte croissance, leur volume ayant plus que triplé entre la fin de 1998 et la fin du troisième trimestre de 2004. Toutefois, ils ne constituent encore qu'une fraction minime, soit 3,5 p.c. à la fin de septembre 2004, du montant total des engagements des sociétés non financières. Les émissions de titres à revenu fixe par les sociétés non financières en Belgique sont principalement des émissions privées, lesquelles peuvent, il est vrai, être souscrites par les institutions financières. Elles ont représenté un financement pour l'essentiel réservé aux plus grandes entreprises, ce qui peut contribuer à l'explication de la faiblesse de l'octroi de crédits bancaires à celles-ci au cours des dernières années.

GRAPHIQUE 75 ÉMISSIONS NETTES DE TITRES À REVENU FIXE PAR LES SOCIÉTÉS NON FINANCIÈRES

(milliards d'euros)



Source : BNB.

Au cours des neuf premiers mois de 2004, les émissions nettes de titres à long terme ont été soutenues, tandis que le segment de court terme, composé presque exclusivement de billets de trésorerie, a enregistré un flux négatif, traduisant un volume de remboursements plus important que le volume d'émissions.

7.4 Administrations publiques

Au cours des neuf premiers mois de l'année sous revue, la position financière des administrations publiques s'est dégradée de 4,7 milliards d'euros, un déficit supérieur à celui observé sur la période correspondante de 2003. Tant la constitution d'actifs financiers, pour un montant de 3,8 milliards d'euros, que les nouveaux engagements des pouvoirs publics, de l'ordre de 8,6 milliards, ont été nettement supérieurs aux flux enregistrés l'année précédente. Ces accroissements résultent principalement du transfert en 2004 au Fonds de vieillissement de la recette que l'État belge avait réalisée en 2003 à l'occasion de la reprise

TABLEAU 40 ACTIFS ET ENGAGEMENTS FINANCIERS DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES
(milliards d'euros)

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	Neuf premiers mois 2003	Neuf premiers mois 2004
Formation d'actifs financiers (1)	1,6	1,3	5,1	4,3	–4,4	n.	–2,0	3,8
Nouveaux engagements financiers	2,6	2,0	4,8	5,3	–5,2	n.	1,7	8,6
Titres en euro	2,0	4,4	5,6	5,8	–2,1	n.	3,1	8,2
dont :								
Trésor	2,9	5,2	8,5	5,4	–0,9	–1,5	4,0	7,9
À un an au plus	–7,3	–4,0	1,7	–0,5	–0,3	–0,2	3,7	–0,1
À plus d'un an	10,2	9,3	6,7	5,9	–0,6	–1,3	0,2	8,0
Autres engagements en euro (1)	0,7	–0,6	0,6	0,7	–1,8	n.	–2,2	0,2
Engagements en devises	–0,1	–1,8	–1,4	–1,2	–1,3	–1,2	0,7	0,1
dont :								
Trésor	–0,1	–1,8	–1,4	–1,2	–1,3	–1,2	0,7	0,1
Solde financier	–1,0	–0,7	0,3	–1,0	0,8	n.	–3,7	–4,7

Source : BNB.
(1) Y compris les « bons du Trésor – Fonds de vieillissement ».

des engagements de retraites de Belgacom : cette recette, d'un montant de 5 milliards d'euros, a été investie par le Fonds susmentionné dans des « bons du Trésor – Fonds de vieillissement », l'instrument dans lequel celui-ci est tenu légalement d'effectuer ses placements. Ainsi, cette opération a donné lieu à une augmentation simultanée des actifs et des engagements financiers dans les comptes financiers des administrations publiques.

Nouvelles émissions

Les nouveaux engagements financiers des administrations publiques ont pris, pour l'essentiel, la forme d'émissions nettes de titres en euro par le Trésor, pour un montant cumulé de 7,9 milliards d'euros à la fin du mois de septembre, contre 4 milliards un an plus tôt. Toutefois, sur l'ensemble de l'année sous revue, compte tenu du reflux des émissions nettes du Trésor en fin de période, l'encours des titres de la dette aurait enregistré un repli.

Sur le segment des instruments financiers à moyen et long termes, le Trésor a procédé à l'émission d'OLO pour 22,4 milliards d'euros en 2004, un montant comparable aux fonds levés l'année précédente. Comme en 2003, une nouvelle ligne d'OLO à dix ans a été émise par syndication en début d'année, puis proposée lors de chaque adjudication. Par ailleurs, l'année 2004 a été marquée par le lancement d'un nouvel emprunt de référence à trente ans. Sursouscrite de plus de deux fois, l'émission a suscité beaucoup d'intérêt dans le chef des investisseurs professionnels : la syndication initiale a rapporté au Trésor quelque 5 milliards d'euros et les tranches suivantes levées par adjudication, 1,8 milliard. Cette nouvelle ligne d'OLO a permis de prolonger la courbe de rendement des emprunts de référence de l'État belge, au-delà des maturités à cinq, dix et quinze ans, ainsi que de l'OLO à très long terme précédente, échéant en 2028.

L'émission d'instruments de la dette publique réservés aux investisseurs particuliers est habituellement plus réduite. En 2004, le Trésor a emprunté pour moins d'un milliard d'euros aux ménages belges. Les bons d'État ont représenté la majeure partie de ces souscriptions. À compter du mois de mars, le Trésor avait pourtant étendu aux particuliers la possibilité d'acquérir des OLO sur le marché primaire, jusque-là essentiellement réservée aux investisseurs professionnels. Chaque émission d'OLO classiques était suivie d'une période de souscription de cinq jours ouvrables destinée aux particuliers. Ceux-ci pouvaient acheter l'obligation linéaire, baptisée « OLOp », au prix moyen pondéré de l'adjudication (ou au prix *reoffer* en cas de syndication) majoré d'une commission au profit de l'établissement financier agréé pour distribuer ce produit. L'OLOp tenait compte de l'intérêt déjà couru au moment de l'émission : elle présentait un coupon court, ne couvrant

que la période entre la date d'acquisition et celle du coupon. Dès le premier coupon, chaque OLOp existante est fongible avec l'OLO classique correspondante.

Le lancement des OLOp n'a visiblement pas entamé le succès des bons d'État. À la date du 31 décembre, le montant cumulé des souscriptions aux OLOp représentait à peine 30 millions d'euros, alors que le Trésor a émis pour 850 millions d'euros de bons d'État en 2004. Aussi, l'expérience ne sera pas renouvelée en 2005. Pourtant, les OLO proposaient des rendements bruts généralement supérieurs à ceux des bons d'État de maturité similaire. De plus, elles présentaient une variété d'horizons de placement ; les bons d'État, en revanche, n'ont été émis qu'à cinq et huit ans en 2004. En dépit de caractéristiques attrayantes, plusieurs éléments peuvent expliquer le peu de succès des OLOp. Leur nouveauté, de même que les frais de distribution réclamés par les banques, ont sans conteste joué en leur défaveur. La dématérialisation des OLOp est aussi une arme à double tranchant pour l'épargnant. Contrairement à la livraison physique, autorisée pour les bons d'État, l'inscription des OLO sur un compte-titres protège leur détenteur contre le risque de perte ou de vol, mais rend impossible toute transmission discrète de la main à la main. Comme il le fait déjà pour les OLO, le Fonds des rentes régule le marché secondaire des OLOp et en assure la liquidité. L'investisseur particulier peut ainsi toujours vendre ou acheter une OLO en bourse, au prix de marché fixé par le Fonds des rentes.

À l'inverse de l'année 2003, le solde brut à financer a été supérieur au montant des émissions à moyen et long termes. En effet, le Trésor a réduit son portefeuille d'actifs, tout en diminuant quelque peu l'encours des certificats de trésorerie.

TABLEAU 41 BESOINS ET MOYENS DE FINANCEMENT DE L'ÉTAT FÉDÉRAL

(milliards d'euros)

	2003	2004
Solde brut à financer	23,3	24,0
Besoins bruts de financement	15,3	19,5
Déficit ou excédent (–) budgétaire (1)	–2,4	–1,6
Dette à moyen et long termes échéant dans l'année	17,7	21,1
En euro	17,1	20,1
En devises	0,5	1,1
Rachats et échanges (titres échéant l'année suivante ou ultérieurement)	7,9	4,5
Autres besoins de financement	0,1	0,0
Moyens de financement	24,6	23,3
Émissions à moyen et long termes en euro	24,6	23,3
Obligations linéaires (OLO)	23,3	22,4
Bons d'État, OLOp et autres (2)	1,3	0,9
Émissions à moyen et long termes en devises	0,0	0,0
Variation nette de la dette à court terme en devises	–0,8	–0,1
Variation nette de la dette à court terme en euro et des actifs financiers	–0,5	0,9

Source : SPF Finances.

(1) À l'exclusion des transferts au Fonds de vieillissement. Le solde budgétaire est calculé sur la base de caisse et tient compte, entre autres, des opérations financières qui ne sont pas reprises dans le solde de financement des administrations publiques dont, conformément au SEC 95, le calcul s'effectue sur la base des transactions.

(2) À l'exclusion des émissions de « bons du Trésor – Fonds de vieillissement ».

Gestion de la dette publique

Le solde budgétaire n'a pas nécessité de financement de la part du Trésor, se clôturant comme en 2003 par un surplus. En revanche, un montant de 21,1 milliards d'euros a servi au rachat ou au remboursement des emprunts arrivés à échéance dans le courant de l'année sous revue. D'autre part, le Trésor a procédé au rachat, pour 4,5 milliards d'euros, de titres expirant en 2005 ou ultérieurement. Ce type d'opérations vise à respecter les orientations limitant les risques associés au refinancement : il s'agit de moduler l'échéancier de la dette publique pour que les montants à refinancer à l'expiration des emprunts soient similaires d'une année à l'autre. Les rachats de titres ont ainsi permis de maintenir à 19 p.c., à la fin de l'année sous revue, la proportion de dettes en euro nécessitant un refinancement dans les douze mois (la limite étant fixée à 22,5 p.c.) et à 55 p.c. la fraction des emprunts en euro échéant dans les cinq ans (pour une limite établie à 60 p.c.).

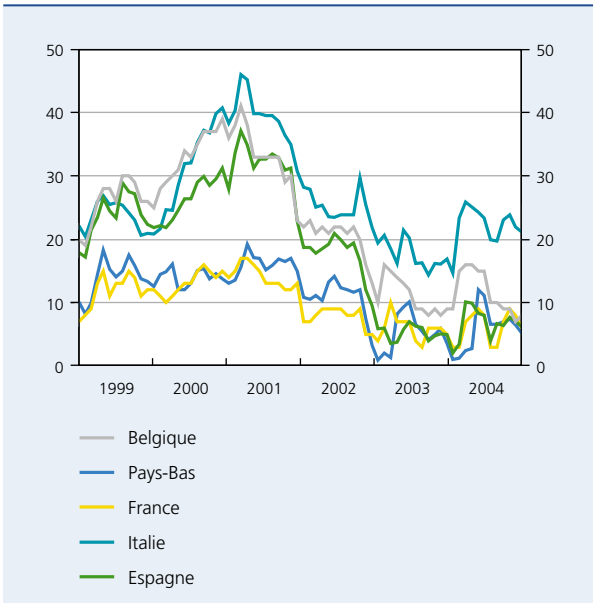
Aucun emprunt en monnaie étrangère à moyen et long termes n'a été émis au cours de l'année sous revue. Les emprunts en devises arrivés à échéance en 2004 ont été refinancés par des dettes libellées en euro. Cette mesure s'inscrit dans la politique visant à limiter le risque de change par un démantèlement progressif de la dette en devises. Dans ce cadre, le Trésor a par ailleurs tiré parti de cours de change favorables à l'euro pour racheter des dettes en devises et réduire ainsi leur part, déjà minime, dans l'encours total des emprunts d'État. Cette proportion ne représentait plus, au 31 décembre 2004, que 0,9 p.c.

Le coût relatif de l'endettement constitue une variable-clé pour les gestionnaires de la dette publique. Il peut être mesuré par l'écart de rendement observé vis-à-vis du *Bund* allemand. Après deux années consécutives de diminution généralisée, les différences de rendement se sont globalement stabilisées en 2004 par rapport à l'année précédente : c'est le cas pour les emprunts belges, mais aussi français et néerlandais ; les conditions de financement des emprunts italiens et espagnols se sont, en revanche, quelque peu dégradées en moyenne au cours de l'année sous revue. La différence entre le rendement de l'emprunt belge de référence à dix ans et celui de l'obligation allemande d'échéance similaire s'est établie à 12 points de base en moyenne en 2004. Sous l'effet de l'introduction d'un nouvel emprunt de référence allemand à dix ans, l'écart est même descendu à 7 points de base au mois de novembre. Outre l'amélioration relative des finances publiques de la Belgique par rapport à la situation prévalant en Allemagne, la diminution tendancielle de l'écart de rendement tient aussi aux efforts consentis pour améliorer la gestion opérationnelle de la dette.

La diversification croissante des contreparties détentrices de la dette relève de cette politique. Si l'encours des emprunts contractés en monnaies étrangères a tendance à s'amenuiser, il en va tout autrement de la proportion de la dette en euro détenue par les non-résidents.

GRAPHIQUE 76 ÉCARTS DE TAUX DE RENDEMENT DES EMPRUNTS D'ÉTAT À DIX ANS VIS-À-VIS DU *BUND* ALLEMAND

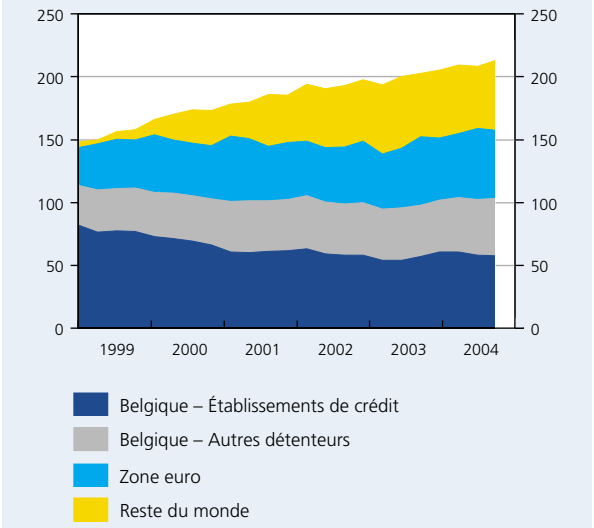
(moyennes mensuelles, points de base)



Source : BRI.

GRAPHIQUE 77 DÉTENTION D'OLO : RÉPARTITION GÉOGRAPHIQUE

(données à fin de trimestre, milliards d'euros)



Source : BNB.

Ce ratio ne cesse de s'accroître, à la faveur de souscriptions aux nouvelles émissions toujours plus cosmopolites. À titre d'exemple, 7 p.c. seulement des investisseurs ayant souscrit au nouvel emprunt à trente ans résidaient en Belgique, tandis qu'ils étaient pour 58 p.c. originaires du reste de la zone euro. Un peu plus de la moitié des OLO sont désormais détenues à l'étranger : au 30 septembre de l'année sous revue, les résidents belges possédaient 48,5 p.c. de la dette en OLO. L'ensemble des résidents belges ont vu leur part relative dans la détention globale se réduire au fil du temps. Les établissements de crédit belges ont même réduit l'encours absolu des OLO qu'ils détenaient en portefeuille.

L'internationalisation de la base d'investisseurs en titres de la dette a bénéficié du concours d'une liquidité soutenue sur le marché secondaire. Ce dernier est, en réalité, constitué de plusieurs marchés distincts. Sur le segment du fixing d'Euronext Brussels, la liquidité des emprunts est assurée par le Fonds des rentes. Chaque jour et pour chaque titre coté, celui-ci détermine un cours auquel il se porte toujours contrepartie, garantissant aux intervenants le volume de titres souhaité à un prix correct. Le Fonds des rentes est par ailleurs chargé du contrôle et de la surveillance du marché réglementé hors bourse des OLO, des titres scindés et des certificats de trésorerie, sur lequel ont lieu la majorité des transactions. Il assure aussi la transparence du marché hors bourse en publiant les

cours et taux indicatifs, ainsi que les volumes échangés. Les transactions s'y effectuent par l'intermédiaire d'un membre du marché, et ce sont les *primary dealers* qui apportent la liquidité suffisante. Enfin, il existe un troisième marché, informel, regroupant les opérations conclues en dehors des deux premiers.

Un développement notable a caractérisé le marché secondaire au cours de l'année sous revue. Il concerne les *strips* (Separate Trading of Registered Interest and Principal of Securities), ces titres issus de la scission du droit au capital et du droit à chacun des paiements d'intérêts d'une obligation. Depuis 1992, ce procédé est autorisé pour certaines lignes d'OLO. Pour promouvoir les titres scindés auprès des investisseurs, il était prévu de mettre en œuvre des mesures propres à augmenter la liquidité et la transparence du marché secondaire des *strips*. Dans ce cadre, MTS Belgium, principale plate-forme électronique de transactions sur laquelle sont notamment cotées les OLO, a étendu en janvier 2004 sa gamme de produits aux titres scindés de la dette publique. Cette introduction a permis d'accroître la transparence dans la fixation des prix, exerçant un effet indéniable sur la liquidité du marché. Au cours de l'année sous revue, le volume total des transactions en *strips* sur le marché secondaire hors bourse s'est élevé à 6,5 milliards d'euros, un montant près de cinq fois supérieur à celui observé en 2003.

8. Stabilité financière

8.1 Marchés financiers internationaux

Nonobstant l'environnement très favorable pour les marchés d'actions en 2004 – caractérisé par une croissance économique mondiale soutenue, un faible niveau de taux d'intérêt et une vive progression des bénéfices des entreprises – les indices boursiers ont fluctué dans une fourchette étroite durant la majeure partie de l'année. À la suite de la forte progression des cours au quatrième trimestre, ils ont toutefois enregistré, au terme de l'année, des gains appréciables aux États-Unis et dans la zone euro, de respectivement 11,5 et 16,6 p.c. par rapport à la fin de 2003.

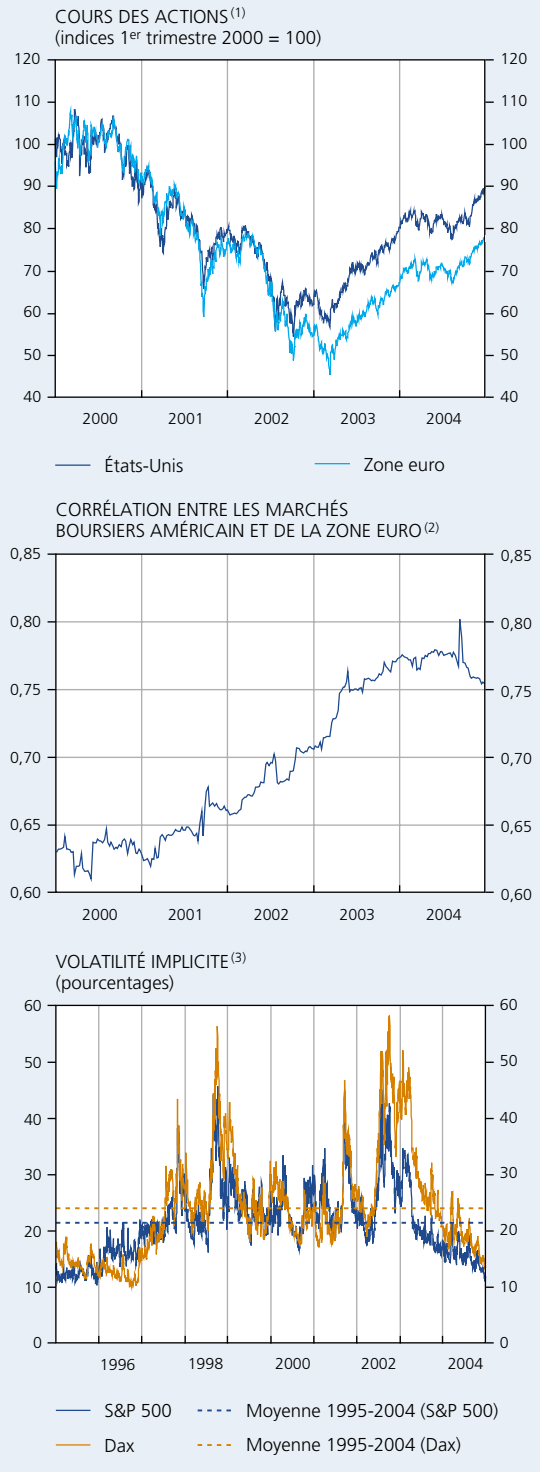
D'une manière générale, les profils d'évolution des cours sont restés fort similaires en Europe et aux États-Unis, ce qui s'est traduit en moyenne sur l'année par une nouvelle hausse de la corrélation entre les deux marchés. D'un niveau inférieur à 0,5 avant 1998, le coefficient de corrélation entre les rendements hebdomadaires de ces marchés, calculé en glissement sur trois ans, a fortement progressé ces dernières années, pour dépasser 0,75 en 2004. Outre le parallélisme de la reprise économique aux États-Unis et dans la zone euro depuis 2001, cet accroissement reflète probablement aussi un facteur plus structurel. La poursuite de l'intégration des marchés financiers internationaux se marque par un alignement plus grand dans l'évolution des cours mais, de ce fait aussi, par une diminution des avantages qui peuvent être attendus de la diversification internationale des portefeuilles.

Par delà ce synchronisme, certaines différences d'évolution n'en ont pas moins subsisté entre les deux marchés. Si les cours boursiers, exprimés en monnaie locale, sont, dans les deux cas, restés nettement au-dessous des niveaux du début de l'année 2000, l'indice du marché américain des actions a récupéré une part plus importante des pertes subies, entre mars 2000 et mars 2003, que l'indice équivalent de la zone euro. Cette plus grande fermeté du marché boursier outre-Atlantique peut être attribuable à la plus forte croissance de l'économie américaine, mais s'explique sans doute aussi par la dépréciation du dollar vis-à-vis de l'euro qui a affecté les performances relatives des sociétés exportatrices américaines et européennes. La faiblesse du dollar amène néanmoins à relativiser très fort la moins bonne prestation des actions européennes, dans la mesure où si l'on convertit l'évolution de leurs cours en dollar des États-Unis, il s'avère qu'elle a été largement supérieure en 2004 à celle des actions américaines, de 13,5 points de pourcentage.

Le calme relatif des marchés boursiers internationaux en 2004 s'est accompagné d'un nouveau recul de la volatilité implicite des options sur les indices des marchés d'actions, qui a enregistré un niveau sensiblement inférieur à la moyenne de ces dix dernières années. Une évolution assez semblable s'est produite sur les marchés des obligations, où le maintien des cours à l'intérieur d'un couloir étroit s'est accompagné d'un recul des indicateurs de mesure des anticipations de la volatilité. Ces développements semblent avoir suscité, en retour, des changements dans les comportements et dans le goût pour le risque des investisseurs, qui se sont reflétés, notamment dans l'augmentation, sur plusieurs marchés financiers, des placements à effet de levier, comme le financement de positions longues par des emprunts à court terme (*carry trades*) ou, encore, dans l'intérêt croissant des investisseurs pour les fonds spéculatifs (*hedge funds*), dont l'encours total aurait dépassé les 1.000 milliards de dollars en 2004. Cet engouement accru pour des stratégies de placements plus risquées reflète une quête de rendement, dans un contexte où les taux d'intérêt sont restés bas et les liquidités abondantes. Il a été stimulé, dans le même temps, par les bas niveaux de volatilité, qui ont permis aux investisseurs d'accroître leur prise de risque pour une même exigence de fonds propres, telle que calculée par les modèles dits de « *value at risk* ».

GRAPHIQUE 78 ÉVOLUTION DES MARCHÉS BOURSIERS

(données journalières, sauf mention contraire)



Sources : Chicago Board Options Exchange, Deutsche Börse, Thomson Financial Datastream.

(1) Indices boursiers définis par Thomson Financial Datastream, exprimés en monnaie locale.

(2) Coefficient de corrélation entre les rendements hebdomadaires des marchés américain et européen, calculé sur une période mobile de trois ans ; indices exprimés en dollar des États-Unis ; données hebdomadaires.

(3) Mesures de la volatilité attendue, dérivées des cours d'un panier d'options sur les indices boursiers S&P 500 et Dax.

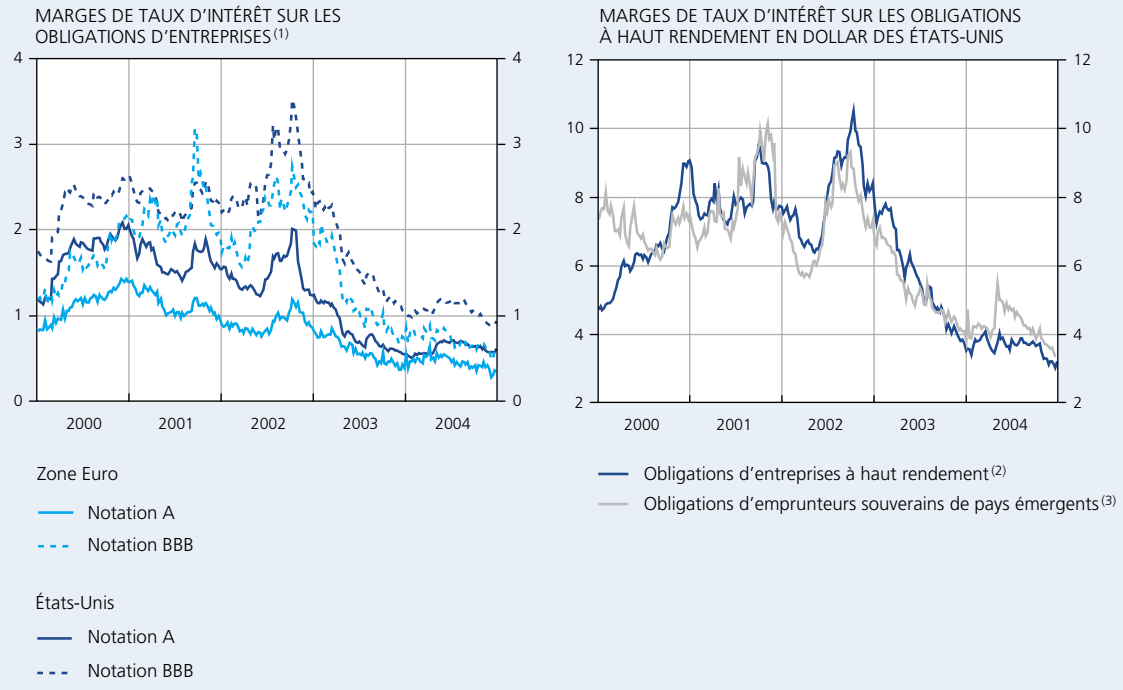
La recherche de rendement a contribué à comprimer les primes de risque sur les marchés des titres à revenu fixe. Même si les écarts de taux sur les obligations à haut rendement du secteur privé et des économies émergentes s'étaient déjà considérablement rétrécis en 2003, de nouveaux planchers ont été atteints au second semestre de 2004, malgré l'inflexion, largement anticipée, de la politique monétaire américaine. Ceci tendrait à suggérer que la hausse des cours des obligations à caractère spéculatif n'a pas seulement résulté du souhait de trouver des rendements plus élevés, mais s'est appuyée aussi sur une amélioration de la qualité de signature des entreprises privées et des économies émergentes.

Ainsi, la diminution du différentiel sur l'indice composite EMBIG des obligations de pays émergents, de quasiment 9 points de pourcentage à l'automne 2002 lorsque les incertitudes sur la solvabilité du Brésil ont culminé, à moins de 4 points en 2004, est allée de pair avec un nombre élevé de relèvements de notations de ces emprunteurs. Les indicateurs macroéconomiques se sont, en effet, nettement améliorés en 2003 et 2004 dans des pays, tels que le Brésil et la Turquie, sous l'effet d'un environnement international favorable et des efforts consentis par les autorités nationales en vue de remédier à la vulnérabilité interne et externe par le biais d'un resserrement des politiques budgétaire et monétaire et de réformes structurelles. À cet égard, l'engagement ferme des gouvernements des deux pays précités de maintenir des excédents budgétaires primaires élevés semble avoir joué un rôle-clé dans la diminution des primes de risque sur leurs dettes.

Compte tenu des incertitudes persistantes entourant la vigueur de la reprise économique mondiale, les sociétés non financières américaines et européennes ont surtout profité du niveau historiquement bas du coût du crédit et de la forte croissance de leurs bénéfices pour effacer les déséquilibres financiers qu'elles avaient accumulés au cours de la seconde moitié des années nonante. Ce processus de renforcement de la structure du bilan s'est traduit par des niveaux élevés d'autofinancement, une compression des investissements en actifs réels et financiers et un refinancement des dettes, en vue de réduire les coûts ou d'augmenter l'échéance moyenne des engagements financiers. Ces améliorations de la qualité de crédit des entreprises ont entraîné un nouveau repli des taux de défaillance, tandis que les relèvements de notations des obligations du secteur privé sont redevenus, vers la fin de l'année sous revue, supérieurs aux abaissements.

GRAPHIQUE 79 PRIMES DE RISQUE SUR LES MARCHÉS D'OBLIGATIONS

(données hebdomadaires, points de pourcentage)



Sources : Bloomberg, JP Morgan, Merill Lynch, Thomson Financial Datastream.

(1) Écarts de taux par rapport aux taux d'intérêt d'une obligation d'État à dix ans.

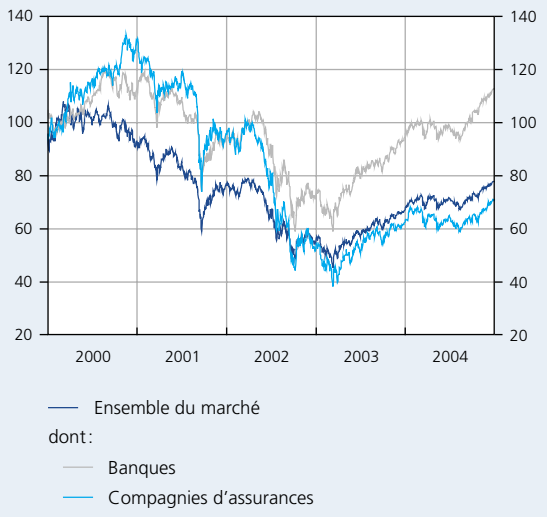
(2) Obligations d'entreprises libellées en dollar des États-Unis, ayant une notation (*rating*) inférieure à BBB/Baa3 ; écart de taux par rapport aux taux d'intérêt des bons du Trésor américain à dix ans.

(3) Indice EMBIG ; écart de taux par rapport aux taux d'intérêt des bons du Trésor américain d'une durée équivalente.

Cette diminution des risques de crédit sur les entreprises a également été l'un des principaux éléments à l'origine de la poursuite du redressement de la rentabilité des banques de la zone euro en 2004. Conjugué à la vigueur des prêts aux ménages et à la maîtrise des coûts, le recul marqué des provisions pour créances douteuses a, en effet, compensé les résultats mitigés des activités de marché et les pressions à la baisse sur les marges d'intérêt, dues à la faiblesse des taux. C'est cependant pour les compagnies d'assurances que le bas niveau des taux d'intérêt à long terme a constitué le défi le plus grand, eu égard au niveau élevé des taux de rendement garantis que nombre de ces sociétés avaient, dans le passé, proposés sur leurs polices d'assurance-vie. Le secteur avait en outre souffert d'importants déséquilibres financiers lors de l'éclatement de la bulle des marchés boursiers, en raison de sa forte dépendance vis-à-vis des revenus de placements financiers. Cette situation explique sans doute aussi pourquoi les actions du secteur des assurances ont récupéré beaucoup plus lentement les pertes subies depuis 2000 que celles du secteur bancaire.

GRAPHIQUE 80 COURS DES ACTIONS DU SECTEUR FINANCIER DE LA ZONE EURO

(indices janvier 2000 = 100)



Source : Thomson Financial Datastream.

8.2 Établissements de crédit belges

Vue d'ensemble des résultats

En 2004, les établissements de crédit belges n'ont pas seulement bénéficié d'un environnement financier international favorable. Ils ont aussi pu tirer parti de la croissance assez soutenue de l'économie domestique et de la bonne tenue du marché boursier belge. Le résultat brut d'exploitation, qui avait sensiblement baissé en 2001 et 2002 pour stagner en 2003, a ainsi progressé de 12,6 p.c. pendant les trois premiers trimestres de 2004 par rapport à la période correspondante de l'année précédente. Le résultat net d'exploitation a, quant à lui, augmenté de 33,8 p.c.

En matière de dépenses, les banques ont poursuivi leur politique visant à comprimer les charges d'exploitation. Ceci s'est marqué, en particulier, dans les frais de personnel. Par ailleurs, l'amélioration de la situation financière des entreprises s'est confirmée, ce qui s'est traduit par une nouvelle réduction des corrections de valeur sur les portefeuilles de crédits.

C'est toutefois pour le produit bancaire que l'inflexion a été la plus nette. Après deux années consécutives de baisse, les banques belges sont à nouveau parvenues à accroître leurs revenus. Ceux-ci ont progressé de 4,6 p.c. au cours des neuf premiers mois de 2004, essentiellement sous l'impulsion d'une forte hausse du résultat d'intérêts.

Les autres revenus ont nettement moins augmenté. Cette évolution s'explique uniquement par la forte diminution des résultats sur la vente de titres de placements. Ces titres sont comptabilisés sur la base de leur valeur d'acquisition, de sorte que les plus-values engrangées à la suite de la baisse des taux d'intérêt à long terme ne sont enregistrées qu'en cas de cession. Il est de ce fait possible de moduler le rythme de réalisation de ces gains en capital en fonction des opportunités de marché et de l'évolution des autres résultats. En 2004, l'amélioration de la rentabilité a probablement incité les banques à limiter les réalisations de plus-values. Si on excepte cette source de revenus, les produits hors intérêts des banques auraient progressé de 7,7 p.c. durant les trois premiers trimestres de 2004.

TABLEAU 42 COMPTE DE RÉSULTATS DES ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT BELGES (1)

(données sur une base consolidée; pourcentages de variation par rapport à la période correspondante de l'année précédente, sauf mention contraire)

					Neuf premiers mois		*p.m.*
	2000	2001	2002	2003 (2)	2003 (2)	2004	*Résultats 2003, milliards d'euros*
Produit bancaire	15,3	1,4	–4,6	–0,5	–1,9	4,6	*22,8*
Résultat d'intérêts net	3,0	4,6	3,2	0,3	–3,6	6,9	*12,2*
Résultat hors intérêts	28,5	–1,2	–11,7	–1,4	–0,1	2,2	*10,6*
dont :							
Résultat net de la réalisation de titres de placement	–46,6	43,5	–5,4	12,6	16,3	–33,8	*1,2*
Charges d'exploitation (–)	19,0	4,1	–3,8	–1,2	–1,9	1,6	*16,9*
Frais de personnel	11,7	6,7	–0,5	2,3	–0,3	0,3	*7,7*
Autres charges d'exploitation	24,9	2,3	–6,3	–4,0	–3,2	2,6	*9,2*
Résultat brut d'exploitation	6,8	–5,6	–6,9	1,3	–1,9	12,6	*6,0*
Corrections de valeur (–)	–9,6	4,6	36,2	–17,0	–23,0	–73,1	*1,5*
Résultat net d'exploitation	12,3	–8,3	–20,2	9,9	6,8	33,8	*4,5*

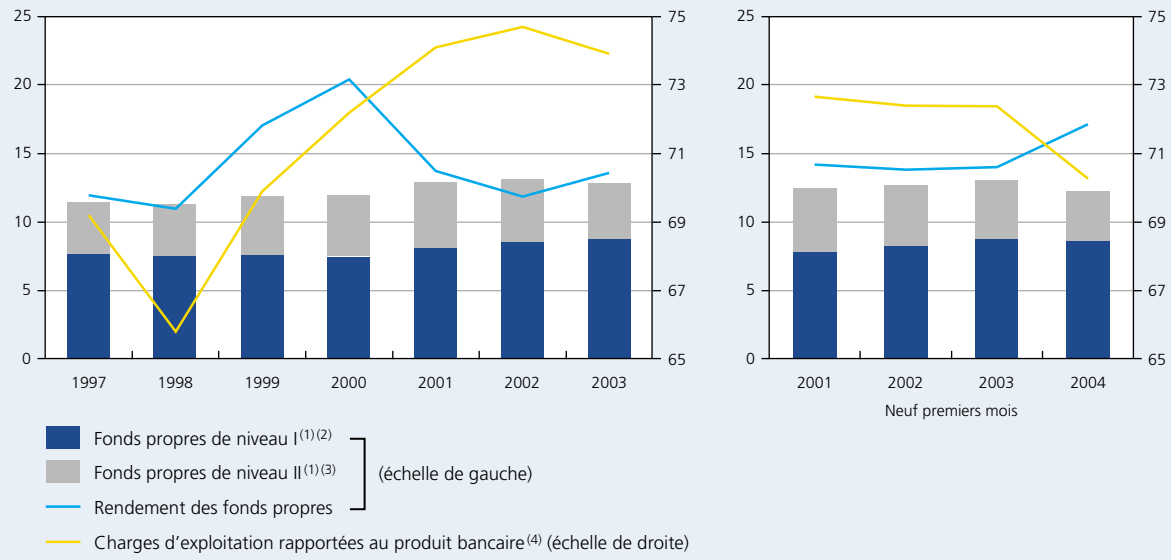
Sources : CBFA, BNB.

(1) Y compris les résultats sur une base territoriale des succursales belges de banques étrangères.

(2) Chiffres corrigés de l'influence de la déconsolidation de Dexia BIL du périmètre de consolidation de Dexia Banque Belgique.

GRAPHIQUE 81 INDICATEURS DE RENTABILITÉ ET DE SOLVABILITÉ DES ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT DE DROIT BELGE

(données sur une base consolidée, pourcentages)



Sources : CBFA, BNB.

(1) Données de fin de période, en pourcentage des actifs pondérés par les risques.

(2) Fonds propres au sens strict comprenant essentiellement le capital libéré, les réserves, le fonds pour risques bancaires généraux, les intérêts de tiers, et avec pour principale déduction, les écarts de consolidation positifs.

(3) Comprend essentiellement les emprunts subordonnés.

(4) Y compris les résultats sur une base territoriale des succursales belges de banques étrangères.

L'amélioration des résultats s'est reflétée dans les principaux indicateurs de rentabilité. Le rendement des fonds propres a dépassé 17 p.c. pour les neuf premiers mois de 2004, tandis que le rapport des charges d'exploitation au produit bancaire est revenu de 72 p.c. en 2003 à 70 p.c.

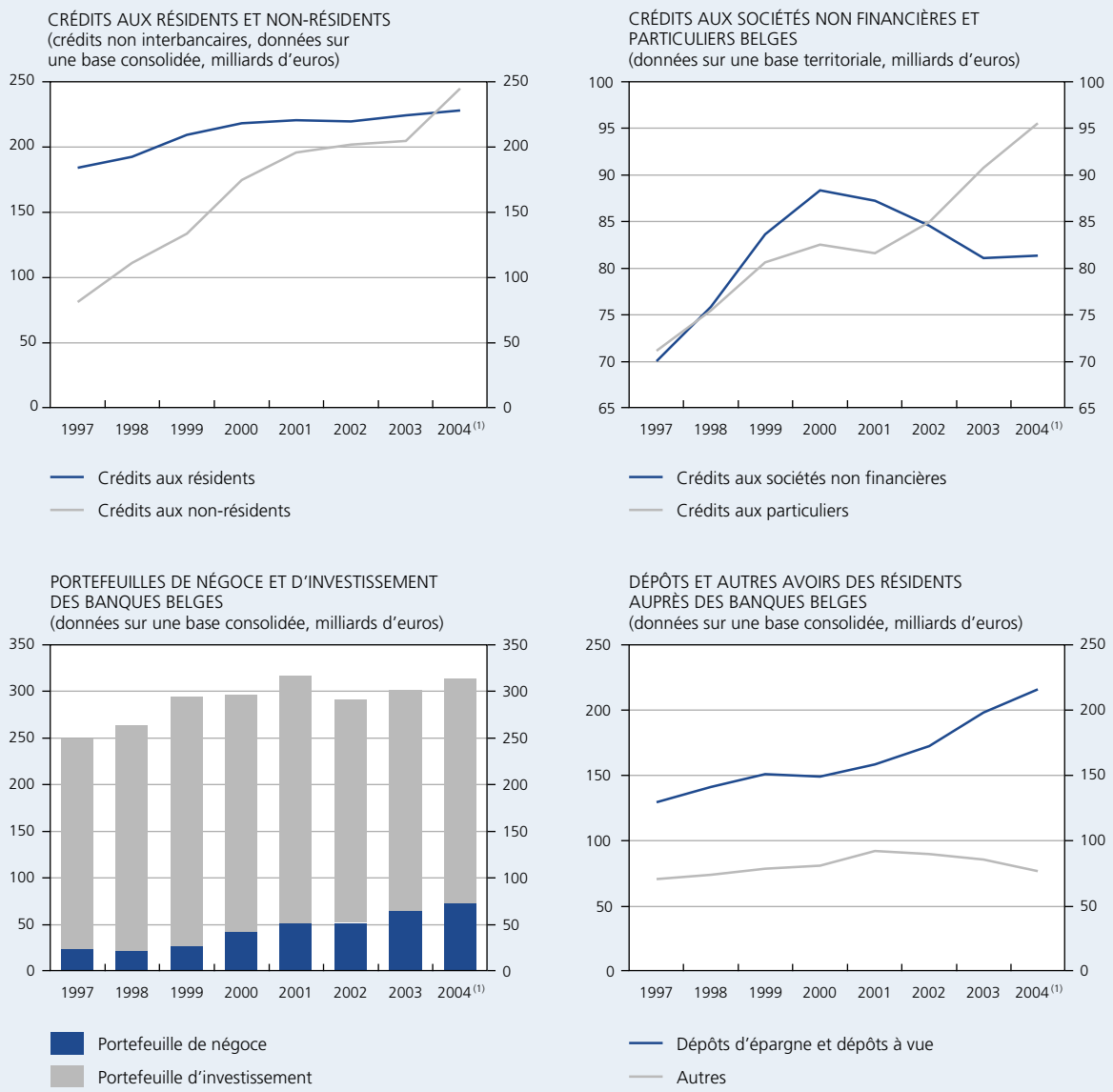
Le ratio de solvabilité, qui s'était accru pratiquement sans interruption depuis 1998, s'est légèrement réduit durant les neuf premiers mois de 2004, revenant à 12,3 p.c. à la fin de septembre. Cette diminution a surtout résulté de remboursements d'emprunts subordonnés, vu que le coefficient de solvabilité au sens strict (niveau I) s'est stabilisé. Au surplus, la solvabilité des banques belges est restée supérieure tant à la moyenne des autres pays membres de l'UE qu'aux exigences réglementaires en la matière. Il est sans doute utile de rappeler que ces dernières vont être prochainement modifiées à la suite de l'entrée en vigueur du nouvel accord de Bâle, dont une description est donnée à l'encadré 19.

Incidence sur la rentabilité et les risques des mutations récentes dans la structure d'activités

Au cours de ces dernières années, diverses évolutions ont progressivement contribué à modifier la structure d'activités des banques belges. Certaines résultent de décisions prises par les établissements de crédit eux-mêmes. C'est ainsi que la diversification et l'extension des opérations en dehors du marché national s'est traduite par une forte croissance des prêts aux non-résidents. Comme l'activité a progressé beaucoup moins vite sur le marché domestique, l'encours des créances consolidées des banques belges sur des débiteurs non bancaires étrangers a dépassé, en 2004, l'encours correspondant vis-à-vis de la clientèle belge. Si la grande majorité de ces créances est localisée en Europe occidentale, les banques belges ont aussi d'importantes positions sur les États-Unis et sur les pays d'Europe centrale.

Dans le même temps, pour des raisons plus conjoncturelles, les crédits bancaires octroyés aux résidents du secteur privé se sont davantage orientés vers les particuliers que vers les sociétés non financières.

GRAPHIQUE 82 ÉVOLUTIONS RÉCENTES DANS LES ACTIVITÉS DES ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT BELGES



Source : CBFA.
(1) Données à fin septembre 2004.

Ainsi qu'on le commente plus en détail dans le chapitre 7 relatif aux comptes et marchés financiers, les ménages ont continué à exprimer une forte demande pour les crédits hypothécaires, alors que les entreprises ont plutôt limité leur endettement en vue d'assainir leur situation financière. Au surplus, dans le cas des plus grandes sociétés, elles se sont davantage orientées vers un financement de marché.

Si les banques belges détiennent toujours d'importants portefeuilles-titres, elles tendent désormais à gérer leur position de manière beaucoup plus active. En témoigne l'accroissement de la part du portefeuille détenu à des fins de négoce plutôt que de placements à long terme, qui est passée de 9,6 p.c. à la fin de 1997 à 23,2 p.c. à la fin de septembre 2004.

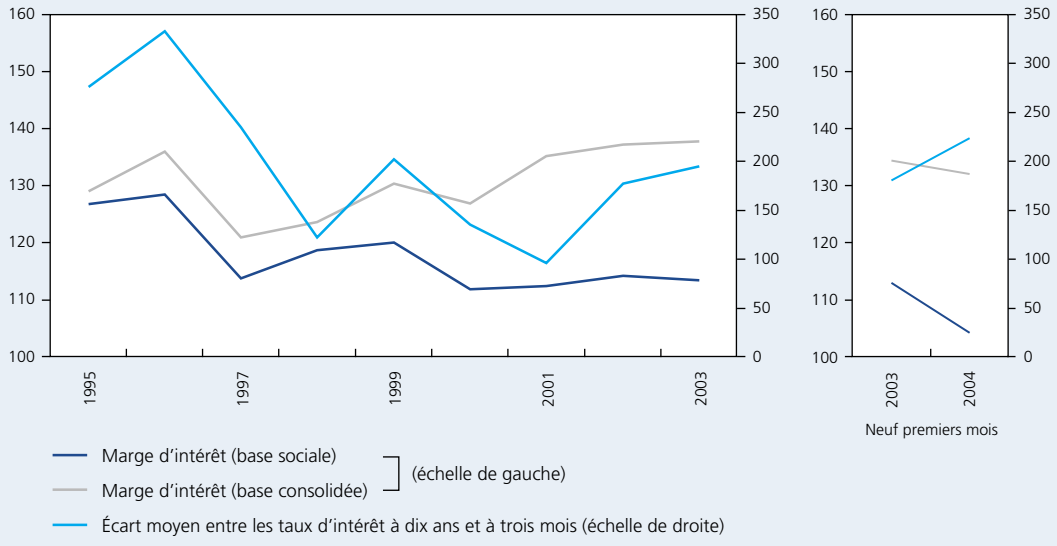
Du côté des ressources, le faible niveau des taux d'intérêt a incité les particuliers à se détourner des bons de caisse pour privilégier, dans leurs placements auprès des établissements de crédit belges, les dépôts d'épargne. La part globale des dépôts à vue et d'épargne dans les avoirs récoltés par les banques auprès des résidents belges représentait, à la fin de septembre 2004, 73,7 p.c. du total contre 64,6 p.c. à la fin de 1997.

Ces multiples changements ne sont pas restés sans implication sur les arbitrages que les banques belges sont amenées à effectuer entre rendement et risques dans le cours de leurs activités.

Le développement de nouveaux marchés, en particulier dans plusieurs des pays qui viennent d'accéder à l'UE, s'est traduit par un redressement assez sensible de la marge d'intérêt, qui est passée d'un minimum de 121 points de base en 1997 à 138 points de base en 2003. Certes, les banques ont également bénéficié de l'évolution de la courbe des rendements, l'élargissement de l'écart entre les taux d'intérêt à court et à long termes ayant été favorable à l'exercice de la fonction de transformation d'échéances. Toutefois, cet effet positif a surtout joué pour la marge calculée sur une base consolidée, qui inclut les revenus d'intermédiation des filiales étrangères des banques belges. La marge sur une base sociale, qui est essentiellement tributaire de l'activité d'intermédiation sur le marché domestique, n'a en effet guère varié de 2000 à 2003, et a même assez sensiblement diminué au cours des neuf premiers mois de 2004.

Les prêts à l'étranger des banques belges ont toutefois, en moyenne, un taux de défaut plus élevé, car ils sont octroyés, pour partie, dans des pays présentant plus de risques. Une bonne approximation de l'ampleur des provisions que les établissements de crédit ont été amenés à constituer pour couvrir cette catégorie de risque de crédit peut être obtenue en calculant la différence entre les corrections de valeur pour créances douteuses sur une base consolidée et sur une base sociale. Ce solde, qui doit en principe correspondre aux provisions sur les crédits des filiales étrangères des banques belges, a enregistré d'assez fortes fluctuations au cours de ces dernières années. Il s'est fortement accru, en 2002 à la suite de la constitution de provisions pour des crédits octroyés par la filiale néerlandaise d'un établissement de crédit belge et, en 2003, lorsqu'un autre groupe bancaire belge a effectué d'importantes corrections de valeur sur les prêts octroyés par sa filiale en Pologne. Comme ces opérations exceptionnelles ont contribué à assainir le portefeuille de crédits, une forte diminution des provisions a pu être notée en 2004.

GRAPHIQUE 83 MARGE D'INTERMÉDIATION DES BANQUES BELGES
(points de base)



Sources : CBFA, BNB.

Encadré 19 – Nouvel accord de Bâle

Le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire a approuvé, en date du 26 juin 2004, la publication du cadre révisé de convergence internationale en matière de normes et de calcul des fonds propres réglementaires, communément appelé « Nouvel accord de Bâle » ou « Bâle 2 ». La préparation de cet accord a fait l'objet d'un long processus de consultation avec les représentants du secteur bancaire, qui avait été entamé, en juin 1999, par la présentation d'une première série de propositions de révision du précédent accord, dit de « Bâle 1 ». De nombreuses discussions avec le secteur sur des propositions additionnelles et la conduite de trois études d'incidence quantitatives ont précédé la mise au point définitive de ce nouveau cadre réglementaire.

Celui-ci confirme l'option de base de l'accord de Bâle 1. Un niveau adéquat de capitalisation doit servir de fondement à la croissance future des établissements de crédit et de matelas de protection pour les pertes non attendues. Toutefois, le nouvel accord vise à mieux aligner les exigences en capital pour les opérations de crédit avec les risques effectivement supportés par les banques et introduit des exigences spécifiques pour les risques opérationnels.

Pour atteindre cet objectif, le Comité a pris en compte les avancées réalisées dans les techniques et instruments de mesure et de gestion des risques. Il s'est largement inspiré des meilleures pratiques qui se sont développées sur le marché, en vue de les généraliser à un plus grand nombre de banques. Afin de tenir compte des différences existant dans la nature des activités et le degré de sophistication des procédures de contrôle interne des établissements de crédit individuels, l'accord de Bâle 2 a prévu trois options pour le calcul des exigences en capital. À côté d'une approche standardisée, qui permet le recours à des instruments de mesures externes des risques de crédit, tels les notations (*ratings*) des agences indépendantes, il est prévu deux approches s'appuyant sur les modèles de notations internes des banques, l'une dite de base où un certain nombre de paramètres sont définis par les autorités prudentielles, l'autre dite avancée où les banques sont autorisées à définir elles-mêmes ces paramètres.

Le nouveau cadre réglementaire ne vise pas seulement à affiner le calcul des exigences en capital, mais veut également inciter les banques à améliorer la qualité de leurs procédures de contrôle. À cette fin, le nouvel accord introduit une structure en trois piliers destinés à se renforcer mutuellement. Tandis que le premier pilier correspond à l'imposition d'exigences en capital qui sont davantage fonction des risques effectifs, un deuxième pilier prévoit la prise en compte, par les autorités prudentielles, du profil spécifique de risque de chaque établissement et un troisième pilier vise à stimuler la discipline de marché en imposant une plus grande transparence dans la communication des informations par les établissements de crédit.

La finalisation de l'accord a nécessité d'introduire diverses adaptations au cours des derniers mois. La principale concerne la distinction entre les pertes attendues, qui sont en principe couvertes par des provisions, et les pertes non attendues, qui devraient servir de référence exclusive pour le calcul des exigences de fonds propres. D'autres changements ont porté sur le traitement des opérations de titrisation, des engagements sur cartes de crédit ou, encore, de certaines techniques de réduction des risques de crédit.

L'entrée en vigueur, pour le calcul des exigences en fonds propres, de l'approche standardisée et de l'approche de base s'appuyant sur les modèles de notations internes est programmée pour le 1er janvier 2007, mais le Comité a décidé de reporter la date de mise en application de l'approche la plus avancée au 1er janvier 2008. Le Comité a également annoncé la détermination ou la clarification, avant l'introduction des nouvelles normes, de traitements appropriés pour la prise en compte du double défaut, pour la mise en œuvre de plusieurs éléments liés aux activités de trading et pour l'estimation du paramètre de perte en cas de défaut dans l'approche la plus avancée.

Le Comité a aussi réitéré son objectif de base d'introduire un système qui maintienne inchangé le niveau global des exigences minimales en capital, tout en incitant les banques à adopter les approches basées sur des modèles de notations internes. Ce calibrage global est réalisé par l'introduction d'un facteur de conversion applicable aux exigences couvrant les pertes de crédit. Ce facteur a été temporairement fixé à 1,06, mais sa valeur finale sera adaptée en fonction d'un nouvel exercice de calibrage prenant en compte tous les éléments du nouvel accord.

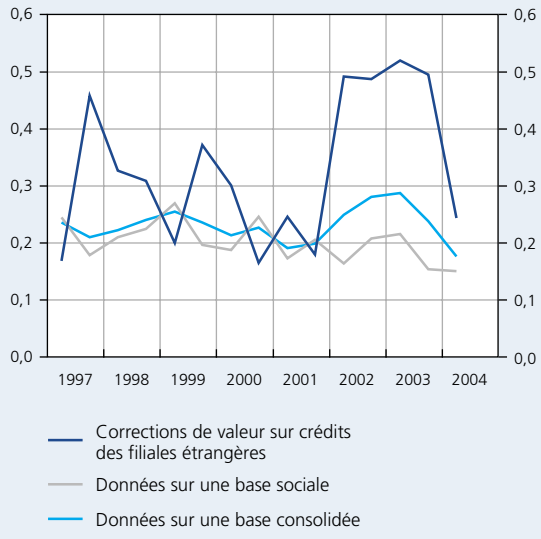
Le Comité a confirmé, en juin 2004, son engagement à promouvoir et développer la coordination entre les différentes autorités de contrôle, afin d'assurer la mise en œuvre effective et efficace des nouvelles normes. De son côté, la Commission européenne a présenté une proposition de directive, amendant la directive sur l'adéquation des fonds propres des entreprises d'investissement et des établissements de crédit, qui vise à transposer le nouvel accord de Bâle en droit européen.

Le nouvel accord a été conçu dans une perspective dynamique de la supervision de la solvabilité, susceptible d'évoluer au fil du temps. Deux domaines dans lesquels le Comité sera amené à approfondir ses travaux peuvent déjà être anticipés. Le premier concerne la définition du capital éligible pour le calcul des exigences, tandis que le second a trait à la modélisation des risques de crédit, en particulier pour prendre en compte les corrélations entre secteurs d'activité ou zones géographiques.

Les réductions de valeur sur une base sociale n'ont, en revanche, enregistré que d'assez faibles variations et ont, au surplus, marqué une certaine tendance à diminuer depuis 2000. Cette évolution est a priori surprenante au cours d'une période où la croissance économique a eu plutôt tendance à se ralentir. Elle est à mettre en relation avec le glissement qui s'est opéré, au sein de la clientèle de résidents, des crédits aux entreprises vers les prêts aux particuliers, lesquels présentent, en moyenne, un profil de risque moins élevé.

GRAPHIQUE 84 CORRECTIONS DE VALEUR NETTES SUR CRÉDITS

(données semestrielles corrigées des variations saisonnières, pourcentages du total des crédits)



Sources : CBFA, BNB.

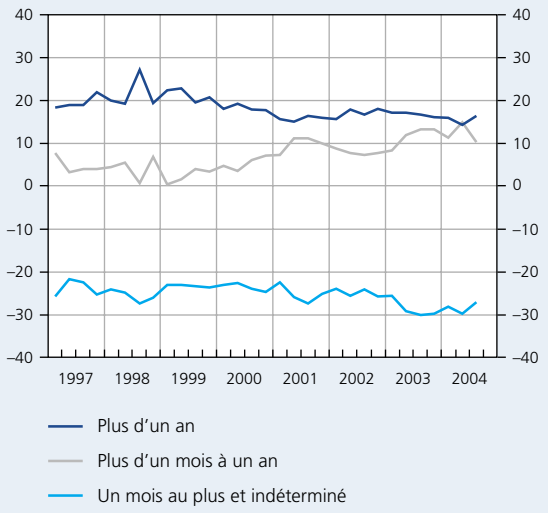
Si les mutations dans la répartition des actifs ont affecté la nature des risques de crédit, les modifications dans la structure des passifs ont surtout exercé leur influence sur la gestion des risques de taux. Comme les banques collectent la majeure partie de leurs ressources à court terme ou à des durées indéterminées, elles sont traditionnellement emprunteuses nettes pour les positions sans échéance fixe ou échéant dans le mois. Le succès des placements en dépôts d'épargne a eu pour résultat que l'importance relative du solde débiteur net pour cette gamme d'échéance s'est accrue durant ces dernières années.

La base au départ de laquelle les banques peuvent procéder à des conversions d'échéances s'est dès lors élargie. On observe toutefois que ces ressources nettes supplémentaires n'ont pas été utilisées pour accroître la part relative des positions longues à plus d'un an qui, au contraire, a régressé entre la fin de 1997 et la fin de septembre 2004, de 21,9 à 16,3 p.c. du total du bilan. La contrepartie a pris la forme de positions créditrices d'une durée d'un mois à un an.

La sensibilité des banques aux inflexions sur le segment à plus long terme de la courbe des rendements s'est donc réduite. Ce résultat découle en partie du développement des formules d'octroi de crédits à taux variables tant pour le financement des entreprises que pour les prêts

GRAPHIQUE 85 POSITIONS NETTES DES BANQUES BELGES PAR GRANDE CATÉGORIE D'ÉCHÉANCES (1)

(données trimestrielles sur une base sociale, pourcentages du total du bilan)



Source : CBFA.
(1) Y compris les positions nettes en produits dérivés.

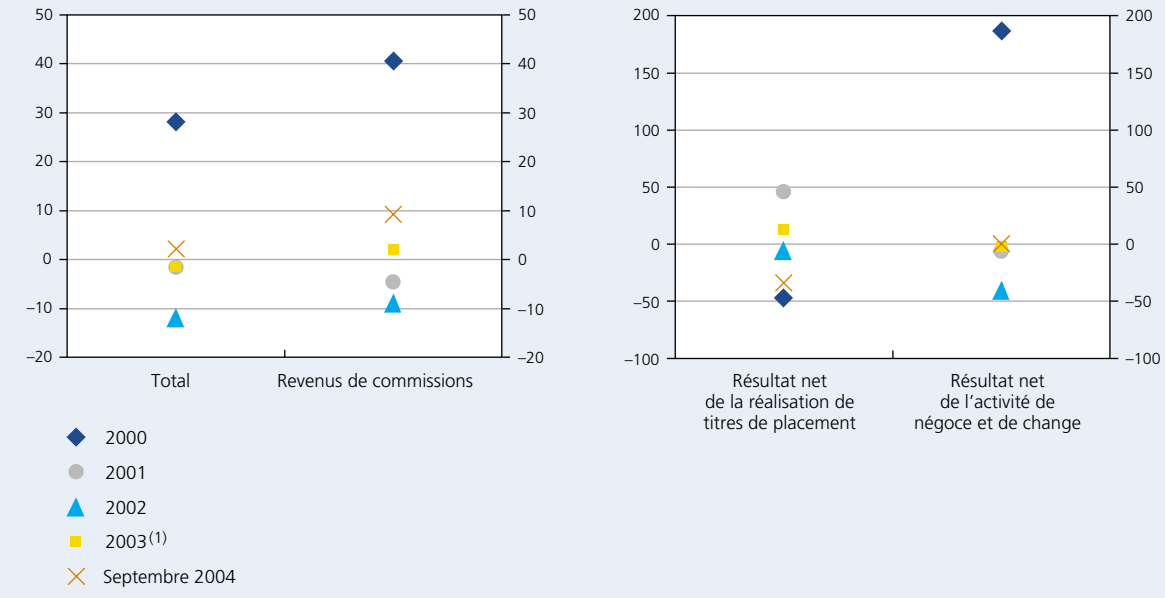
hypothécaires aux ménages. Il s'explique aussi par un usage plus intensif des dérivés de taux d'intérêt pour couvrir les positions à long terme.

Ceci s'inscrit dans le cadre plus large du développement des opérations de marché par les établissements de crédit, soit pour compte propre soit pour celui de la clientèle. Les revenus autres que d'intérêts, perçus sous la forme de commissions ou du résultat des activités de négoce, constituent à présent une portion substantielle du produit bancaire. Cette source de revenus apparaît toutefois fort fluctuante, tant d'une année à l'autre que, pendant une même période, entre institutions.

La gestion de la volatilité des profits et, partant, des fonds propres, constitue une importante préoccupation pour les établissements de crédit. Comme on l'a indiqué ci-avant, le mode actuel de comptabilisation des portefeuilles-titres offre une certaine latitude pour lisser les résultats. Toutefois cette option ne sera bientôt plus disponible, car l'introduction des normes comptables internationales IFRS – commentées plus en détail dans l'encadré 20 – va imposer de valoriser au prix du marché non seulement la quasi-totalité du portefeuille-titres, mais également plusieurs autres rubriques de l'actif, du passif et du hors-bilan.

GRAPHIQUE 86 TAUX DE VARIATION ANNUELLE DU RÉSULTAT HORS INTÉRÊTS DES BANQUES BELGES

(données sur une base consolidée, pourcentages)



Source : CBFA.
(1) Chiffres corrigés de l'influence de la déconsolidation de Dexia BIL du périmètre de consolidation de Dexia Banque Belgique.

Encadré 20 – Introduction des normes IFRS

L'information comptable est essentielle au bon fonctionnement d'une économie de marché. Pour autant qu'elle reflète fidèlement la réalité économique sous-jacente, elle aide à prendre des décisions fondées et à investir de façon plus sûre. Elle permet également aux marchés financiers d'imposer leur discipline et d'envoyer des signaux de prix fiables.

La complexité des instruments financiers s'est considérablement accrue au cours des dernières décennies avec, notamment, le développement des produits dérivés, de la titrisation ou encore des produits de portefeuille structurés. Les normes comptables traditionnelles, qui se basent pour la plupart sur le coût historique, sont de moins en moins adaptées à ce nouvel environnement et aux techniques modernes de gestion des risques. Les positions en produits dérivés sont, en particulier, reprises hors bilan pour leurs montants notionnels, ce qui ne permet pas de mesurer le risque sous-jacent. Le développement des marchés financiers pousse à la mise en œuvre de normes comptables se référant davantage à la valeur de marché des instruments financiers.

Les nouvelles normes comptables internationales IFRS (International Financial Reporting Standards) visent à répondre à cet objectif. Leur application simultanée dans les différents pays offrirait aussi l'avantage d'accroître la comparabilité des informations financières, de faciliter l'accès des entreprises aux marchés internationaux des capitaux et de réduire les coûts des formalités comptables pour les entreprises qui travaillent dans un environnement transfrontalier. La Commission européenne a, dès lors, été tout naturellement amenée à être un des moteurs de l'introduction de normes comptables internationales dans les États membres de l'UE.

Par un règlement du 19 juillet 2002, l'UE a rendu obligatoire, à partir de 2005, l'application des normes IFRS pour les comptes annuels consolidés des entreprises cotées en bourse, ce qui concerne environ 7.000 entreprises de l'UE. La mise en œuvre des nouvelles normes est, en revanche, facultative pour les comptes annuels consolidés des entreprises non cotées. Par voie d'arrêté royal, la Belgique a étendu l'obligation d'utiliser les normes IFRS aux comptes consolidés des banques non cotées dès janvier 2006.

Si le passage aux normes IFRS présente d'incontestables avantages microéconomiques et macroéconomiques, il maintient un système mixte combinant des évaluations sur la base du coût historique et de la valeur de marché. Les normes relatives aux instruments financiers (IAS 32 et 39) ont, en particulier, fait l'objet de critiques du secteur bancaire, car elles amènent à utiliser différentes méthodes d'enregistrement comptable pour des actifs et des passifs qui sont affectés de manière similaire par des changements dans les conditions de marché. Elles sont donc susceptibles de créer une volatilité artificielle des fonds propres et des résultats.

Ces décalages purement comptables, qui ne sont pas liés à la réalité économique, sont toutefois inévitables dans la mesure où le choix d'une méthode d'enregistrement unique n'apparaît guère défendable. Tandis que le coût historique ne convient pas pour les produits dérivés et les titres de négoce, pour lesquels la seule valeur pertinente est le prix du marché, privilégier le critère de la juste valeur (*full fair value*), comme la formulation initiale du standard IAS 39 le prévoyait implicitement, soulève des problèmes conceptuels qui ont été relevés tant par la BCE que par le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire. D'une part, il n'existe pas de référence de marché fiable pour nombre d'actifs et de passifs bancaires, particulièrement sur les marchés financiers d'Europe continentale. D'autre part, dans une situation où la solidité financière d'une institution se réduirait, mesurer des titres du passif à la valeur de marché reviendrait, paradoxalement, à augmenter le niveau des fonds propres de cette institution.

Dans ce contexte, les discussions se focalisent actuellement sur les modes de comptabilisation des techniques de couverture (*hedge accounting*). Ces techniques impliquent d'appareiller les gains et pertes sur un instrument de couverture avec ceux enregistrés sur les rubriques à couvrir. Plusieurs méthodes différentes sont disponibles à cet effet, mais laisser une trop grande latitude de choix aux institutions financières compliquerait la comparabilité entre les états financiers dans la mesure où une même transaction pourrait être enregistrée différemment,

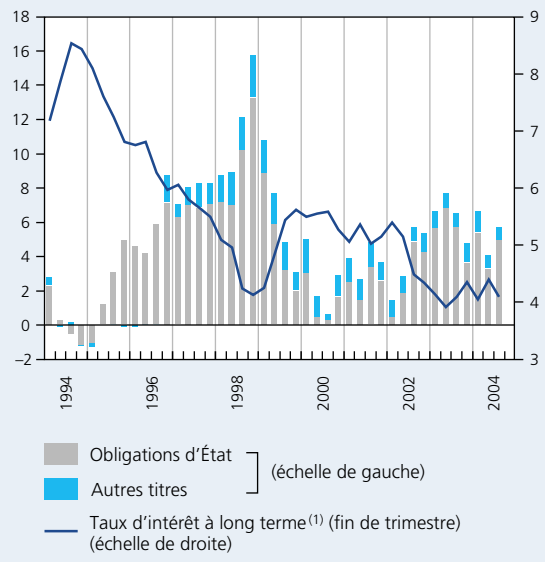
en fonction de la technique de couverture utilisée. À l'inverse, des critères d'application stricts reviendraient, en pratique, à rendre inutilisables des techniques de couverture communément utilisées par nombre d'intermédiaires financiers, en particulier dans le but de gérer les risques sur la base d'un portefeuille de positions, plutôt que position par position.

Comme, à ce jour, les diverses parties prenantes n'ont toujours pas pu s'accorder, il a été décidé de maintenir l'entrée en vigueur des nouvelles normes comptables, mais moyennant l'adaptation du standard IAS 39. La solution provisoire retenue est de permettre l'application de l'option de la juste valeur à l'actif du bilan, tout en ne l'autorisant pas pour les éléments du passif, en particulier les dépôts à durée indéterminée. La CE a invité l'IASB (International Accounting Standards Board), les autorités prudentielles et les banques à résoudre dans les plus brefs délais les controverses relatives à l'IAS 39.

Il est difficile, à ce stade, de déterminer quel sera l'impact exact de la mise en œuvre de ces nouvelles normes sur la situation comptable des banques belges. Une mesure partielle en est fournie par l'évolution des plus-values latentes sur leur portefeuille de placement. Ces gains en capital non réalisés, qui s'élevaient à 5,7 milliards d'euros à la fin de septembre 2004, apparaissent très sensibles à l'évolution des taux d'intérêt à long terme. Les nouvelles règles comptables IFRS auront pour effet que les variations de ces plus-values devront être presque entièrement enregistrées dans les fonds propres des banques.

GRAPHIQUE 87 PLUS-VALUES NON RÉALISÉES SUR LE PORTEFEUILLE DE PLACEMENT

(données trimestrielles sur une base consolidée, milliards d'euros, sauf mention contraire)



Sources : CBFA, BNB.

(1) Taux d'intérêt sur le marché secondaire des obligations de l'État belge d'une durée de dix ans.

8.3 Compagnies d'assurances belges

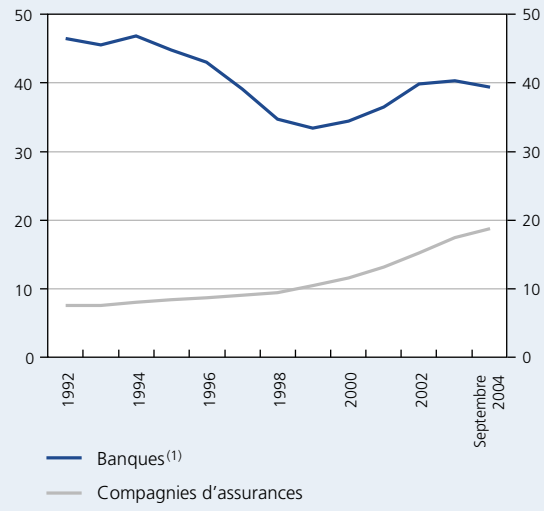
Interactions entre compagnies d'assurances et établissements de crédit

Au cours de ces dernières années, les compagnies d'assurances ont été amenées à jouer un rôle croissant dans les marchés financiers. En Belgique, en particulier, le développement des produits d'assurance-vie a eu pour conséquence que la portion des actifs financiers des particuliers qui est constituée au travers des compagnies d'assurances a plus que doublé depuis 1992. Elle est passée de 8 p.c. en 1992 à 19 p.c. en septembre 2004, alors que la part de marché des établissements de crédit résidents et non résidents est revenue, dans le même temps, de 46 à 39 p.c.

L'importance systémique du secteur des assurances par rapport à celui des banques n'est pas seulement conditionnée par le volume, mais également par la nature des engagements des deux secteurs. Les établissements de crédit collectent l'essentiel de leurs ressources à très court terme, une partie de leurs passifs servant même directement de moyens de paiement. Ils exercent de ce fait un rôle très spécifique dans le système financier et sont soumis à un risque de liquidité auquel les compagnies d'assurances, dont les engagements sont généralement à long terme, ne sont guère confrontées. Toutefois, comme elles affectent la majeure partie de leurs passifs à l'acquisition de titres, les compagnies d'assurances sont devenues des acteurs essentiels sur les marchés des valeurs mobilières et leurs opérations peuvent donc directement affecter la liquidité de ces marchés.

GRAPHIQUE 88 PART DES BANQUES ET DES COMPAGNIES D'ASSURANCES DANS LES ACTIFS FINANCIERS DES PARTICULIERS

(pourcentages)



Source : BNB.
(1) Actifs financiers constitués par les particuliers belges auprès des établissements de crédit résidents et non résidents.

Les interdépendances entre les deux secteurs ne sont pas seulement indirectes, mais s'exercent au travers des grands groupes de bancassurance qui occupent à présent une place prépondérante sur le marché financier belge.

À la fin de 2003, quatre grands groupes de bancassurance dominaient le marché financier en Belgique. Ils détenaient une part de marché de près de 82 p.c. pour les activités bancaires et de quelque 47 p.c. pour l'ensemble des activités d'assurances. Ces groupes sont principalement actifs en assurance-vie, car une diversification dans cette branche offre les plus grandes possibilités de synergie tant au niveau des coûts qu'au niveau des revenus. Cette stratégie répond aussi à la demande des investisseurs, à la recherche de produits financiers offrant des rendements supérieurs et assortis d'échéances plus longues. La part de marché des quatre groupes dans la branche assurance-vie dépassait 54 p.c., contre près de 31 p.c. pour les assurances non-vie.

Ces grands groupes financiers ont aussi adapté leur gestion des risques à la structure de leurs activités. Celle-ci tend désormais à s'effectuer à un niveau agrégé, intégrant les positions du pôle bancaire et du pôle des assurances. La fusion, au 1er janvier 2004, de la Commission bancaire et financière et de l'Office de contrôle des assurances a permis d'adapter la structure d'organisation de la surveillance microprudentielle du système financier belge à ce nouvel environnement.

La constitution de groupes intégrés impose aussi de mettre davantage l'accent sur les risques systémiques, afin de prévenir l'émergence, à un niveau plus global, de situations qui empêcheraient l'ensemble des intermédiaires et marchés financiers de remplir les fonctions essentielles que ceux-ci exercent dans l'allocation des ressources financières. Cette

TABLEAU 43 PART DES PRINCIPAUX GROUPES ACTIFS DANS LA BANQUE ET L'ASSURANCE SUR LE MARCHÉ BELGE À LA FIN DE 2003 (1)

(données sur une base consolidée, pourcentages)

Groupe	Marché de l'assurance	dont :		Marché bancaire
		Marché de l'assurance-vie	Marché de l'assurance non-vie	
Fortis	20,3	23,0	14,6	32,0
Dexia	8,0	9,9	3,8	15,9
KBC	10,3	11,1	8,6	22,0
ING	8,1	10,1	3,8	12,0
Sous-total	46,7	54,1	30,8	81,9
AXA	13,7	12,2	17,1	2,7
Ethias	15,8	17,7	11,9	0,1
Total	76,2	84,0	59,8	84,7

Sources : Assuralia, CBFA, BNB.
(1) Les parts de marché pour les activités d'assurance ont été calculées en pourcentage du total des primes encaissées. En ce qui concerne l'activité bancaire, cette part est définie en pourcentage du total des dépôts constitués par les résidents.

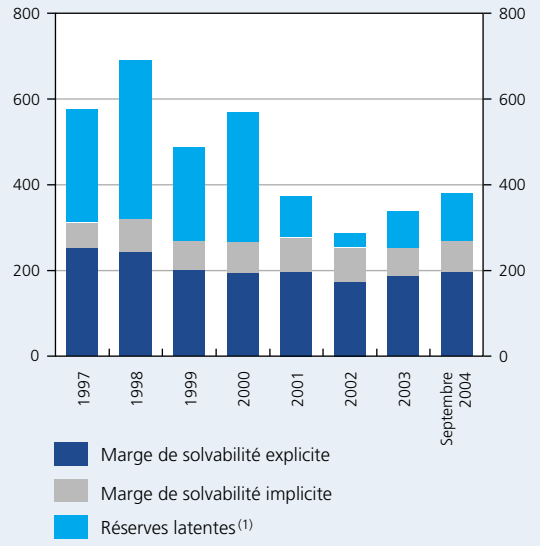
mission à caractère macroprudentiel est tout naturellement devenue un des axes essentiels de l'action des banques centrales. La Banque s'est inscrite dans cette évolution, tant en développant ses analyses et recherches consacrées au thème de la stabilité financière, notamment dans le cadre de la publication de sa *Financial Stability Review*, que sur un plan plus institutionnel, en renforçant les liens avec la CBFA. En 2004, les deux institutions ont, en particulier, mis au point en commun les recommandations visant à renforcer la capacité du système financier belge à faire face, sans interruption prolongée de son fonctionnement, à des événements susceptibles d'affecter la continuité des opérations.

Solvabilité et rentabilité

Exprimée en pourcentage de l'exigence minimale réglementaire, la marge de solvabilité constituée par les compagnies d'assurances est restée relativement constante ces dernières années, aux alentours de 260 p.c. Cette marge comprend une part explicite, composée essentiellement des fonds propres, et une part implicite qui inclut, à la demande de l'entreprise et après approbation par la CBFA, une partie des plus-values non réalisées et non comptabilisées, ainsi qu'une part des bénéfices futurs

GRAPHIQUE 89 MARGE DE SOLVABILITÉ CONSTITUÉE PAR LES COMPAGNIES D'ASSURANCES

(pourcentages de l'exigence réglementaire minimale)

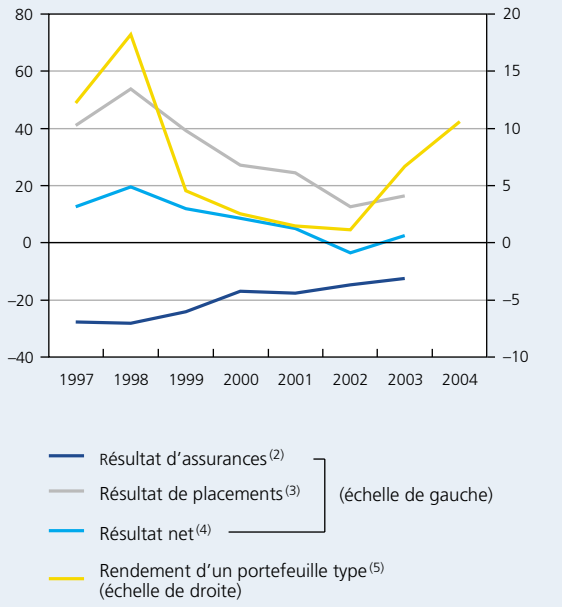


Sources : CBFA, BNB.

(1) Pour de plus amples informations sur les règles comptables relatives aux réserves latentes, voir l'encadré 5 *Rules for the valuation of insurance companies' investments* de la Financial Stability Review 2004 de la BNB, pp. 56-58.

GRAPHIQUE 90 COMPOSITION DES RÉSULTATS DES COMPAGNIES D'ASSURANCES

(pourcentages des primes nettes (1), sauf mention contraire)



Sources : CBFA, BNB.

(1) Soit les primes d'assurance nettes des primes payées pour la réassurance.

(2) Correspond au solde des comptes techniques d'assurances-vie et non-vie, à l'exclusion des résultats de placements et correction faite de la constitution de provisions en raison de variations de la valeur des placements couvrant les contrats de la branche 23.

(3) Comprend l'ensemble des produits nets des placements à l'exception du revenu financier net lié aux variations de la valeur des placements couvrant les contrats de la branche 23.

(4) Comprend, outre les résultats d'assurances et de placements, le solde des autres opérations résiduaires.

(5) Rendement, en pourcentage de l'encours, d'un portefeuille fictif de structure comparable à celui des compagnies d'assurances belges.

issus des activités d'assurance-vie. Les pertes subies par le secteur en 2002 avaient conduit à une détérioration de la marge de solvabilité des compagnies d'assurances, la marge explicite revenant de 197 à 173 p.c. des exigences minimales, tandis que la marge implicite demeurait stable. La composition de la marge s'est ensuite améliorée : la marge explicite est remontée à 186 p.c. à la fin 2003 et à 195 p.c. à la fin du mois de septembre 2004 alors que, dans le même temps, la marge implicite diminuait, principalement à la suite de la baisse des bénéfices prévus dans le cadre des activités d'assurance-vie, due au faible niveau des taux d'intérêt.

La baisse des cours des actions s'est principalement marquée sur l'encours des réserves latentes, qui comprennent la partie des plus-values non réalisées ne figurant ni au bilan ni dans la marge implicite. À la suite de la diminution de la valeur de marché des placements en bourse des compagnies d'assurances, ces réserves ont reculé

de 304 p.c. de la marge de solvabilité exigée en 2000 à 33 p.c. seulement en 2002. La reprise sur les marchés boursiers en 2003 et 2004 s'est traduite par une nouvelle augmentation de ces réserves latentes, qui sont remontées à 86 p.c. à la fin de 2003 et à 112 p.c. à la fin du mois de septembre 2004.

À l'instar de la solvabilité, la rentabilité des compagnies d'assurances s'est redressée en 2003 et 2004. Après quatre années de baisse, le résultat des placements a ainsi augmenté en 2003, passant de 12,5 à 16,4 p.c. des primes nettes. Comme, par ailleurs, l'amélioration des résultats d'assurances s'est poursuivie, avec un redressement de –14,6 à –12,5 p.c. des primes nettes grâce à une meilleure fixation des prix par rapport aux risques encourus, le résultat net global des entreprises est redevenu positif en 2003. Cette progression devrait se prolonger en 2004, soutenue par une nouvelle croissance du résultat financier, ainsi que le suggère l'augmentation estimée du rendement d'un portefeuille type, de composition semblable à celle du secteur belge de l'assurance. Le rendement calculé sur la base d'un portefeuille représentatif ne constitue toutefois qu'un indicateur sommaire de l'évolution du résultat de placement des compagnies d'assurances. De fait, il incorpore l'ensemble des plus-values en capital, alors que les règles comptables imposent de n'enregistrer, dans les résultats des placements, que les plus-values qui sont effectivement réalisées. Comme cela avait déjà été le cas en 2003, le rendement comptabilisé des placements devrait donc rester inférieur au rendement du portefeuille type en 2004.

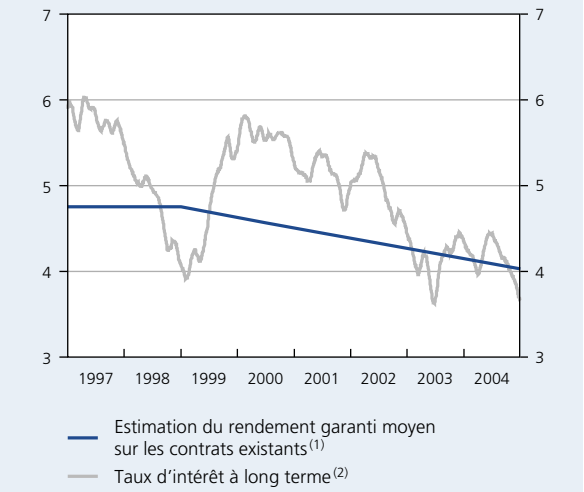
Sensibilité des compagnies d'assurances aux taux d'intérêt

La baisse tendancielle des taux d'intérêt depuis le début des années nonante a permis aux compagnies d'assurances d'engranger de larges plus-values sur leurs importants portefeuilles d'obligations. Le taux d'intérêt sur le marché secondaire des obligations publiques belges d'une durée de dix ans, qui était déjà tombé sous le seuil des 4 p.c. en 1999, a oscillé, depuis le début de 2003, entre 3,5 et 4,5 p.c.

Le faible niveau des taux d'intérêt à long terme a toutefois compliqué la gestion des contrats d'assurance-vie à rendement garanti (branche 21). En effet, les assureurs belges garantissaient, jusqu'il y a peu, des rendements équivalents au niveau du maximum légal, à savoir 4,75 p.c. pour toute la durée des contrats conclus avant 1999 et 3,75 p.c. pour celle des contrats ultérieurs. Si l'évolution du marché a incité les compagnies d'assurances, au cours des deux dernières années, à ramener le rendement garanti à des taux oscillant autour de 3 p.c., le rendement garanti moyen de tous les contrats de la branche 21 était estimé à environ 4 p.c. à la fin de 2004, un niveau supérieur au taux d'intérêt à long terme du marché.

GRAPHIQUE 91 RENDEMENT GARANTI MOYEN SUR LES CONTRATS D'ASSURANCE-VIE DE LA BRANCHE 21 ET TAUX D'INTÉRÊT À LONG TERME

(pourcentages)



Sources : CBFA, BNB.

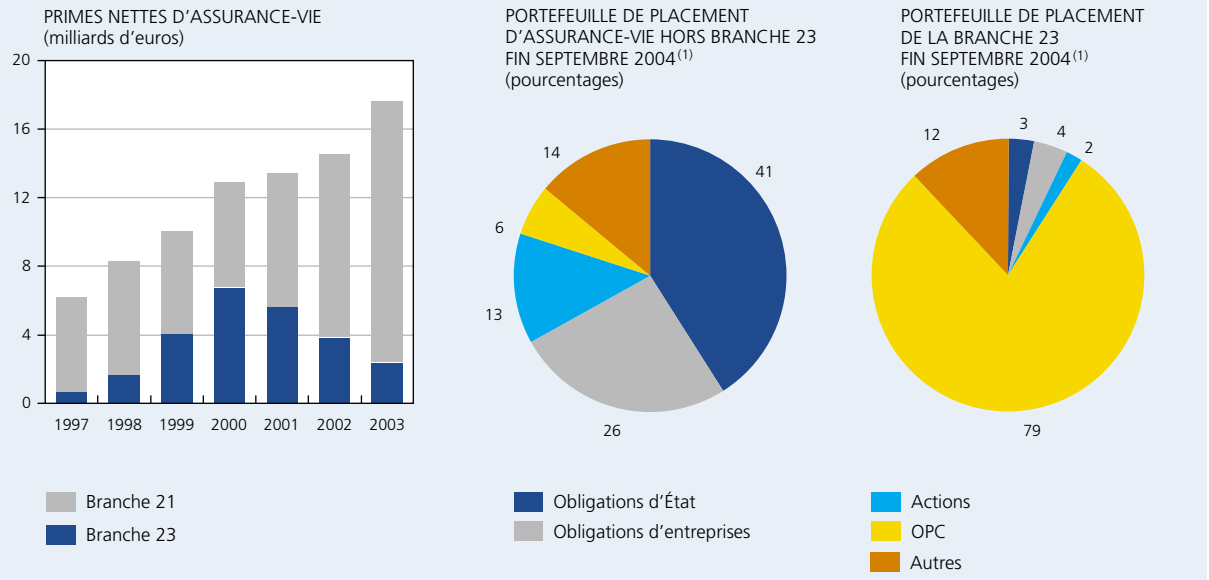
(1) Pour le calcul du rendement garanti, on a estimé qu'en 1999, tous les contrats bénéficiaient d'un rendement garanti de 4,75 p.c., et qu'à la fin de l'année 2003, 45 p.c. des contrats en cours étaient encore assortis d'un rendement garanti de 4,75 p.c., 40 p.c. d'un rendement de 3,75 p.c. et 15 p.c. d'un rendement de 3 p.c. Les valeurs relatives à la période intermédiaire et à la période postérieure ont fait l'objet d'une interpolation linéaire.

(2) Taux d'intérêt sur le marché secondaire des obligations de l'État belge d'une durée de dix ans ; données journalières en moyennes mobiles sur un mois.

Les compagnies d'assurances peuvent encore couvrir les rendements garantis grâce aux obligations acquises jusqu'en 1998, ou entre 2000 et 2002, lorsque les taux d'intérêt à long terme étaient sensiblement supérieurs à ces rendements. Si les taux d'intérêt à long terme devaient se maintenir aux niveaux de l'année sous revue, les risques encourus par les compagnies d'assurances pourraient assez rapidement se matérialiser, au fur et à mesure de l'arrivée à échéance des obligations en portefeuille.

En prévision de cette éventualité, les compagnies d'assurances ont pris diverses mesures. Elles ont d'abord accru la part des obligations du secteur privé dans leur portefeuille. Elles ont de la sorte cherché à compenser la baisse des taux en endossant un risque de crédit qui leur permettait de bénéficier du différentiel d'intérêt entre les titres privés et les obligations publiques.

GRAPHIQUE 92 PRIMES NETTES ET PORTEFEUILLES DE PLACEMENT DES BRANCHES 21 ET 23



Sources : CBFA, BNB.
(1) Sur la base des valeurs représentatives.

Les compagnies d'assurances ont également proposé des produits alternatifs, les contrats dits de la branche 23. Dans ces contrats, le revenu et le risque des placements sont supportés intégralement par l'assuré, ce qui se reflète dans la composition du portefeuille de placement de la branche 23. Alors que les portefeuilles couvrant les contrats dont le risque d'investissement est endossé par les compagnies d'assurances se composaient pour 67 p.c. d'obligations à la fin de septembre de 2004, contre 13 et 6 p.c., respectivement, pour les actions et les parts d'OPC, ces dernières et, en particulier, les OPC investies en actions, entrent pour une part prépondérante, dans les portefeuilles associés aux contrats de la branche 23.

Le succès respectif des produits des branches 21 et 23 est toutefois essentiellement déterminé par la demande des investisseurs. Si les souscriptions aux contrats de la branche 23 s'étaient fortement accrues vers la fin des années nonante, sous l'effet de la forte progression des marchés boursiers, le mouvement s'est inversé à la suite de la baisse des cours des actions, amenant les investisseurs à de nouveau privilégier les contrats d'assurance-vie assortis d'un rendement garanti. Alors que les primes versées dans le cadre de contrats de la branche 23 avaient représenté plus de la moitié de l'ensemble des primes d'assurance-vie en 2000 (6,8 milliards d'euros), cette part était redescendue à 14 p.c. en 2003 (2,4 milliards d'euros). Au cours des derniers mois de l'année sous revue, l'intérêt des investisseurs pour les produits de la branche 23 s'est toutefois à nouveau accru, en particulier dans le cadre de contrats offrant une garantie du capital.

Une troisième mesure adoptée par la plupart des compagnies d'assurances a consisté à apporter des modifications structurelles aux contrats de la branche 21. Ainsi, le taux d'intérêt garanti est désormais déterminé généralement au moment du versement de chacune des primes et peut donc être adapté en fonction des conditions du marché, alors qu'auparavant le taux fixé lors de l'entrée en vigueur du contrat s'appliquait à toutes les primes ultérieures. Dans plusieurs cas, les compagnies d'assurances se sont aussi réservé la possibilité d'adapter, en fonction des évolutions du marché, le rendement garanti relatif aux primes déjà versées. Par ailleurs, le rendement garanti relatif aux nouveaux contrats est généralement inférieur au rendement moyen pour l'ensemble des contrats actuels. Enfin, un grand nombre de nouveaux contrats sont assortis d'échéances plus courtes, ce qui permet une meilleure concordance entre la durée des passifs et des actifs.

Annexes statistiques

TABLEAU I RÉSUMÉ DES ÉVOLUTIONS MACROÉCONOMIQUES DANS QUELQUES PAYS DE LA ZONE EURO

	Belgique		Allemagne		France		Italie		Espagne		Pays-Bas		Autriche	
	2003	2004 e	2003	2004	2003	2004	2003	2004	2003	2004	2003	2004	2003	2004
Dépenses à prix constants [1]						*(contribution à la variation du PIB, pourcentages)*								
Dépenses de consommation finale des particuliers	1,2	1,2	0,0	–0,4	0,9	1,3	0,8	0,8	1,7	1,9	–0,5	0,0	0,4	0,8
Dépenses des administrations publiques	0,6	0,8	–0,2	–0,1	0,8	0,6	0,5	0,2	0,7	0,8	0,4	0,1	0,1	0,0
Formation brute de capital fixe du secteur privé	–0,1	0,3	–0,2	–0,3	–0,2	0,6	–0,5	0,7	0,8	0,7	–0,6	0,1	1,3	0,4
dont :														
Formation brute de capital fixe non résidentiel	–0,3	0,2	–0,1	–0,1	–0,2	0,5	–0,6	0,5	0,5	0,5	–0,4	0,0	1,5	0,4
Total des dépenses intérieures	1,6	3,0	0,5	0,3	1,4	3,2	1,3	1,2	3,3	3,5	–0,5	0,3	1,9	1,0
Exportations	1,5	5,2	0,7	3,0	–0,8	1,0	–1,1	1,2	0,8	1,6	0,0	4,4	0,7	4,0
Importations	–1,7	–5,5	–1,3	–2,1	–0,1	–2,1	0,2	–1,2	–1,6	–2,5	–0,4	–3,4	–2,2	–3,4
p.m. Exportations nettes	*–0,3*	*–0,3*	*–0,6*	*0,9*	*–0,8*	*–1,2*	*–0,9*	*0,1*	*–0,8*	*–0,9*	*–0,4*	*1,1*	*–1,5*	*0,7*
						(pourcentages de variation par rapport à l'année précédente)								
PIB	1,3	2,7	–0,1	1,2	0,5	2,1	0,4	1,3	2,5	2,6	–0,9	1,2	0,8	1,8
Inflation						*(pourcentages de variation par rapport à l'année précédente)*								
Indice des prix à la consommation harmonisé	1,5	1,9	1,0	1,8	2,2	2,3	2,8	2,3	3,1	3,1	2,2	1,4	1,3	2,0
Chômage [2]						*(pourcentages de la population active)*								
Nombre de chômeurs (données CE)	8,0	7,8	9,6	9,8	9,5	9,6	8,6	8,2	11,3	10,8	3,8	4,6	4,3	4,5
Finances publiques							*(pourcentages du PIB)*							
Solde de financement des administrations publiques [3]	0,4 [4]	0,0	–3,8	–3,9	–4,1	–3,7	–2,4	–3,0	0,4	–0,6	–3,2	–2,9	–1,1	–1,3
Balance des paiements							*(pourcentages du PIB)*							
Solde des opérations courantes	4,4	3,4	2,3	3,3	0,4	0,2	–1,4	–0,5	–2,8	–4,2	2,9	4,2	–0,4	–0,1

Sources : CE, OCDE, ICN, BNB.

(1) Données corrigées des effets de calendrier.

(2) Moyenne de douze mois pour 2004, sauf l'Italie (six mois) et les Pays-Bas (onze mois).

(3) Suivant le concept de la procédure concernant les déficits publics excessifs (EDP). Le résultat n'est pas identique à celui obtenu en suivant le concept du SEC 95 en raison du traitement différent réservé aux paiements d'intérêts résultant des accords de *swap* et des accords de garantie de taux.

(4) Y compris le transfert en capital équivalent à 1,9 p.c. du PIB effectué par Belgacom en contrepartie de la reprise, par les administrations publiques, de ses engagements en matière de retraite.

TABLEAU II PIB ET PRINCIPALES CATÉGORIES DE DÉPENSES, AUX PRIX DE 2000

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

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004 e
Dépenses de consommation finale des particuliers	2,2	3,1	2,3	3,4	0,7	0,3	2,2	2,1
Logements	10,4	0,2	5,7	1,0	–3,4	–3,3	2,6	1,5
Formation brute de capital fixe des entreprises	8,5	5,2	2,3	4,4	3,6	–3,8	–1,9	1,5
Dépenses des administrations publiques	0,4	1,0	4,7	2,3	1,5	2,1	2,6	3,3
Dépenses de consommation finale	0,4	1,1	3,5	2,3	2,7	2,3	2,7	3,4
Formation brute de capital fixe	1,1	–0,6	20,2	1,9	–11,4	–0,6	1,0	0,8
p.m. Formation brute de capital fixe totale (1)	*8,3*	*3,5*	*4,5*	*3,4*	*0,6*	*–3,4*	*–0,6*	*1,5*
Variation des stocks (2)	–0,2	0,5	–0,5	0,5	–0,9	0,7	–0,1	0,8
Total des dépenses intérieures	2,8	3,2	2,5	3,6	0,2	0,6	1,6	3,1
Exportations de biens et services	6,2	5,7	5,3	8,2	1,8	1,3	1,7	6,0
Total des dépenses finales	4,3	4,3	3,7	5,7	0,9	1,0	1,6	4,4
Importations de biens et services	5,0	7,3	4,5	8,3	1,0	1,0	2,1	6,5
p.m. Exportations nettes de biens et services (2)	*1,1*	*–1,0*	*0,8*	*0,2*	*0,6*	*0,3*	*–0,3*	*–0,3*
PIB	3,8	2,1	3,2	3,7	0,9	0,9	1,3	2,7

Sources : ICN, BNB.

(1) Logements, formation brute de capital fixe des entreprises et formation brute de capital fixe des administrations publiques.

(2) Contribution à la variation du PIB.

TABLEAU III RNB ET PRINCIPALES CATÉGORIES DE DÉPENSES, AUX PRIX DE 2000

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

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004 e
Dépenses de consommation finale des particuliers	2,0	3,1	2,3	3,5	0,6	0,3	2,2	2,3
Logements	10,5	0,1	5,7	1,0	–3,4	–3,3	2,7	1,4
Formation brute de capital fixe des entreprises	6,7	4,9	2,1	6,0	3,1	–4,1	–2,3	2,4
Dépenses des administrations publiques	0,3	0,9	4,8	2,3	1,6	2,1	2,6	3,2
Dépenses de consommation finale	0,2	1,1	3,6	2,3	2,8	2,3	2,7	3,3
Formation brute de capital fixe	1,1	–0,6	20,3	1,9	–11,4	–0,6	1,0	1,2
p.m. Formation brute de capital fixe totale (1)	*7,1*	*3,3*	*4,4*	*4,4*	*0,3*	*–3,7*	*–0,9*	*2,0*
Variation des stocks (2)	0,1	0,2	–0,5	0,3	–0,6	0,6	0,1	0,3
Total des dépenses intérieures	2,7	2,9	2,5	3,8	0,4	0,5	1,7	2,8
Exportations de biens et services	5,9	6,0	5,1	8,4	1,3	1,5	1,7	6,8
Total des dépenses finales	4,1	4,3	3,6	5,9	0,8	1,0	1,7	4,7
Importations de biens et services	5,1	7,3	4,2	8,5	1,0	1,0	2,3	6,8
p.m. Exportations nettes de biens et services (2)	*0,8*	*–0,8*	*0,8*	*0,2*	*0,3*	*0,4*	*–0,4*	*0,2*
PIB	3,5	2,0	3,2	3,9	0,7	0,9	1,3	2,9
Excédent ou déficit (–) commercial résultant de la variation des termes de l'échange (3)	–0,4	0,9	–0,5	–1,7	0,1	0,8	–0,1	–0,7
Solde des revenus primaires reçus du reste du monde (3)	0,0	0,2	0,0	–0,1	–0,1	0,6	–0,5	–0,4
RNB	3,0	3,0	2,6	1,9	0,7	2,3	0,6	1,7

Sources : ICN, BNB.

(1) Logements, formation brute de capital fixe des entreprises et formation brute de capital fixe des administrations publiques.

(2) Contribution à la variation du PIB.

(3) Contribution à la variation du RNB.

TABLEAU IV DÉFLATEURS DU RNB ET DES PRINCIPALES CATÉGORIES DE DÉPENSES

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

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004 e
Dépenses de consommation finale des particuliers	1,8	0,9	1,2	2,3	2,5	1,7	1,8	2,2
Logements	0,7	1,7	0,9	2,7	4,0	4,4	1,2	1,6
Formation brute de capital fixe des entreprises	0,6	1,3	2,1	1,8	–0,5	–2,3	0,9	1,8
Dépenses des administrations publiques	2,2	2,2	1,5	2,5	2,3	3,2	2,3	2,1
Dépenses de consommation finale	2,4	2,2	1,5	2,3	2,4	3,3	2,5	2,2
Formation brute de capital fixe	0,1	1,9	1,2	4,2	0,8	1,5	–0,6	1,2
p.m. Formation brute de capital fixe totale (1)	*0,6*	*1,4*	*1,7*	*2,2*	*0,6*	*–0,4*	*0,9*	*1,7*
Total des dépenses intérieures (2)	1,7	1,3	1,4	2,3	2,0	1,7	1,8	2,1
Exportations de biens et services	4,8	–1,3	0,0	9,6	1,4	–1,1	–1,2	2,2
Total des dépenses finales (2)	3,0	0,1	0,8	5,5	1,7	0,3	0,4	2,1
Importations de biens et services	5,5	–2,2	0,7	12,0	1,3	–2,1	–1,0	3,1
p.m. Termes de l'échange	*–0,7*	*1,0*	*–0,7*	*–2,2*	*0,1*	*0,9*	*–0,2*	*–0,9*
PIB	1,4	1,7	1,4	1,3	1,8	1,8	1,9	2,2
RNB	1,9	0,8	1,9	3,0	1,7	1,0	2,1	2,9

Sources : ICN, BNB.

(1) Logements, formation brute de capital fixe des entreprises et formation brute de capital fixe des administrations publiques.

(2) À l'exclusion des variations de stocks.

TABLEAU V RNB ET PRINCIPALES CATÉGORIES DE DÉPENSES, À PRIX COURANTS

(millions d'euros)

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004 e
Dépenses de consommation finale des particuliers	117.534	122.347	126.683	134.194	138.358	141.174	146.779	153.489
Logements	11.009	11.202	11.949	12.400	12.464	12.578	13.071	13.456
Formation brute de capital fixe des entreprises	29.724	31.592	32.919	35.513	36.419	34.095	33.628	35.034
Dépenses des administrations publiques	49.630	51.180	54.436	57.059	59.297	62.487	65.597	69.122
Dépenses de consommation finale	46.025	47.529	49.995	52.347	55.090	58.244	61.336	64.755
Formation brute de capital fixe	3.605	3.650	4.441	4.713	4.207	4.243	4.261	4.367
p.m. Formation brute de capital fixe totale (1)	*44.338*	*46.444*	*49.308*	*52.626*	*53.091*	*50.915*	*50.960*	*52.857*
Variation des stocks	–312	–694	–521	1.158	–1.098	–813	271	3.210
Total des dépenses intérieures	207.585	215.627	225.465	240.325	245.441	249.520	259.346	274.312
Exportations de biens et services	162.241	169.816	178.453	211.999	217.879	218.522	219.701	239.829
Total des dépenses finales	369.826	385.443	403.918	452.323	463.319	468.042	479.047	514.141
Importations de biens et services	152.680	160.212	168.235	204.399	209.166	206.918	209.501	230.669
p.m. Exportations nettes de biens et services	*9.561*	*9.604*	*10.218*	*7.600*	*8.713*	*11.603*	*10.200*	*9.160*
PIB	217.146	225.231	235.683	247.924	254.153	261.124	269.546	283.472
Solde des revenus primaires reçus du reste du monde	4.297	4.804	4.858	4.668	4.547	6.242	5.114	4.044
RNB	221.442	230.035	240.541	252.593	258.700	267.366	274.660	287.516

Sources : ICN, BNB.

(1) Logements, formation brute de capital fixe des entreprises et formation brute de capital fixe des administrations publiques.

TABLEAU VI VALEUR AJOUTÉE DES DIFFÉRENTES BRANCHES D'ACTIVITÉ, AUX PRIX DE 2000

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

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	*p.m. Pourcentages du PIB de 2003*
Agriculture, chasse, sylviculture et pêche	2,9	3,4	5,1	1,0	–11,3	12,7	–3,2	*1,2*
Industrie	6,6	0,7	1,2	5,0	–0,3	–0,2	–0,3	*19,6*
Industrie extractive	9,4	–11,1	–4,5	12,3	–19,4	–1,9	–5,6	*0,1*
Électricité, gaz, eau	7,7	–4,6	10,9	6,1	–1,4	–2,7	–8,1	*2,1*
Industrie manufacturière	6,5	1,5	0,0	4,8	0,0	0,1	0,8	*17,5*
dont :								
Minéraux non métalliques	4,6	–8,1	6,8	–1,3	–2,4	0,7	–2,3	*0,9*
Fer, acier et métaux non ferreux	9,4	1,1	4,5	7,1	0,1	3,2	3,2	*2,7*
Fabrications métalliques	8,2	5,1	–0,4	13,7	–4,3	–0,3	–8,9	*3,6*
Papier, impression, édition	5,7	–0,6	7,0	–0,5	–3,4	–1,1	9,4	*1,4*
Chimie et caoutchouc	12,2	–1,3	3,7	6,3	1,9	3,0	3,1	*4,2*
Textiles, vêtements et chaussures	11,8	5,1	–7,4	–10,7	0,2	–1,8	–9,5	*0,8*
Denrées alimentaires, boissons, tabac	–4,0	4,5	–1,5	–1,6	10,4	–3,9	9,3	*2,5*
Construction	4,3	–1,8	3,5	7,7	1,2	–1,5	–0,4	*4,4*
Services marchands	2,9	2,7	3,1	2,8	1,8	1,5	2,0	*54,1*
Commerce et réparations	1,4	1,1	1,3	0,5	1,8	6,1	0,3	*11,1*
Services financiers	9,9	1,3	0,7	–7,4	–7,8	4,6	–2,1	*5,1*
Immobilier, location et services aux entreprises	4,0	4,1	3,6	5,3	4,2	–1,0	4,3	*21,3*
Transports et communications	–1,4	6,3	4,9	6,3	4,7	0,0	3,8	*6,6*
Santé et action sociale	0,5	–1,4	8,0	4,6	2,6	2,4	3,1	*6,3*
Horeca et services divers aux ménages	1,2	3,5	–0,1	4,1	–3,0	–1,0	–4,4	*3,7*
Services non marchands	0,2	1,1	2,2	1,7	1,4	0,7	1,6	*13,3*
Valeur ajoutée des branches, aux prix de base	3,4	1,8	2,6	3,3	1,1	1,0	1,3	
SIFIM et impôts nets des subsides sur les produits (1)	0,3	0,3	0,8	0,8	–0,3	0,0	0,1	
PIB	3,5	2,0	3,2	3,9	0,7	0,9	1,3	*100,0*

Source : ICN.

(1) Contribution à la variation du PIB.

TABLEAU VII MARCHÉ DU TRAVAIL

(moyennes annuelles, milliers de personnes)

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004 e
Population en âge de travailler (1)	6.706	6.709	6.715	6.724	6.743	6.774	6.805	6.828
Population active	4.504	4.547	4.568	4.613	4.668	4.677	4.727	4.797
Emploi national	3.934	4.006	4.060	4.138	4.198	4.186	4.189	4.220
Travailleurs frontaliers (solde)	48	49	49	50	50	50	50	51
Emploi intérieur	3.886	3.956	4.011	4.088	4.148	4.136	4.138	4.169
Travailleurs indépendants	702	697	693	688	683	679	677	681
Travailleurs salariés	3.184	3.259	3.319	3.400	3.466	3.457	3.462	3.488
Secteur privé	2.471	2.534	2.578	2.653	2.715	2.690	2.685	2.702
Secteur public	713	725	740	747	751	767	777	786
Chômage (2)	570	541	508	474	470	491	538	577

Sources : ICN, INS, ONEM, BNB.

(1) Personnes âgées de 15 à 64 ans.

(2) Demandeurs d'emploi inoccupés, comprenant les chômeurs complets indemnisés à l'exclusion des chômeurs âgés non demandeurs d'emploi, ainsi que les autres demandeurs d'emploi inscrits obligatoirement ou librement.

TABLEAU VIII TAUX DE CHÔMAGE

(pourcentages de la population active âgée de 15 à 64 ans correspondante [1], moyennes annuelles)

	1999	2000	2001	2002	2003	Deuxiéme trimestre 2003	Deuxiéme trimestre 2004
Total	8,6	7,0	6,6	7,6	8,2	7,8	7,4
Selon le sexe							
Femmes	10,4	8,7	7,5	8,7	8,9	8,1	8,3
Hommes	7,2	5,8	6,0	6,7	7,7	7,5	6,7
Selon l'âge							
De 15 à 24 ans	21,1	17,4	16,9	17,7	21,7	19,0	17,5
De 25 à 49 ans	7,6	6,4	6,0	6,9	7,4	7,4	7,0
50 ans et plus	5,4	3,7	3,3	4,3	3,9	3,2	3,8
Selon la région							
Bruxelles	15,9	14,0	13,0	14,7	15,7	15,0	n.
Flandre	5,4	4,3	4,0	4,9	5,7	5,3	n.
Wallonie	12,7	10,3	10,0	10,6	10,9	10,5	n.
Selon le niveau d'éducation							
Secondaire inférieur ou moins	13,6	11,1	10,0	11,7	12,4	11,7	12,1
Secondaire supérieur	8,0	6,8	6,7	7,3	8,4	8,0	7,4
Supérieur	3,8	3,3	3,5	4,1	4,4	3,8	3,7

Sources : CE, INS.

(1) Ces taux de chômage sont calculés sur la base des données harmonisées en provenance de l'enquête sur les forces de travail.

TABLEAU IX INDICE DES PRIX À LA CONSOMMATION HARMONISÉ POUR LA BELGIQUE

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

	Total	Produits énergétiques	Produits alimentaires non transformés [1]	Tendance sous-jacente de l'inflation [2]	Produits alimentaires transformés	Biens industriels non énergétiques	Services	*p.m. Indice des prix à la consommation national*	*p.m. Indice-santé* [3]
1997	1,5	3,1	2,7	1,1	2,3	0,1	1,7	*1,6*	*1,3*
1998	0,9	–3,6	2,2	1,4	1,4	0,7	2,1	*1,0*	*1,3*
1999	1,1	2,0	0,0	1,1	0,6	0,8	1,8	*1,1*	*0,9*
2000	2,7	16,3	0,2	1,1	1,3	0,0	2,3	*2,5*	*1,9*
2001	2,4	1,4	6,9	2,1	2,2	2,0	2,1	*2,5*	*2,7*
2002	1,6	–3,6	3,2	2,1	1,5	1,7	2,6	*1,6*	*1,8*
2003	1,5	0,2	1,7	1,7	2,8	1,0	1,9	*1,6*	*1,5*
2004	1,9	6,6	0,9	1,4	2,2	0,3	2,1	*2,1*	*1,6*
2004 Janvier	1,4	–1,5	2,9	1,7	2,2	0,7	2,3	*1,6*	*1,6*
Février	1,2	–4,4	1,4	1,8	2,4	0,8	2,4	*1,3*	*1,3*
Mars	1,0	–4,2	1,2	1,6	2,5	0,7	2,1	*1,1*	*1,1*
Avril	1,7	3,5	1,9	1,4	2,4	0,7	1,9	*1,9*	*1,6*
Mai	2,4	10,1	2,8	1,5	2,3	0,4	2,2	*2,6*	*1,9*
Juin	2,0	8,6	1,4	1,3	2,0	0,4	1,9	*2,3*	*1,6*
Juillet	2,1	9,5	0,7	1,4	2,3	0,0	2,3	*2,4*	*1,7*
Août	2,0	10,0	–0,8	1,4	2,2	0,4	2,1	*2,3*	*1,6*
Septembre	1,8	10,4	–3,1	1,3	2,1	0,1	2,3	*2,0*	*1,4*
Octobre	2,7	16,0	0,0	1,3	1,9	0,0	2,2	*2,9*	*2,1*
Novembre	2,3	12,7	1,0	1,2	2,0	0,1	1,9	*2,5*	*1,9*
Décembre	1,9	10,2	1,8	1,1	2,1	0,0	1,7	*2,3*	*1,7*

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

(1) Fruits, légumes, viande et poisson.

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

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

TABLEAU X REVENUS DES DIFFÉRENTS SECTEURS, À PRIX COURANTS (1)

(millions d'euros)

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004 e
Particuliers								
Revenu primaire brut	170.647	176.324	182.988	191.929	201.998	206.714	210.267	215.789
Salaires et traitements (2)	114.237	118.119	124.260	129.789	137.188	141.942	145.700	150.785
Revenus de la propriété mobilière (3)	20.583	21.800	21.296	23.411	25.107	24.950	23.639	22.719
Revenu mixte brut	25.255	25.496	26.074	26.883	27.508	27.468	28.170	29.164
Excédent brut d'exploitation	10.573	10.909	11.357	11.845	12.196	12.354	12.758	13.120
Transferts courants (3)	–30.361	–32.310	–33.865	–36.275	–38.241	–39.977	–38.702	–39.243
Transferts reçus	49.385	50.622	51.343	52.691	55.616	58.221	60.356	62.423
Transferts versés (–)	–79.746	–82.932	–85.209	–88.966	–93.857	–98.198	–99.059	–101.666
Revenu disponible brut	140.286	144.014	149.123	155.653	163.757	166.737	171.565	176.545
p.m. À prix constants (4)	*146.710*	*149.210*	*152.599*	*155.653*	*159.832*	*159.954*	*161.721*	*162.829*
(pourcentages de variation par rapport à l'année précédente)	*(0,8)*	*(1,7)*	*(2,3)*	*(2,0)*	*(2,7)*	*(0,1)*	*(1,1)*	*(0,7)*
Sociétés								
Revenu primaire brut	37.333	39.251	40.622	42.429	38.577	40.044	42.300	46.499
Excédent brut d'exploitation (5)	39.757	42.525	44.048	47.921	46.293	47.078	49.903	54.344
Revenus de la propriété mobilière (3)	–2.424	–3.274	–3.426	–5.493	–7.716	–7.034	–7.603	–7.845
Transferts courants (3)	–5.330	–7.109	–6.782	–7.110	–6.795	–5.861	–5.975	–7.371
Revenu disponible brut	32.004	32.142	33.840	35.319	31.782	34.183	36.325	39.128
Administrations publiques								
Revenu primaire brut	13.462	14.460	16.931	18.235	18.124	20.608	22.092	25.229
Transferts courants (3)	33.661	37.051	38.188	40.983	43.109	43.132	41.334	43.049
Revenu disponible brut	47.123	51.511	55.120	59.218	61.233	63.740	63.426	68.278
Reste du monde								
Revenu disponible brut	2.030	2.369	2.459	2.402	1.928	2.706	3.344	3.565
RNB	221.442	230.035	240.541	252.593	258.700	267.366	274.660	287.516

Sources : ICN, BNB.

(1) Les données de ce tableau sont établies en termes bruts, soit avant déduction de la consommation de capital fixe.

(2) Rémunérations (à l'exclusion de celles des propriétaires entrepreneurs), y compris les cotisations de sécurité sociale, et pensions de la fonction publique.

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

(4) Données déflatées au moyen du déflateur des dépenses de consommation finale des particuliers, aux prix de 2000.

(5) Y compris la valeur négative de l'excédent brut d'exploitation des SIFIM.

TABLEAU XI SYNTHÈSE DES OPÉRATIONS DES GRANDS SECTEURS DE L'ÉCONOMIE, À PRIX COURANTS [1]

(millions d'euros)

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004 e
1. Particuliers								
1.1 Revenu disponible brut	140.286	144.014	149.123	155.653	163.757	166.737	171.565	176.545
p.m. Revenu disponible ajusté brut	*169.435*	*174.310*	*180.655*	*188.347*	*198.454*	*203.098*	*210.250*	*217.761*
1.2 Variation des droits des particuliers sur les fonds de pension	1.401	1.166	1.258	1.156	1.536	2.465	2.108	2.373
1.3 Dépenses de consommation finale	117.534	122.347	126.683	134.194	138.358	141.174	146.779	153.489
p.m. Consommation finale effective	*146.683*	*152.643*	*158.216*	*166.887*	*173.055*	*177.535*	*185.464*	*194.705*
1.4 Épargne brute (1.1 + 1.2 – 1.3)	24.153	22.833	23.698	22.616	26.935	28.029	26.894	25.429
p.m. Pourcentages du revenu disponible brut [2]	*17,0*	*15,7*	*15,8*	*14,4*	*16,3*	*16,6*	*15,5*	*14,2*
p.m. Pourcentages du revenu disponible ajusté brut [2]	*14,1*	*13,0*	*13,0*	*11,9*	*13,5*	*13,6*	*12,7*	*11,6*
1.5 Transferts en capital [3]	201	14	87	–324	–668	–579	–920	–1.289
1.6 Formation brute de capital	13.281	13.777	14.301	15.008	14.732	15.057	15.634	15.918
1.7 Solde de financement (1.4 + 1.5 – 1.6)	11.073	9.071	9.483	7.283	11.535	12.394	10.340	8.222
2. Sociétés								
2.1 Revenu disponible brut	32.004	32.142	33.840	35.319	31.782	34.183	36.325	39.128
2.2 Variation des droits des particuliers sur les fonds de pension	–1.401	–1.166	–1.258	–1.156	–1.536	–2.465	–2.108	–2.373
2.3 Épargne brute (2.1 + 2.2)	30.602	30.976	32.582	34.163	30.246	31.717	34.217	36.755
2.4 Transferts en capital [3]	1.935	1.745	1.602	1.669	843	152	–4.134	1.032
2.5 Formation brute de capital fixe	27.410	29.044	30.528	32.852	34.108	31.514	30.962	32.256
2.6 Variation des stocks	–272	–726	–492	1.218	–1.043	–738	357	1.122
2.7 Solde de financement (2.3 + 2.4 – 2.5 – 2.6)	5.399	4.403	4.148	1.762	–1.976	1.094	–1.236	4.410
3. Administrations publiques								
3.1 Revenu disponible brut	47.123	51.511	55.120	59.218	61.233	63.740	63.426	68.278
p.m. Revenu disponible ajusté brut	*17.974*	*21.215*	*23.587*	*26.525*	*26.536*	*27.379*	*24.741*	*27.062*
3.2 Dépenses de consommation finale	46.025	47.529	49.995	52.347	55.090	58.244	61.336	64.755
p.m. Consommation finale effective	*16.876*	*17.234*	*18.462*	*19.653*	*20.393*	*21.883*	*22.651*	*23.539*
3.3 Épargne brute (3.1 – 3.2)	1.099	3.981	5.125	6.872	6.143	5.496	2.090	3.523
3.4 Transferts en capital [3]	–1.744	–1.829	–1.623	–1.790	–501	–1.044	3.023	296
3.5 Formation brute de capital fixe	3.605	3.650	4.441	4.713	4.207	4.243	4.261	4.367
3.6 Variation des stocks	2	6	10	–6	–11	28	18	18
3.7 Solde de financement (3.3 + 3.4 – 3.5 – 3.6)	–4.253	–1.504	–949	375	1.447	181	834	–566
4. Ensemble des secteurs intérieurs								
4.1 Solde de financement (1.7 + 2.7 + 3.7)	12.219	11.970	12.683	9.420	11.007	13.669	9.939	12.065

Sources : ICN, BNB.

(1) Les données de ce tableau sont établies en termes bruts, soit avant déduction de la consommation de capital fixe.

(2) Revenu disponible, y compris la variation des droits des particuliers sur les fonds de pension.

(3) Il s'agit des montants nets, c'est-à-dire de la différence entre les transferts reçus d'autres secteurs et ceux versés à d'autres secteurs, y compris les acquisitions nettes d'actifs non financiers non produits et les acquisitions nettes d'objets de valeur.

TABLEAU XII RECETTES, DÉPENSES ET SOLDE DE FINANCEMENT DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES (1)

(millions d'euros)

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004 e
Recettes (2)	98.075	101.589	107.427	112.790	117.100	122.573	126.876	131.364	138.285	139.949
Recettes fiscales et parafiscales	88.978	91.840	97.232	102.522	106.369	111.614	114.883	119.067	120.806	127.600
Prélèvements pesant essentiellement sur les revenus du travail	55.408	56.142	58.979	61.765	63.506	66.765	70.037	72.294	73.344	75.246
Impôts des personnes physiques (3)	25.240	25.439	27.040	28.379	29.032	31.131	32.741	33.440	33.670	34.719
Cotisations sociales (4)	30.168	30.703	31.939	33.386	34.475	35.634	37.296	38.854	39.674	40.527
Impôts sur les bénéfices des sociétés (5)	4.881	5.630	6.264	7.762	7.703	8.090	8.092	8.087	7.906	9.094
Prélèvements sur les autres revenus et sur le patrimoine (6)	7.143	7.058	7.623	8.019	8.048	8.568	8.794	9.192	9.613	10.670
Impôts sur les biens et services	21.546	23.009	24.366	24.977	27.111	28.192	27.960	29.494	29.943	32.591
Recettes non fiscales et non parafiscales (7)	9.097	9.750	10.195	10.268	10.731	10.959	11.993	12.297	17.479	12.349
Dépenses hors charges d'intérêts	88.198	91.068	94.285	97.108	101.535	105.382	108.680	115.494	122.812	126.563
Prestations sociales	45.718	47.429	48.364	49.761	51.293	53.249	55.948	59.129	62.757	65.770
Revenus de remplacement	26.752	27.580	28.461	29.138	29.686	30.318	31.608	33.683	35.301	36.763
Pensions	17.541	18.079	18.876	19.450	19.925	20.538	21.354	22.338	23.243	24.133
Pensions du secteur privé	12.724	13.110	13.458	13.810	14.149	14.549	15.110	15.723	16.286	16.713
Pensions des administrations publiques (8)	4.818	4.969	5.418	5.640	5.776	5.988	6.244	6.615	6.957	7.420
Garantie de revenu aux personnes âgées	235	231	233	231	227	249	258	258	264	278
Prépensions	1.294	1.305	1.308	1.254	1.215	1.163	1.165	1.158	1.189	1.244
Allocations de chômage	4.219	4.422	4.462	4.515	4.492	4.381	4.623	5.333	5.731	5.983
Interruptions de carrière et crédit-temps	132	130	138	160	197	236	275	360	437	493
Indemnités de maladie-invalidité	2.482	2.543	2.547	2.635	2.722	2.840	3.023	3.206	3.403	3.560
Accidents du travail et maladies professionnelles	513	502	489	494	485	486	489	495	497	507
Revenu d'intégration	336	368	409	399	424	426	420	536	536	563
Autres prestations sociales (9)	18.966	19.849	19.903	20.623	21.607	22.931	24.340	25.445	27.457	29.007
dont :										
Soins de santé	11.155	11.973	11.831	12.420	13.145	13.934	14.960	15.361	16.777	18.382
Allocations familiales	3.961	4.105	4.179	4.241	4.261	4.324	4.433	4.566	4.677	4.773
Autres dépenses primaires	42.480	43.639	45.921	47.347	50.242	52.134	52.732	56.366	60.055	60.793
Rémunérations des salariés	24.128	24.611	25.476	26.210	27.367	28.324	29.590	31.394	32.671	33.857
Achats courants de biens et services	5.547	5.872	6.264	6.646	7.079	7.488	8.062	8.861	9.206	9.668
Subsides aux entreprises	2.974	3.176	2.978	3.258	3.411	3.645	3.953	3.998	4.349	4.441
Transferts courants au reste du monde	892	1.305	1.506	1.673	1.781	1.841	1.851	2.112	2.433	2.824
Autres transferts courants	3.167	3.000	3.054	3.069	3.072	3.067	3.161	3.298	3.534	3.695
Formation brute de capital fixe	3.771	3.563	3.605	3.650	4.441	4.713	4.207	4.243	4.261	4.367
Autres dépenses en capital	2.001	2.112	3.037	2.841	3.092	3.056	1.909	2.460	3.601	1.941
Solde hors charges d'intérêts	9.876	10.522	13.142	15.682	15.565	17.191	18.196	15.870	15.474	13.386
Charges d'intérêts	18.745	18.368	17.395	17.186	16.514	16.816	16.749	15.689	14.639	13.709
Solde de financement	–8.868	–7.847	–4.253	–1.504	–949	375	1.447	181	834	–324

Sources : ICN, BNB.

(1) À partir de 2002, les données intègrent les effets de la reclassification des entreprises publiques de radiotélévision du secteur des sociétés non financières dans celui des administrations publiques.

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

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

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

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

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

(7) Revenus de la propriété, cotisations sociales imputées, transferts courants et en capital en provenance des autres secteurs et ventes de biens et services produits. Y compris en 2003 le transfert en capital de 5 milliards d'euros effectué par Belgacom en contrepartie de la reprise, par les administrations publiques, de ses engagements en matière de retraite.

(8) Y compris les pensions des agents de La Poste et, à partir de 2004, des agents statutaires de Belgacom.

(9) Outre les deux principales sous-catégories mentionnées dans le tableau, cette rubrique comprend principalement les allocations aux handicapés et les transferts au bénéfice des institutions qui les accueillent, les prestations des fonds de sécurité d'existence et les pensions aux victimes de guerre.

TABLEAU XIII SOLDE DE FINANCEMENT PAR SOUS-SECTEUR DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES

(millions d'euros)

	Entité I			Entité II			Administrations publiques
	Pouvoir fédéral	Sécurité sociale	Total	Communautés et régions	Pouvoirs locaux	Total	
1995	–7.761	–135	–7.897	–1.535	563	–972	–8.868
1996	–7.035	–476	–7.511	–724	389	–335	–7.847
1997	–5.264	860	–4.404	–112	263	151	–4.253
1998	–3.594	1.097	–2.497	771	222	993	–1.504
1999	–3.578	1.629	–1.948	963	37	1.000	–949
2000	–1.034	1.413	379	672	–677	–5	375
2001	–2.040	1.800	–240	2.047	–360	1.687	1.447
2002	–544	913	369	–371	183	–188	181
2003	1.041	–1.316	–275	407	702	1.110	834
2004 e	–991	–674	–1.664	863	478	1.341	–324

Sources : ICN, BNB.

TABLEAU XIV DETTE BRUTE CONSOLIDÉE DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES (1)

(encours en fin de période, millions d'euros)

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
1. Dette officielle du Trésor	236.230	238.121	243.082	241.903	246.755	251.061	257.163	262.752	263.018	265.518
En monnaie nationale (2)	209.325	219.923	223.637	224.523	236.314	242.455	250.085	257.288	259.295	263.074
À un an au plus	43.093	46.420	47.894	41.888	36.553	33.310	34.851	31.115	30.222	30.355
À plus d'un an	166.232	173.504	175.743	182.635	199.762	209.144	215.234	226.173	229.073	232.719
En monnaies étrangères	26.905	18.198	19.444	17.380	10.441	8.606	7.079	5.464	3.724	2.444
2. Éléments de la dette officielle du Trésor non repris dans la dette brute consolidée (3)	2.707	2.767	3.274	3.321	4.595	5.429	4.572	4.234	3.727	433
3. Autres engagements du pouvoir fédéral (4)	12.717	11.953	11.785	11.555	11.821	10.288	12.656	12.105	6.414	n.
4. Consolidation entre les unités du pouvoir fédéral (5)	925	3.047	2.156	2.167	2.696	3.108	6.501	11.347	15.486	n.
dont :										
Actifs du Fonds de vieillissement (6)	–	–	–	–	–	–	374	1.087	4.266	12.492
5. Dette brute consolidée du pouvoir fédéral (1 – 2 + 3 – 4)	245.315	244.261	249.437	247.970	251.285	252.812	258.746	259.276	250.220	n.
6. Dette brute consolidée des communautés et régions	18.196	18.943	19.319	18.705	17.629	16.395	16.049	15.990	14.736	n.
7. Dette brute consolidée des pouvoirs locaux	12.380	12.370	11.769	12.121	12.163	13.213	13.686	14.011	14.481	n.
8. Dette brute consolidée de la sécurité sociale	2.608	1.879	2.117	1.774	1.429	1.237	0	103	90	n.
9. Consolidation entre les sous-secteurs des administrations publiques (7)	9.561	9.778	12.945	12.590	12.640	13.300	14.032	14.263	10.113	n.
10. Dette brute consolidée des administrations publiques (1) (5 + 6 + 7 + 8 – 9)	268.937	267.675	269.698	267.980	269.866	270.358	274.448	275.117	269.414	271.015 e

Sources : SPF Finances, BNB.

(1) Concept utilisé pour l'application des critères de convergence définis dans le traité sur l'UE.

(2) En franc belge jusqu'à la fin de 1998, en euro ensuite.

(3) Certificats de trésorerie remis au FMI (jusqu'en 2003), intérêts capitalisés sur les emprunts classiques, variations de change afférentes aux opérations de gestion sur la dette en monnaies étrangères et comptes transitoires à l'égard de la Poste financière.

(4) Principalement la dette débudgétisée du Trésor, les dettes du FADELS et de CREDIBE, ainsi que les pièces en circulation.

(5) Dette du pouvoir fédéral dont la contrepartie est un actif d'une unité du pouvoir fédéral.

(6) Y compris les intérêts capitalisés sur les « bons du Trésor – Fonds de vieillissement ».

(7) Dette d'un sous-secteur des administrations publiques dont la contrepartie est un actif d'un autre sous-secteur des administrations publiques.

TABLEAU XV OPÉRATIONS COURANTES ET EN CAPITAL DE LA BELGIQUE SUR LA BASE DES TRANSACTIONS

(millions d'euros)

	2002			2003			Neuf premiers mois 2004		
	Crédits	Débits	Soldes	Crédits	Débits	Soldes	Crédits	Débits	Soldes
1. Total des opérations courantes sur la base des transactions	263.418	248.453	14.965	259.780	247.987	11.793	205.905	199.740	6.165
Biens et services	218.329	206.792	11.537	220.010	209.284	10.726	175.595	168.980	6.615
Biens	178.255	168.921	9.334	180.319	171.297	9.022	145.123	139.286	5.837
Marchandises générales	162.240	154.703	7.537	166.225	159.169	7.056	135.253	130.999	4.254
Travail à façon	14.569	13.438	1.131	12.682	11.361	1.321	8.687	7.690	997
Réparations de biens	294	251	43	219	174	45	165	140	25
Achats de biens dans les ports	1.045	395	650	1.137	426	711	956	333	623
Or non monétaire	107	134	–27	56	167	–111	62	124	–62
Services	40.074	37.871	2.203	39.691	37.987	1.704	30.472	29.694	778
Transport	9.115	8.106	1.009	8.664	7.896	768	7.231	6.409	822
Voyages	7.313	10.730	–3.417	7.209	10.743	–3.534	5.672	8.792	–3.120
Communications	1.746	1.360	386	1.630	1.280	350	1.183	890	293
Construction	1.360	751	609	1.700	867	833	1.007	709	298
Assurances	513	475	38	654	558	96	522	357	165
Services financiers	2.329	2.442	–113	2.235	2.381	–146	1.761	1.893	–132
Services d'informatique et d'information	1.920	1.484	436	1.862	1.396	466	1.392	1.026	366
Redevances et droits de licence	720	842	–122	779	947	–168	564	635	–71
Autres services aux entreprises	12.973	10.674	2.299	13.006	10.835	2.171	9.810	8.307	1.503
dont :									
Négoce international (net)	1.510	–	1.510	1.447	–	1.447	1.023	–	1.023
Services personnels, culturels et relatifs aux loisirs	302	402	–100	316	388	–72	254	294	–40
Services fournis ou reçus par les administrations publiques, non compris ailleurs	1.783	605	1.178	1.636	696	940	1.076	382	694
Revenus	39.492	31.472	8.020	34.073	27.075	6.998	26.134	21.870	4.264
Revenus du travail	4.747	1.446	3.301	4.853	1.513	3.340	3.703	1.120	2.583
Revenus de placements et d'investissements	34.745	30.026	4.719	29.220	25.562	3.658	22.431	20.750	1.681
Transferts courants	5.597	10.189	–4.592	5.697	11.628	–5.931	4.176	8.890	–4.714
Administrations publiques	1.691	5.405	–3.714	1.648	6.048	–4.400	1.264	4.682	–3.418
Autres secteurs	3.906	4.784	–878	4.049	5.580	–1.531	2.912	4.208	–1.296
2. Total des opérations en capital	206	902	–696	221	981	–760	217	275	–58
Transferts de capital	178	815	–637	210	897	–687	183	181	2
Acquisitions et cessions d'actifs non financiers non produits	28	87	–59	11	84	–73	34	94	–60
3. Prêt net au reste du monde (1 + 2)	263.624	249.355	14.269	260.001	248.968	11.033	206.122	200.015	6.107

Source : BNB.

TABLEAU XVI FORMATION D'ACTIFS ET NOUVEAUX ENGAGEMENTS FINANCIERS DES PARTICULIERS

(millions d'euros)

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	Neuf premiers mois 2003	Neuf premiers mois 2004 e	*p.m. Encours à la fin de septembre 2004 e*
Formation d'actifs financiers	19.988	26.973	27.096	27.766	24.688	20.199	18.081	21.040	22.386	17.407	14.475	*707.136*
À un an au plus	–2.433	8.016	7.225	3.914	2.230	7.604	10.274	11.491	23.812	18.191	10.203	*232.061*
Billets, pièces et dépôts à vue	567	253	1.289	1.236	3.775	2.117	–3.606	4.383	3.553	2.604	2.996	*42.412*
Dépôts d'épargne	9.987	10.719	7.881	4.520	3.422	–5.129	5.554	11.543	17.934	12.134	7.579	*132.924*
Dépôts à terme	–7.976	294	1.053	300	–3.772	10.953	7.151	–4.107	3.070	4.373	–227	*52.773*
Titres à revenu fixe	–4.135	–2.344	–853	–484	–135	252	575	–1.258	–357	–286	–152	*599*
Parts d'OPC monétaires	–877	–906	–2.145	–1.660	–1.060	–589	601	930	–388	–634	7	*3.353*
À plus d'un an	18.140	18.645	17.646	31.023	24.741	18.877	21.799	7.066	7.466	6.369	3.220	*472.947*
Dépôts à terme	1.528	167	271	–279	–279	–467	223	–506	–629	–540	–308	*3.721*
Titres à revenu fixe	10.786	5.583	–1.834	658	2.885	–1.447	–804	–8.585	–15.593	–11.759	–14.398	*107.180*
Actions et autres participations	562	2.689	2.750	4.916	–232	–277	–1.309	–1.412	–53	–12	3.730	*113.034*
Parts d'OPC non monétaires	929	4.732	9.282	17.558	10.760	11.822	10.440	4.606	7.264	4.793	2.014	*105.775*
Provisions techniques d'assurance (1)	4.336	5.474	7.178	8.172	11.607	9.246	13.249	12.962	16.477	13.887	12.182	*143.238*
Autres actifs (2)	4.280	312	2.224	–7.171	–2.283	–6.282	–13.992	2.483	–8.891	–7.154	1.052	*2.127*
Nouveaux engagements financiers	2.197	4.222	5.877	6.454	5.202	2.107	–1.984	4.079	5.524	2.841	3.155	*118.911*
Crédits à un an au plus	–245	362	–35	573	1.585	–698	–1.224	241	–1.100	–679	–208	*4.280*
Crédits à plus d'un an	2.168	4.019	5.601	5.305	2.907	3.223	707	4.373	6.508	4.528	4.194	*107.522*
Prêts hypothécaires	2.115	2.916	3.636	2.874	5.532	2.632	621	5.258	6.153	4.384	4.601	*87.757*
Prêts à taux de chargement forfaitaire	–102	414	593	1.258	139	328	248	59	–164	–183	–600	*8.164*
Autres	154	689	1.372	1.174	–2.763	263	–162	–944	518	326	193	*11.601*
Autres engagements (3)	274	–159	311	577	709	–418	–1.467	–535	116	–1.008	–831	*7.110*
Solde financier (4)	17.791	22.750	21.219	21.312	19.487	18.092	20.066	16.961	16.862	14.566	11.320	*588.225*

Source : BNB.

(1) Cette rubrique comprend, essentiellement, les droits nets des ménages sur les provisions techniques d'assurance-vie et sur les fonds de pension.

(2) Instruments dont l'échéance n'est pas connue et erreurs et omissions.

(3) Cette rubrique comprend les autres comptes à payer au sens du SEC 95.

(4) Les soldes des comptes financiers des secteurs intérieurs ne correspondent pas aux capacités ou besoins de financement tels qu'ils sont recensés dans les comptes réels, en raison des différences entre les dates d'enregistrement des opérations dans ces deux comptes, des ajustements statistiques ou encore des erreurs et omissions. Ainsi, par exemple, les comptes financiers ne peuvent, faute de données, recenser la plupart des créances et dettes commerciales.

TABLEAU XVII FORMATION D'ACTIFS ET NOUVEAUX ENGAGEMENTS FINANCIERS DES SOCIÉTÉS NON FINANCIÈRES

(millions d'euros)

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	Neuf premiers mois 2003	Neuf premiers mois 2004 e	*p.m. Encours à la fin de septembre 2004 e*
Formation d'actifs financiers	16.199	11.842	33.838	32.972	40.972	73.814	60.597	28.217	20.143	6.773	17.954	*789.669*
À un an au plus	8.701	3.863	12.210	31.272	28.895	49.297	41.573	6	26.998	19.552	1.509	*275.950*
Billets, pièces et dépôts à vue	2.110	2.016	1.656	3.421	1.215	–390	354	959	1.819	2.534	3.594	*32.720*
Autres dépôts	1.993	3.777	–1.283	2.108	7.495	–2.136	1.326	4.449	843	–2.871	–1.161	*43.183*
Autres (1)	4.598	–1.929	11.836	25.743	20.186	51.823	39.892	–5.402	24.336	19.889	–924	*200.048*
À plus d'un an	2.846	2.532	10.690	8.863	6.505	29.333	12.774	23.956	5.449	1.195	15.990	*518.956*
Actions et autres participations	67	1.043	–1.727	6.886	–788	14.942	3.908	1.904	–4.693	–6.956	4.059	*380.371*
Titres à revenu fixe	853	–74	1.807	1.011	–979	–623	1.213	3.252	–1.497	555	1.912	*11.866*
Autres (1)	1.925	1.562	10.610	966	8.271	15.014	7.653	18.800	11.640	7.596	10.019	*126.718*
Autres actifs (2)	4.652	5.448	10.939	–7.163	5.572	–4.816	6.251	4.255	–12.305	–13.974	455	*–5.237*
Nouveaux engagements financiers	15.133	15.591	37.947	40.249	46.780	81.823	69.957	30.517	27.856	9.923	19.511	*1.037.838*
À un an au plus	5.407	4.279	16.203	24.401	19.388	39.192	27.065	–3.100	8.831	5.206	2.496	*210.325*
Crédits octroyés par les établissements de crédit	3.006	3.804	1.832	5.780	5.626	513	–792	–876	–714	–1.174	1.188	*57.310*
Autres crédits (1)	2.542	222	14.078	17.916	12.354	35.528	26.292	–4.451	6.392	4.360	2.124	*141.615*
Titres à revenu fixe	–140	253	292	706	1.408	3.151	1.565	2.227	3.153	2.020	–817	*11.400*
À plus d'un an	9.212	9.211	21.384	14.452	24.916	41.030	41.469	32.169	18.059	4.326	18.824	*796.302*
Crédits octroyés par les établissements de crédit	32	1.144	2.362	2.099	4.324	4.745	3.786	1.515	–4.480	–4.832	2.213	*59.500*
Autres crédits (1)	1.936	1.269	10.581	1.012	7.387	12.264	5.822	20.328	12.656	5.546	10.696	*124.087*
Actions et autres participations	5.915	4.754	8.219	10.070	11.865	24.614	26.175	8.459	6.066	1.830	2.659	*587.892*
Titres à revenu fixe	1.330	2.043	222	1.271	1.341	–592	5.687	1.868	3.816	1.782	3.257	*24.822*
Autres engagements (3)	514	2.101	360	1.397	2.476	1.601	1.422	1.449	966	391	–1.809	*31.210*
Solde financier (4)	1.066	–3.749	–4.109	–7.278	–5.808	–8.009	–9.359	–2.300	–7.713	–3.150	–1.557	*–248.168*

Source : BNB.

(1) Y compris les crédits intrasectoriels des sociétés non financières.

(2) Voir note 2 du tableau XVI.

(3) Cette rubrique comprend les provisions techniques des fonds de pension non autonomes et les autres comptes à payer au sens du SEC 95.

(4) Voir note 4 du tableau XVI.

TABLEAU XVIII FORMATION D'ACTIFS ET NOUVEAUX ENGAGEMENTS FINANCIERS DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES

(millions d'euros)

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	Neuf premiers mois 2003	Neuf premiers mois 2004	*p.m. Encours à la fin de septembre 2004*
Formation d'actifs financiers	–2.645	–4.824	–1.240	–887	1.585	1.298	5.097	4.322	–4.397	–2.016	3.826	*61.956*
Dépôts, crédits et titres autres qu'actions	–2.541	1.765	141	54	1.380	1.497	3.374	4.927	–3.922	–233	4.412	*36.152*
Auprès des administrations publiques	648	2.544	2.096	–100	369	1.168	4.239	5.172	1.418	–2.030	–3.474	*22.258*
Auprès des autres secteurs	–3.189	–778	–1.955	154	1.011	329	–864	–245	–5.340	1.797	7.887	*13.893*
Autres actifs (1)	–104	–6.589	–1.381	–941	206	–199	1.722	–606	–475	–1.783	–586	*25.805*
Nouveaux engagements financiers	5.057	3.658	3.651	1.176	2.581	1.961	4.796	5.313	–5.187	1.730	8.562	*317.092*
En monnaie nationale (2)	11.545	11.939	3.680	3.245	2.686	3.810	6.172	6.527	–3.905	983	8.422	*313.177*
À un an au plus	–10.077	5.435	718	–5.045	–5.372	–4.662	–553	104	–549	1.663	–5.185	*42.821*
dont :												
Certificats du Trésor	–9.373	3.883	550	–5.832	–6.807	–3.483	1.383	57	–840	3.400	461	*26.625*
Autres titres	661	352	723	1.147	–221	–795	–1.959	–82	594	635	–678	*2.323*
À plus d'un an	21.623	6.504	2.962	8.291	8.058	8.472	6.726	6.423	–3.356	–680	13.608	*270.356*
dont :												
OLO	16.315	8.072	4.329	8.552	14.455	15.073	12.570	11.628	7.790	5.529	8.369	*213.515*
Autres titres	6.652	–1.266	347	318	–5.415	–6.427	–6.442	–5.778	–9.662	–6.418	83	*21.752*
En monnaies étrangères	–6.488	–8.281	–29	–2.069	–105	–1.849	–1.377	–1.214	–1.282	747	140	*3.916*
À un an au plus	–8.004	–5.179	–604	–887	1.517	–397	372	–164	–762	780	881	*1.849*
À plus d'un an	1.515	–3.102	575	–1.183	–1.622	–1.452	–1.748	–1.050	–520	–32	–741	*2.067*
Solde financier (3)	–7.702	–8.482	–4.891	–2.064	–996	–663	301	–991	790	–3.746	–4.736	*–255.136*

Source : BNB.

(1) Actions et autres participations, parts d'OPC, produits financiers dérivés et autres comptes à recevoir.

(2) En franc belge jusqu'à la fin de 1998, en euro ensuite.

(3) Voir note 4 du tableau XVI.

TABLEAU XIX FORMATION D'ACTIFS ET NOUVEAUX ENGAGEMENTS FINANCIERS DES INSTITUTIONS FINANCIÈRES MONÉTAIRES (1)

(données sur une base territoriale, millions d'euros)

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	Neuf premiers mois 2003	Neuf premiers mois 2004 e	*p.m. Encours à la fin de septembre 2004 e*
Formation d'actifs financiers												
Créances interbancaires	22.434	13.678	–2.675	–508	5.848	–47.768	698	15.582	59.204	10.629	23.155	*276.686*
IFM belges	11.899	14.981	–5.923	2.083	4.291	–26.420	–5.420	–7.154	8.098	–352	735	*48.216*
IFM étrangères	10.535	–1.303	3.248	–2.591	1.557	–21.348	6.118	22.736	51.106	10.981	22.420	*228.470*
Crédits (2)	29	2.593	3.576	6.512	15.448	12.484	14.280	21.091	14.907	3.187	18.462	*306.581*
dont :												
Particuliers	2.020	4.316	5.146	4.913	4.999	2.051	76	3.284	5.615	3.808	4.591	*96.588*
Sociétés non financières	1.667	3.220	1.387	3.026	5.607	2.425	1.558	–1.874	–7.380	–5.080	–1.876	*79.810*
Titres à revenu fixe	13.733	19.046	8.201	1.622	13.461	–12.488	27.806	–11.355	1.700	423	7.530	*227.944*
dont :												
Administrations publiques	8.094	7.200	519	1.276	–13.240	–18.719	–9.800	–7.812	–8.415	–6.094	–2.031	*70.487*
Reste du monde	5.462	6.346	8.551	3.428	25.291	5.917	38.209	–2.421	9.753	6.106	9.934	*152.173*
Autres actifs	5.477	3.979	6.172	5.504	13.133	7.654	14.916	–1.466	6.526	11.071	17.804	*123.124*
Total	41.673	39.297	15.274	13.131	47.891	–40.119	57.701	23.851	82.336	25.311	66.951	*934.334*
Particuliers	2.024	4.222	5.153	4.940	5.261	1.803	–1.778	3.081	5.659	3.725	4.562	*98.039*
Sociétés non financières	1.900	3.550	2.727	3.736	5.641	3.587	1.282	–4.529	–5.859	–4.011	–3.041	*84.687*
Administrations publiques	889	2.501	–2.435	965	–13.506	–19.423	–11.683	–9.281	–8.132	–5.701	–2.145	*97.520*
Institutions financières	14.192	22.014	–5.067	329	12.675	–25.072	6.274	–3.462	22.009	10.576	12.050	*132.249*
Reste du monde	22.668	7.011	14.896	3.160	37.819	–1.014	63.605	38.042	68.659	20.722	55.525	*521.839*
Nouveaux engagements financiers												
Dettes interbancaires	25.906	13.980	–5.665	3.230	17.685	–57.802	17.599	535	57.682	15.227	36.057	*335.405*
IFM belges	11.899	14.981	–5.923	2.083	4.291	–26.420	–5.420	–7.154	8.098	–352	735	*48.216*
IFM étrangères	14.007	–1.001	259	1.147	13.394	–31.381	23.019	7.689	49.584	15.579	35.322	*287.188*
Numéraire et dépôts (2)	11.501	18.181	17.452	19.013	15.284	5.528	28.247	22.388	21.880	5.672	23.887	*383.827*
dont :												
Particuliers	4.516	7.954	8.464	7.595	3.927	303	5.820	7.216	10.599	6.500	7.012	*175.361*
Sociétés non financières	1.465	5.449	1.780	2.753	2.894	–1.699	1.065	5.109	1.292	–1.349	–3.421	*54.851*
Titres à revenu fixe	–213	4.179	–7.517	–12.447	–706	4.790	–5.682	–4.170	–8.879	–9.090	–7.143	*59.632*
Bons de caisse	256	–3.303	–8.532	–7.332	–5.905	–3.051	–4.790	–4.033	–6.976	–5.586	–6.096	*39.582*
Autres titres à revenu fixe	–469	7.482	1.014	–5.115	5.199	7.841	–892	–136	–1.903	–3.504	–1.047	*20.050*
Autres passifs et ajustements statistiques (3)	4.479	2.957	11.004	3.335	15.627	7.365	17.537	5.097	11.654	13.502	14.150	*155.471*
Total	41.673	39.297	15.274	13.131	47.891	–40.119	57.701	23.851	82.336	25.311	66.951	*934.334*
Particuliers	4.510	4.892	–2.474	626	722	–933	–1.003	4.353	4.441	364	–88	*237.746*
Sociétés non financières	1.097	8.981	6.863	–14.859	10.370	–4.875	3.743	8.596	–157	–3.715	–6.906	*54.294*
Administrations publiques	–3.395	–7.553	–1.367	–1.837	196	306	155	–1.466	22	1.130	949	*6.678*
Institutions financières	15.196	25.718	–1.742	23.704	15.847	–19.767	9.851	–5.987	21.596	10.412	19.532	*185.057*
Reste du monde	24.266	7.260	13.993	5.496	20.755	–14.850	44.955	18.355	56.434	17.120	53.464	*450.559*

Source : BNB.

(1) Établissements de crédit, OPC monétaires et autorités monétaires.

(2) Autres que ceux résultant des opérations interbancaires.

(3) Les ajustements statistiques résultent de l'égalisation du total des actifs financiers et des engagements financiers, les IFM belges étant traitées comme de purs intermédiaires financiers.

TABLEAU XX FORMATION D'ACTIFS ET NOUVEAUX ENGAGEMENTS FINANCIERS DES INSTITUTIONS FINANCIÈRES AUTRES QUE MONÉTAIRES

(millions d'euros)

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	Neuf premiers mois 2003	Neuf premiers mois 2004 e	*p.m. Encours à la fin de septembre 2004 e*
OPC non monétaires												
Formation d'actifs financiers	1.359	2.981	6.106	13.709	14.850	18.524	12.110	3.886	4.029	2.098	4.787	*88.384*
Dépôts	429	1.320	2.649	5.091	5.131	1.600	2.950	3.404	2.711	1.472	1.319	*27.140*
Titres à revenu fixe	797	953	1.604	2.278	2.024	4.298	1.568	128	–540	–1.091	4.203	*22.391*
Actions et autres participations (1)	–54	15	962	3.749	5.768	9.630	5.444	1.753	338	345	–1.787	*27.941*
Parts d'OPC	219	161	662	1.770	2.255	3.336	1.963	–2.657	199	161	–93	*6.899*
Autres actifs	–31	531	229	821	–328	–340	187	1.259	1.320	1.211	1.143	*4.013*
Nouveaux engagements financiers	1.359	2.981	6.106	13.709	14.850	18.524	12.110	3.886	4.029	2.098	4.787	*88.384*
Parts d'OPC détenues par les particuliers belges	1.129	2.667	5.472	12.503	11.859	12.809	9.375	5.370	4.671	2.824	2.376	*71.018*
Parts d'OPC détenues par d'autres investisseurs	231	314	633	1.206	2.991	5.715	2.735	–1.483	–642	–726	2.410	*17.366*
Sociétés d'assurance et fonds de pension												
Formation d'actifs financiers	3.010	4.776	6.205	6.880	10.793	7.480	12.342	12.727	15.636	13.428	12.021	*154.976*
Dépôts	177	377	327	–573	–54	642	319	649	2.247	35	–178	*5.819*
Titres à revenu fixe	2.722	3.020	2.797	3.496	3.295	1.727	4.320	4.635	11.638	11.667	11.475	*77.334*
Crédits	–94	–307	–427	–604	–278	266	873	700	–312	–253	–169	*6.238*
Actions et autres participations	1.219	1.335	3.271	4.100	3.369	202	3.201	3.282	–1.422	–789	–873	*21.515*
Parts d'OPC	–245	331	369	729	3.957	3.531	3.462	1.595	3.398	2.567	3.127	*25.279*
Autres actifs et ajustements statistiques (2)	–768	20	–132	–268	503	1.112	167	1.867	87	202	–1.362	*18.791*
Nouveaux engagements financiers	3.010	4.776	6.205	6.880	10.793	7.480	12.342	12.727	15.636	13.428	12.021	*154.976*
Droits nets des particuliers sur les assurances-vie et fonds de pension	2.411	3.958	5.366	6.250	9.550	7.088	10.699	10.465	14.682	12.268	9.665	*114.638*
Autres provisons techniques des assurances	531	945	721	666	638	202	1.356	634	80	452	1.564	*22.244*
Autres engagements	68	–127	118	–36	605	190	287	1.629	874	708	792	*18.093*
Autres (3)												
Formation d'actifs financiers	289	5.610	3.254	29.722	17.037	6.207	6.080	7.611	4.555	3.522	–6.125	*128.879*
Dépôts	191	1.009	–1.043	340	737	261	701	–289	3.584	2.725	–337	*3.020*
Crédits	70	656	1.759	1.691	131	1.923	1.326	3.230	1.312	357	–1.094	*22.723*
Actions et autres participations	149	2.941	2.699	27.153	16.102	3.131	2.099	3.671	–1.619	–45	–2.511	*95.840*
Autres actifs et ajustements statistiques (2)	–121	1.004	–161	537	67	892	1.954	1.000	1.278	485	–2.183	*7.297*
Nouveaux engagements financiers	289	5.610	3.254	29.722	17.037	6.207	6.080	7.611	4.555	3.522	–6.125	*128.879*
Crédits	–249	106	403	–306	1.235	2.137	3.575	1.359	8.182	7.208	–3.834	*18.411*
Actions et autres participations	211	4.814	872	27.945	12.938	4.624	1.177	2.901	–82	–383	–143	*101.862*
Autres engagements et ajustements statistiques (2)	327	689	1.979	2.083	2.864	–554	1.329	3.351	–3.544	–3.303	–2.147	*8.607*

Sources : Association belge des asset managers, Association belge des institutions de pension, CBFA, BNB.

(1) Y compris les certificats immobiliers.

(2) Les ajustements statistiques résultent de l'égalisation du total des actifs financiers et des engagements financiers, les intermédiaires financiers belges étant traités comme de purs intermédiaires financiers.

(3) Sociétés holding financières, Sicafi, Pricaf, organismes de placement en créances, sociétés hypothécaires, sociétés régionales de logement social, sociétés de bourse, sociétés de gestion de fortune, sociétés de courtage en instruments financiers et sociétés de placement d'ordres en instruments financiers.

TABLEAU XXI ÉMISSIONS NETTES DE VALEURS MOBILIÈRES [1] DES SOCIÉTÉS FINANCIÈRES [2] ET NON FINANCIÈRES ET DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES

(millions d'euros)

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	Neuf premiers mois 2003	Neuf premiers mois 2004 e	*p.m. Encours à la fin de septembre 2004 e*
Titres à revenu fixe	16.819	10.355	816	–474	3.823	9.386	6.338	5.275	–7.608	–2.977	3.491	*368.068*
Sociétés financières et non financières	1.003	1.089	–5.661	–2.565	2.598	6.844	1.457	664	–4.205	–6.860	–4.889	*99.937*
Titres à un an au plus	–4.469	–679	115	1.093	5.845	7.759	–1.212	1.388	631	–1.263	–1.850	*18.085*
Titres à plus d'un an	5.472	1.768	–5.776	–3.658	–3.247	–916	2.669	–724	–4.836	–5.598	–3.039	*81.852*
Administrations publiques	15.816	9.266	6.477	2.091	1.225	2.542	4.881	4.611	–3.403	3.884	8.380	*268.131*
Titres à un an au plus	–8.712	5.562	1.226	–5.597	–6.194	–4.652	501	–189	–1.011	4.805	669	*30.797*
Titres à plus d'un an	24.528	3.704	5.251	7.688	7.419	7.194	4.380	4.800	–2.392	–921	7.711	*237.334*
Actions	6.128	9.729	9.757	39.035	24.945	28.979	26.707	11.030	3.939	–583	2.184	*738.751*
Actions cotées	254	2.959	2.662	12.503	9.367	7.939	5.711	1.048	818	405	3.996	*167.425*
Actions non cotées	5.874	6.770	7.095	26.531	15.578	21.040	20.996	9.982	3.122	–988	–1.812	*571.326*
p.m. Recours des sociétés financières et non financières au marché des valeurs mobilières	*7.131*	*10.818*	*4.096*	*36.470*	*27.543*	*35.822*	*28.164*	*11.694*	*–266*	*–7.444*	*–2.705*	*838.688*

Sources : CBFA, Euronext Brussels, BNB.

(1) Hors produits dérivés, certificats immobiliers et parts d'OPC.

(2) Hors Eurosystème.

TABLEAU XXII TAUX D'INTÉRÊT

(fin de trimestre, pourcentages annuels)

		Taux du marché interbancaire		Taux de rendement sur le marché secondaire belge des titres émis par les pouvoirs publics belges				
		Au jour le jour [1]	À trois mois [2]	Certificats de trésorerie à trois mois	Obligations linéaires			Taux de l'OLO de référence à dix ans
					À un an	À deux ans	À cinq ans	
2000	I	3,75	3,83	3,72	4,16	4,52	5,11	5,52
	II	4,75	4,55	4,41	4,90	5,05	5,33	5,56
	III	4,91	5,00	4,72	5,08	5,17	5,40	5,61
	IV	5,16	4,86	4,70	4,63	4,65	4,85	5,28
2001	I	4,85	4,56	4,47	4,23	4,33	4,65	5,09
	II	4,72	4,44	4,35	4,24	4,39	4,85	5,37
	III	3,83	3,66	3,52	3,36	3,58	4,32	5,05
	IV	3,91	3,29	3,17	3,22	3,69	4,57	5,13
2002	I	3,39	3,45	3,33	3,80	4,29	4,99	5,41
	II	3,49	3,44	3,36	3,62	3,97	4,64	5,16
	III	3,42	3,30	3,14	2,96	3,18	3,82	4,51
	IV	3,44	2,87	2,73	2,61	2,78	3,56	4,32
2003	I	2,66	2,52	2,42	2,27	2,53	3,31	4,18
	II	2,38	2,15	2,02	1,94	2,21	3,02	3,94
	III	2,10	2,13	2,02	2,03	2,36	3,25	4,09
	IV	2,32	2,12	2,00	2,18	2,62	3,60	4,34
2004	I	2,06	1,96	1,87	1,89	2,23	3,16	4,10
	II	2,13	2,12	2,03	2,28	2,72	3,68	4,44
	III	2,09	2,15	2,02	2,28	2,59	3,36	4,06
	IV	2,21	2,16	2,00	2,23	2,47	3,07	3,68

Sources : BCE, BNB.

(1) Taux d'intérêt moyen pondéré au jour le jour de l'euro sur le marché interbancaire de la zone euro (Eonia).

(2) Taux d'intérêt moyen affiché sur le marché interbancaire de la zone euro pour les prêts en euro (Euribor) à trois mois.

TABLEAU XXIII PRINCIPAUX TAUX D'INTÉRÊT DE L'EUROSYSTÈME

(pourcentages annuels)

Dates d'annonce des changements	Taux des opérations principales de refinancement [1]	Taux de la facilité de prêt marginal	Taux de la facilité de dépôt
1998 22 décembre	3,00	4,50 [2]	2,00 [2]
1999 8 avril	2,50	3,50	1,50
4 novembre	3,00	4,00	2,00
2000 3 février	3,25	4,25	2,25
16 mars	3,50	4,50	2,50
27 avril	3,75	4,75	2,75
8 juin	4,25	5,25	3,25
31 août	4,50	5,50	3,50
5 octobre	4,75	5,75	3,75
2001 10 mai	4,50	5,50	3,50
30 août	4,25	5,25	3,25
17 septembre	3,75	4,75	2,75
8 novembre	3,25	4,25	2,25
2002 5 décembre	2,75	3,75	1,75
2003 6 mars	2,50	3,50	1,50
5 juin	2,00	3,00	1,00
2004 –			

Source : BCE.

(1) Jusqu'à l'opération devant être réglée le 21 juin 2000, taux fixe des adjudications hebdomadaires de crédits à deux semaines. À compter de l'opération devant être réglée le 28 juin 2000, taux de soumission minimal lors des appels d'offres pour les adjudications hebdomadaires de crédits.

(2) Sauf pour la période du 4 au 21 janvier 1999, pendant laquelle le taux de la facilité de prêt marginal a été de 3,25 p.c. et celui de la facilité de dépôt, de 2,75 p.c. Ce « corridor » plus étroit (50 points de base) était destiné à faciliter la transition des opérateurs de marché vers le nouveau régime.

TABLEAU XXIV COURS DE CHANGE (1)

(unités monétaires nationales par écu ou euro, moyennes annuelles)

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Dollar des États-Unis	1,308	1,270	1,134	1,121	1,066	0,924	0,896	0,946	1,131	1,244
Yen japonais	123,0	138,1	137,1	146,4	121,3	99,5	108,7	118,1	131,0	134,4
Franc suisse	1,546	1,568	1,644	1,622	1,600	1,558	1,511	1,467	1,521	1,544
Won coréen (2)	999,7	1.007,9	1.069,8	1.568,9	1.267,3	1.043,5	1.154,8	1.175,5	1.346,9	1.422,6
Dollar de Hong Kong (2)	10,011	9,684	8,750	8,695	8,269	7,198	6,986	7,375	8,808	9,688
Dollar de Singapour (2)	1,833	1,765	1,678	1,876	1,806	1,592	1,604	1,691	1,970	2,102
Dollar canadien	1,795	1,731	1,569	1,665	1,584	1,371	1,386	1,484	1,582	1,617
Couronne norvégienne	8,286	8,197	8,019	8,466	8,310	8,113	8,048	7,509	8,003	8,370
Dollar australien	1,765	1,623	1,528	1,787	1,652	1,589	1,732	1,738	1,738	1,691
Livre sterling	0,829	0,814	0,692	0,676	0,659	0,610	0,622	0,629	0,692	0,679
Couronne suédoise	9,332	8,515	8,651	8,916	8,807	8,445	9,255	9,161	9,124	9,124
Couronne danoise	7,328	7,359	7,484	7,499	7,435	7,454	7,452	7,431	7,431	7,440
Livre chypriote	0,592	0,592	0,583	0,577	0,579	0,574	0,576	0,575	0,584	0,582
Couronne tchèque	34,70	34,46	35,93	36,32	36,88	35,60	34,07	30,80	31,85	31,89
Couronne estonienne	14,99	15,28	15,72	15,75	15,65	15,65	15,65	15,65	15,65	15,65
Forint hongrois	164,6	193,7	211,7	240,6	252,8	260,0	256,6	243,0	253,6	251,7
Litas lituanien (2)	5,232	5,079	4,536	4,484	4,264	3,695	3,582	3,459	3,453	3,453
Lats letton (2)	0,690	0,700	0,659	0,660	0,626	0,559	0,560	0,581	0,641	0,665
Livre maltaise (2)	0,461	0,458	0,437	0,435	0,426	0,404	0,403	0,409	0,426	0,428
Zloty polonais	3,170	3,422	3,715	3,918	4,227	4,008	3,672	3,857	4,400	4,527
Tolar slovène	154,9	171,8	181,0	186,0	194,5	206,6	218,0	226,0	233,8	239,1
Couronne slovaque (2)	38,86	38,92	38,11	39,54	44,12	42,60	43,30	42,69	41,49	40,02
p.m. Cours de change effectif de l'euro (3) (indice 1er trimestre 1999 = 100)	*106,1*	*106,7*	*98,6*	*100,7*	*95,9*	*86,1*	*86,7*	*89,2*	*99,9*	*103,8*

Source : BCE.

(1) Cours de change de l'écu jusqu'en 1998, cours de change de l'euro ensuite.

(2) La BCE ne fournissant des cours de référence officiels qu'à partir de 2001, les cours figurant dans le tableau avant cette date sont donnés à titre indicatif.

(3) Données établies sur la base des moyennes pondérées des cours de change bilatéraux de l'euro. Les pondérations sont calculées à partir des échanges de produits manufacturés effectués entre 1995-1997 et 1999-2001 avec les partenaires commerciaux (y compris la Chine) dont les monnaies figurent dans le tableau et tiennent compte des effets de marchés tiers.

Notice méthodologique

Sauf indications contraires, lorsque des données sont comparées d'une année à l'autre, elles ont trait à la même période de chacune des années considérées. Dans les tableaux, les totaux peuvent différer de la somme des rubriques, parce que les chiffres sont arrondis.

Pour pouvoir décrire l'évolution de diverses données économiques importantes relatives à la Belgique pendant l'ensemble de l'année 2004, il a fallu procéder à des estimations, car le matériel statistique afférent à l'année sous revue est nécessairement encore très fragmentaire. Dans les tableaux et graphiques, ces estimations, qui ont été arrêtées au début de février 2005, sont marquées du signe « e ». Elles ne constituent que des ordres de grandeur destinés à illustrer les tendances qui semblaient d'ores et déjà se dégager. Pour les années antérieures à 2004, les données du Rapport sont celles des comptes nationaux officiels. Le commentaire de l'environnement international ou les comparaisons internationales se fondent en revanche sur des données émanant d'institutions internationales, qui pour l'année sous revue ont en général été clôturées quelques mois plus tôt.

L'unité monétaire utilisée dans le Rapport pour les données concernant la Belgique ou les autres pays de la zone euro est l'euro. Le 1er janvier 1999, celui-ci est, en effet, devenu la monnaie de l'ensemble de ces pays, hormis la Grèce pour laquelle il a remplacé la monnaie nationale le 1er janvier 2001. Les montants se rapportant aux périodes qui précédent son introduction sont convertis aux cours de conversion irrévocables de l'euro. La zone euro est définie dans le présent Rapport comme l'ensemble des douze pays de l'UE qui ont adopté la monnaie unique. Outre la Belgique, elle comprend l'Allemagne, l'Autriche, l'Espagne, la Finlande, la France, la Grèce, l'Irlande, l'Italie, le Luxembourg, les Pays-Bas et le Portugal. Par commodité, le terme de « zone euro » est aussi utilisé pour désigner ce groupe de pays pour des périodes antérieures à l'entrée en vigueur de la troisième phase de l'UEM.

Depuis 1999, l'ICN, conformément à l'obligation imposée par Eurostat, applique la méthodologie SEC 95 pour l'établissement des comptes nationaux, en remplacement de la méthodologie SEC 79. Ce nouveau système donne un aperçu plus précis et plus complet des évolutions économiques[(1)]. Il garantit, en outre, mieux la comparabilité internationale des données macroéconomiques.

Le Rapport intègre autant que possible les définitions et méthodes découlant du SEC 95. Néanmoins, alors que dans ce système, les principaux agrégats issus des comptes nationaux sont présentés sous la forme de résultats nets de consommation de capital fixe, il exprime les données en termes bruts, comme c'était le cas dans le SEC 79. La présentation en données brutes offre l'avantage de limiter

(1) Pour de plus amples informations à propos du nouveau système des comptes nationaux selon le SEC 95, voir la publication de l'ICN intitulée *Comptes nationaux 1998 – Partie I: Estimation des agrégats annuels*. Les modifications occasionnées par le passage à ce nouveau système pour le compte des administrations publiques sont détaillées de manière plus spécifique dans une autre publication de la même source, intitulée *Comptes nationaux 1998 – Partie II: Comptes des administrations publiques*.

le problème lié à l'évaluation des amortissements qui repose sur la connaissance, supposée parfaite, du stock de capital fixe. En outre, elle rend plus aisée l'interprétation de certains mouvements tels que ceux de l'excédent brut d'exploitation. Pour des raisons analogues, la ventilation sectorielle regroupe, sous le titre de « particuliers », les ménages et les institutions sans but lucratif au service des ménages qui constituent des secteurs distincts selon la méthodologie SEC 95 ; les termes « particuliers » et « ménages » sont néanmoins utilisés indifféremment.

Les entreprises publiques belges de radiotélévision sont reprises dans le secteur des sociétés non financières jusqu'en 2001, et dans celui des administrations publiques à partir de 2002. Lorsque ce changement de secteur altère, de manière significative, dans un tableau du Rapport, l'évolution d'un agrégat important entre ces deux années, son incidence est signalée par un renvoi en bas de tableau. Cette reclassification découle des accords dits du Lambermont en Belgique, qui ont modifié le financement des communautés et régions, et en vertu desquels la redevance radiotélévision est perçue à partir de 2002 par les régions, et non plus par les communautés. Une présentation détaillée de ses retombées sur les divers agrégats des comptes nationaux a été fournie en annexe de l'article consacré à *L'économie belge en 2002* dans la *Revue économique* de la Banque du deuxième trimestre de 2002.

Dans le chapitre consacré à l'environnement international, la présentation est également conforme au SEC 95 ou à son équivalent, le Système de comptabilité nationale des Nations Unies (SCN 1993). Les statistiques des sources auxquelles on se réfère dans le Rapport, le plus souvent la CE et l'OCDE, ne sont néanmoins pas encore tout à fait uniformisées, la période pour laquelle la conversion des comptes nationaux d'un système à l'autre a été opérée demeurant très variable d'un pays à l'autre. D'une manière générale, lorsque l'UE est évoquée, il est fait référence à l'ensemble des vingt-cinq pays membres pour toute la période couverte, sauf mention contraire.

La ventilation des comptes financiers entre particuliers et sociétés repose en grande partie sur les données en provenance des établissements de crédit. Les informations permettant de ventiler les autres opérations financières du secteur privé, notamment les transactions avec l'étranger ou les achats de valeurs mobilières, sont beaucoup plus fragmentaires. La statistique principale pouvant être utilisée à cette fin, à savoir la globalisation des comptes annuels des entreprises établie par la Centrale des bilans de la Banque, est en effet partielle, n'a qu'une fréquence annuelle et n'est disponible qu'après un délai de plusieurs mois. Il a donc été nécessaire d'introduire certaines hypothèses et de procéder à diverses estimations.

Signes conventionnels

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

Liste des abréviations

PAYS

BE	Belgique
DE	Allemagne
GR	Grèce
ES	Espagne
FR	France
IE	Irlande
IT	Italie
LU	Luxembourg
NL	Pays-Bas
AT	Autriche
PT	Portugal
FI	Finlande
EA	Zone euro
DK	Danemark
SE	Suède
GB	Royaume-Uni

AUTRES

AIE	Agence internationale de l'énergie
BCE	Banque centrale européenne
BEA	Bureau of Economic Analysis
BIAC	Brussels International Airport Company
BLS	Bureau of Labor Statistics
BNB	Banque nationale de Belgique
BRI	Banque des règlements internationaux

CBF	Commission bancaire et financière
CBFA	Commission bancaire, financière et des assurances
CCE	Conseil central de l'économie
CE	Commission européenne
CSF	Conseil supérieur des finances
CTCI	Classification type pour le commerce international
DLU	Déclaration libératoire unique
Dmfa	Déclaration multifonctionnelle – Multifunctionele aangifte
DTS	Droits de tirage spéciaux
ECOFIN	Conseil européen des Ministres de l'économie et des finances
EDP	Excessive Deficit Procedure
EMBIG	Emerging Market Bond Index Global
ESRI	Economic and Social Research Institute, Cabinet Office for the Government of Japan
FADELS	Fonds d'amortissement des emprunts du logement social
FSAP	Financial Sector Assessment Program
FEB	Fédération des entreprises de Belgique
FMI	Fonds monétaire international
FOREM	Office communautaire et régional de la formation professionnelle et de l'emploi
HWWA	Hamburgisches Welt-Wirtschafts-Archiv
IAS	International Accounting Standards
IASB	International Accounting Standards Board
ICN	Institut des comptes nationaux
IFM	Institutions financières monétaires
IFRS	International Financial Reporting Standards
INS	Institut national de statistique
IPCH	Indice des prix à la consommation harmonisé
MCE	Mécanisme de change européen
MIR	Monetary Financial Institutions Interest Rates
MTS	Mercato telematico dei titoli di Stato
NAIRU	Non-accelerating inflation rate of unemployment
OCA	Office de contrôle des assurances
OCDE	Organisation de coopération et de développement économiques
OLO	Obligations linéaires
OMC	Organisation mondiale du commerce
ONEM	Office national de l'emploi
ONSS	Office national de sécurité sociale
OPC	Organisme de placement collectif
OPEP	Organisation des pays exportateurs de pétrole
ORBEM	Office régional bruxellois de l'emploi
PIB	Produit intérieur brut
PME	Petites et moyennes entreprises
PTF	Productivité totale des facteurs

RIR	Retail Interest Rates
RNB	Revenu national brut
S&P	Standard & Poor's
SCN	Système de comptabilité nationale
SEBC	Système européen de banques centrales
SEC	Système européen des comptes
SIFIM	Services d'intermédiation financière indirectement mesurés
SNCB	Société nationale des chemins de fer belges
SPF	Service public fédéral
TIC	Technologies de l'information et de la communication
TVA	Taxe sur la valeur ajoutée
UCM	Union des classes moyennes
UE	Union européenne
UE15	Union européenne, à l'exclusion des dix pays ayant adhéré en 2004
UEBL	Union économique belgo-luxembourgeoise
UEM	Union économique et monétaire
UMTS	Universal Mobile Telecommunications Systems
UPC	Union professionnelle du crédit
VDAB	Vlaamse dienst voor arbeidsbemiddeling en beroepsopleiding

Liste des encadrés, tableaux et graphiques

ENCADRÉS

Chapitre 1 : Environnement international

Encadré 1 : La hausse des cours du pétrole en 2004 : facteurs explicatifs et incidence sur l'économie de la zone euro 5
Encadré 2 : Réformes récentes du marché du travail en Allemagne 20
Encadré 3 : Réforme du pacte de stabilité et de croissance 25
Encadré 4 : Le mécanisme de change MCE II 31

Chapitre 2 : La politique monétaire de l'Eurosystème

Encadré 5 : Prêts bancaires au secteur privé dans la zone euro 37

Chapitre 3 : Production, dépenses et opérations courantes en Belgique

Encadré 6 : Évolution récente de la croissance en Belgique et dans la zone euro 46
Encadré 7 : Croissance potentielle en Belgique 52
Encadré 8 : Pourquoi la reprise des investissements des entreprises a-t-elle été aussi tardive dans le cycle actuel ? 59
Encadré 9 : Composition par produit des exportations de la Belgique pour la période de 1995 à 2002 63

Chapitre 4 : Marché du travail et coûts salariaux

Encadré 10 : L'offre de main-d'œuvre en Belgique dans une perspective européenne 72
Encadré 11 : La politique salariale des entreprises dans les régions en Belgique : quelques informations tirées des bilans sociaux 82

Chapitre 5 : Prix

Encadré 12 : Un assouplissement de la réglementation des prix 91
Encadré 13 : Formation des prix par les entreprises en réaction aux chocs 93

Chapitre 6 : Finances publiques

Encadré 14 : Vieillissement de la population et soutenabilité des finances publiques 102
Encadré 15 : Évolution des intérêts de la dette publique 112

Chapitre 7 : Comptes et marchés financiers

Encadré 16 : La directive européenne sur la fiscalité de l'épargne 127
Encadré 17 : La nouvelle enquête harmonisée sur les taux d'intérêt dans la zone euro 132
Encadré 18 : La déconnexion des indices boursiers belges par rapport aux indices européens 138

Chapitre 8 : Stabilité financière

Encadré 19 : Nouvel accord de Bâle 152
Encadré 20 : Introduction des normes IFRS 155

TABLEAUX

Chapitre 1 : Environnement international

1 Croissance dans les principales économies 3
2 Balance courante des principales régions du monde 8
3 Évolution économique aux États-Unis 10
4 Évolution économique au Japon 13
5 Évolution économique en Chine 14
6 Évolution économique dans la zone euro 17
7 Composition de la croissance du PIB dans la zone euro et dans les principaux États membres en 2004 18
8 Indicateurs de prix pour la zone euro 21
9 Inflation dans les pays de la zone euro 22
10 Balance des paiements de la zone euro 23
11 Solde de financement des administrations publiques dans la zone euro 24
12 Solde primaire des administrations publiques dans la zone euro corrigé des variations conjoncturelles 27
13 Situation économique des États membres de l'UE qui ne faisaient pas partie de la zone euro en 2004 30

Chapitre 2 : La politique monétaire de l'Eurosystème

14 Situation consolidée et simplifiée de l'Eurosystème 41

Chapitre 3 : Production, dépenses et opérations courantes en Belgique

15 PIB et principales catégories de dépenses, aux prix de 2000 53
16 Revenu disponible brut des particuliers, à prix courants 54
17 Compte des sociétés : principales composantes et déterminants de l'excédent brut d'exploitation 57
18 Prêt net au reste du monde 67

Chapitre 4 : Marché du travail et coûts salariaux

19 Emploi intérieur 70
20 Indicateurs harmonisés du marché du travail 72
21 Indemnisation des personnes âgées de 50 ans et plus par l'ONEM 77
22 Coûts salariaux dans le secteur privé 78
23 Coûts salariaux par unité produite dans le secteur privé 81

Chapitre 5 : Prix

24 Indice des prix à la consommation harmonisé en Belgique 87
25 Variations de prix de nature principalement administrative 90
26 Variabilité des prix à la production et des prix à la consommation au cours de la période de 1996 à 2004 97
27 Différentiel d'inflation cumulé dans les États membres de la zone euro de janvier 1999 à décembre 2004 98

Chapitre 6 : Finances publiques

28 Normes relatives au solde de financement des administrations publiques belges 101
29 Recettes des administrations publiques 104
30 Principales mesures fiscales et parafiscales 105
31 Dépenses primaires des administrations publiques 108
32 Dépenses primaires par sous-secteur des administrations publiques 109
33 Solde de financement par sous-secteur des administrations publiques 114
34 Comptes de la sécurité sociale 114
35 Soldes budgétaires corrigés des variations conjoncturelles et soldes budgétaires structurels 116
36 Dette brute consolidée des administrations publiques 117
37 Croissance dérivée des dépenses primaires des communautés et régions entre 2004 et 2010 121

Chapitre 7 : Comptes et marchés financiers

38 Actifs et engagements financiers par secteur 123
39 Structure des actifs et engagements financiers des secteurs non financiers résidents 124
40 Actifs et engagements financiers des administrations publiques 141
41 Besoins et moyens de financement de l'État fédéral 142

Chapitre 8 : Stabilité financière

42 Compte de résultats des établissements de crédit belges 148
43 Part des principaux groupes actifs dans la banque et l'assurance sur le marché belge à la fin de 2003 157

GRAPHIQUES

Chapitre 1 : Environnement international

1 Prix des produits de base 4
2 Cours de change bilatéral vis-à-vis du dollar des États-Unis 9
3 Profil conjoncturel du PIB et des principales composantes des dépenses aux États-Unis 9
4 Marché du travail aux États-Unis 11
5 Principaux taux d'intérêt aux États-Unis 11
6 Profil conjoncturel du PIB et des principales catégories de dépenses au Japon 12
7 Profil conjoncturel du PIB dans la zone euro 16
8 Consommation privée et taux d'épargne des ménages dans les principaux pays de la zone euro 16
9 Confiance et activité des entreprises dans la zone euro 17
10 Principales catégories de dépenses dans la zone euro 18
11 Exportations de marchandises de la zone euro 18
12 Marché du travail dans la zone euro 19
13 Échanges de biens de la zone euro avec les pays hors de la zone euro 22
14 Dette publique consolidée dans la zone euro 28

Chapitre 2 : La politique monétaire de l'Eurosystème

15 Prix et coûts dans la zone euro 34
16 Inflation et anticipations d'inflation à long terme 34
17 M3, prêts au secteur privé et prix à la consommation dans la zone euro 35
18 M3 et ses composantes 36
19 M3 et ses principales contreparties dans le bilan des institutions financières monétaires 36
20 Taux d'intérêt de l'Eurosystème et taux du marché monétaire 40
21 Indicateurs relatifs aux conditions monétaires 40
22 Encours des billets émis par l'Eurosystème, en termes réels 42
23 Conduite opérationnelle de la politique monétaire de l'Eurosystème en 2004 43

Chapitre 3 : Production, dépenses et opérations courantes en Belgique

24 Principales catégories de dépenses, aux prix de 2000 45
25 PIB en Belgique et dans la zone euro 46
26 PIB et indicateur de conjoncture 49
27 Indicateurs partiels relatifs à la situation conjoncturelle dans l'industrie manufacturière 50
28 Valeur ajoutée dans les principales branches d'activité et indicateur de conjoncture 51
29 Consommation, revenu disponible et taux d'épargne des particuliers 55
30 Consommation privée et disposition des particuliers à réaliser des achats importants 56
31 Investissements des entreprises et déterminants 58
32 Degré d'utilisation des capacités de production et niveau de la demande dans l'industrie manufacturière 58

33 Exportations de biens et services et opinion sur l'évolution des commandes étrangères dans l'industrie manufacturière 61
34 Cours de change effectifs de l'UEBL 62
35 Évolution relative de la demande intérieure en Belgique et chez les partenaires commerciaux et contribution des exportations nettes de biens et services à la variation du PIB 62
36 Prix à l'exportation et à l'importation 66

Chapitre 4 : Marché du travail et coûts salariaux

37 Marché du travail 69
38 Population en âge de travailler 71
39 Demandeurs d'emploi inoccupés : répartition par tranche d'âge 75
40 Titres-services : travailleurs engagés en 2004 76
41 Taux d'emploi des personnes âgées de 55 ans et plus 76
42 Coûts salariaux horaires dans le secteur privé : ventilation par branche d'activité 79
43 Dispersion des variations de frais de personnel par heure prestée pour les entreprises soumises au bilan social, entre 1997 et 2003 80
44 Coûts salariaux, déflateur et productivité du travail dans le secteur privé 81
45 Coûts salariaux dans le secteur privé en Belgique et dans la zone euro 85

Chapitre 5 : Prix

46 Inflation : ventilation analytique 88
47 Cours du pétrole brut et prix à la consommation des produits énergétiques 89
48 Tendance sous-jacente de l'inflation 93
49 Prix des matières premières énergétiques et industrielles 95
50 Transmission des variations des cours des matières premières aux prix à la production et à la consommation 96
51 Inflation en Belgique et dans la zone euro 98

Chapitre 6 : Finances publiques

52 Prélèvement implicite moyen sur les salaires 105
53 Versements anticipés et excédent brut d'exploitation des sociétés 106
54 Déterminants de l'évolution des recettes de TVA 107
55 Dépenses de soins de santé 110
56 Taux d'intérêt de la dette publique 111
57 Recettes de l'impôt des personnes physiques et de la TVA qui reviennent aux communautés et régions en vertu de la loi spéciale de financement 115
58 Solde de financement des communautés et régions 118
59 Solde de financement des principales communautés et régions 119
60 Recettes et dépenses des communautés et régions au cours de la période 1994-2003 120
61 Dette brute consolidée des principales communautés et régions 121

Chapitre 7 : Comptes et marchés financiers

62 Patrimoine des particuliers 125
63 Actifs financiers des particuliers : ventilation par secteur de contrepartie 125
64 Formation d'actifs financiers par les particuliers 126
65 Dépôts d'épargne des particuliers et écart de taux d'intérêt 126
66 Titres à revenu fixe détenus par les particuliers et taux de rendement à long terme 127
67 Nouveaux crédits hypothécaires aux particuliers et taux d'intérêt 131
68 Répartition des nouveaux contrats hypothécaires selon le type de taux 131
69 Crédits à la consommation : ventilation selon le type de crédit 132
70 Nouveaux engagements financiers des sociétés non financières : ventilation par instrument 135
71 Engagements financiers des sociétés non financières : ventilation par secteur de contrepartie 135
72 Crédits bancaires aux sociétés non financières, PIB et taux d'intérêt 136
73 Crédits octroyés par les établissements de crédit belges aux sociétés par taille d'entreprises selon la Centrale des crédits 136
74 Résultats de l'enquête de l'Eurosystème sur la distribution du crédit 137
75 Émissions nettes de titres à revenu fixe par les sociétés non financières 140
76 Écarts de taux de rendement des emprunts d'État à dix ans vis-à-vis du *Bund* allemand 143
77 Détention d'OLO : répartition géographique 143

Chapitre 8 : Stabilité financière

78 Évolution des marchés boursiers 146
79 Primes de risque sur les marchés d'obligations 147
80 Cours des actions du secteur financier de la zone euro 147
81 Indicateurs de rentabilité et de solvabilité des établissements de crédit de droit belge 149
82 Évolutions récentes dans les activités des établissements de crédit belges 150
83 Marge d'intermédiation des banques belges 151
84 Corrections de valeur nettes sur crédits 153
85 Positions nettes des banques belges par grande catégorie d'échéances 154
86 Taux de variation annuelle du résultat hors intérêts des banques belges 154
87 Plus-values non réalisées sur le portefeuille de placement 156
88 Part des banques et des compagnies d'assurances dans les actifs financiers des particuliers 157
89 Marge de solvabilité constituée par les compagnies d'assurances 158
90 Composition des résultats des compagnies d'assurances 158
91 Rendement garanti moyen sur les contrats d'assurance-vie de la branche 21 et taux d'intérêt à long terme 159
92 Primes nettes et portefeuilles de placement des branches 21 et 23 160

ANNEXES STATISTIQUES 163

Tableaux relatifs à l'activité économique et aux prix

I	Résumé des évolutions macroéconomiques dans quelques pays de la zone euro	164
II	PIB et principales catégories de dépenses, aux prix de 2000	165
III	RNB et principales catégories de dépenses, aux prix de 2000	166
IV	Déflateurs du RNB et des principales catégories de dépenses	167
V	RNB et principales catégories de dépenses, à prix courants	168
VI	Valeur ajoutée des différentes branches d'activité, aux prix de 2000	169
VII	Marché du travail	170
VIII	Taux de chômage	171
IX	Indice des prix à la consommation harmonisé pour la Belgique	172
X	Revenus des différents secteurs, à prix courants	173
XI	Synthèse des opérations des grands secteurs de l'économie, à prix courants	174

Tableaux relatifs aux opérations des administrations publiques

XII	Recettes, dépenses et solde de financement des administrations publiques	175
XIII	Solde de financement par sous-secteur des administrations publiques	176
XIV	Dette brute consolidée des administrations publiques	177

Tableau relatif aux opérations avec l'étranger

XV	Opérations courantes et en capital de la Belgique sur la base des transactions	178

Tableaux relatifs aux opérations monétaires et financières

XVI	Formation d'actifs et nouveaux engagements financiers des particuliers	179
XVII	Formation d'actifs et nouveaux engagements financiers des sociétés non financières	180
XVIII	Formation d'actifs et nouveaux engagements financiers des administrations publiques	181
XIX	Formation d'actifs et nouveaux engagements financiers des institutions financières monétaires	182
XX	Formation d'actifs et nouveaux engagements financiers des institutions financières autres que monétaires	183
XXI	Émissions nettes de valeurs mobilières des sociétés financières et non financières et des administrations publiques	184
XXII	Taux d'intérêt	185
XXIII	Principaux taux d'intérêt de l'Eurosystème	186
XXIV	Cours de change	187

Éditeur responsable

J. HILGERS
Directeur

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

Personne de contact pour le Rapport

Ph. QUINTIN
Chef du département Communication et Secrétariat

Tél. +32 2 221 22 41 – Fax +32 2 221 30 91
philippe.quintin@nbb.be

© Illustrations : DigitalVision
GoodShoot
PhotoDisc
Banque nationale de Belgique

Mise en pages : BNB Prépress
Couverture : BNB Multimédia

Publié en février 2005