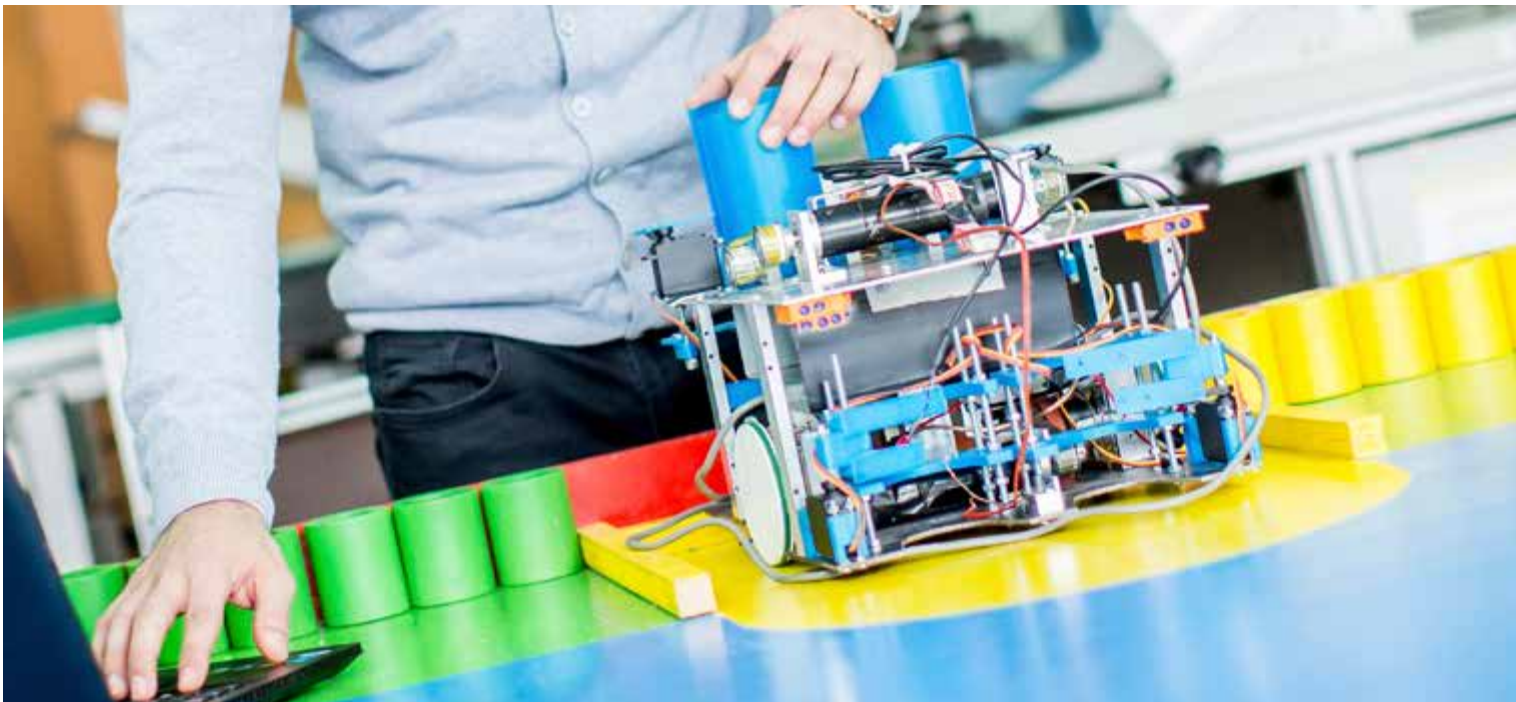


Revue économique

Juin 2016



© Banque nationale de Belgique

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

ISSN 1372-3162

Table des matières

PROJECTIONS ÉCONOMIQUES POUR LA BELGIQUE – PRINTEMPS 2016	7
L'ABC DE L'ASSOUPPLISSEMENT QUANTITATIF, OU LE B.A.-BA DES ACHATS D'ACTIFS PAR LES BANQUES CENTRALES	33
LES CONSÉQUENCES ÉCONOMIQUES DE L'AFFLUX DE RÉFUGIÉS EN BELGIQUE	49
RESSOURCES INTERNES, CRÉDIT BANCAIRE ET AUTRES SOURCES DE FINANCEMENT: QUELLES ALTERNATIVES POUR LES ENTREPRISES EN BELGIQUE ?	69
LE BILAN SOCIAL 2014	93
SUMMARIES OF ARTICLES	127
SIGNES CONVENTIONNELS	135
LISTE DES ABRÉVIATIONS	137

Projections économiques pour la Belgique – Printemps 2016

Introduction

Depuis quelque temps, l'économie mondiale traverse régulièrement des phases d'intenses turbulences qui émanent souvent de la situation enregistrée dans les pays émergents. Ce fut notamment le cas lors de l'été de 2015 mais aussi, après la clôture des dernières projections d'automne de la Banque, lorsque l'économie mondiale a, à nouveau, semblé s'enliser peu à peu, reproduisant un schéma désormais familier. L'inquiétude quant à l'ampleur du ralentissement de la croissance et le niveau d'endettement dans nombre d'économies émergentes, la Chine en tête, s'est en effet intensifiée. Cette situation a occasionné un nouveau repli des prix des matières premières, notamment des produits pétroliers. Les craintes grandissantes quant à l'économie mondiale se sont par la suite propagées aux marchés financiers, où une aversion plus marquée pour le risque, en particulier au début de l'année, a à nouveau entraîné une volatilité relativement importante. Tandis que les devises des pays émergents ont continué de se déprécier, les cours boursiers ont lourdement chuté aux quatre coins du monde, et ce alors qu'ils s'étaient partiellement redressés durant l'automne de 2015. Par ailleurs, la recherche par les investisseurs de valeurs sûres a renforcé la tendance baissière des taux d'intérêts des obligations d'État dans les économies avancées. Dans la zone euro, cette volatilité financière a par ailleurs encore été renforcée par un regain d'inquiétude quant à la santé financière de certains établissements financiers.

La crainte d'une nouvelle appréciation du dollar des États-Unis suite à l'amorce du processus de normalisation de la politique de taux d'intérêt outre-Atlantique en décembre 2015 est par ailleurs venue assombrir un peu plus ce

tableau. De fait, un renchérissement du dollar qui rendrait plus intenable encore l'endettement des pays émergents, souvent exprimé en dollars, a fait craindre à certains intervenants de voir s'enclencher une sévère crise de la dette susceptible de se muer en une nouvelle profonde récession mondiale. Les indicateurs de confiance ont dès lors plongé au début de l'année et les estimations de croissance ont été revues à la baisse, comme l'atteste notamment la mise à jour des prévisions de décembre de l'Eurosystème pour la zone euro publiée au mois de mars par la BCE.

Qui plus est, l'intensité en commerce de la croissance mondiale est demeurée étonnamment faible. En effet, après avoir affiché un redressement limité au troisième trimestre, la croissance du commerce mondial et, partant, de la demande extérieure adressée aux entreprises exportatrices européennes, se serait à nouveau nettement ralentie à la fin de 2015. Sur l'ensemble de l'année écoulée, les débouchés étrangers de la zone euro ont en fin de compte crû d'à peine 0,6 %, soit une progression nettement inférieure à la croissance mondiale hors zone euro, en raison notamment du repli sensible de la demande d'importations émanant de la Chine, de la Russie, du Brésil et d'autres pays émergents. Dans les pays avancés également, le moteur de la croissance a semblé se gripper au tournant de l'année. Selon les statistiques relatives au premier trimestre de 2016, l'économie américaine ne se serait guère rétablie, tandis que la croissance au Japon serait demeurée particulièrement atone et fragile affichant un nouveau recul au dernier trimestre de l'année précédente.

L'inquiétude entourant la croissance mondiale est toutefois retombée peu à peu, et les marchés financiers et les prix des produits pétroliers ont commencé à se relever dès la

mi-février. Dans la zone euro, les premières données mensuelles, relatives notamment à la production industrielle et à la vente au détail à l'entame de l'année, donnaient d'ailleurs à penser que la situation conjoncturelle sous-jacente était meilleure que ne le laissaient présager les marchés financiers et les indicateurs de confiance. Les statistiques trimestrielles publiées par Eurostat dès la fin d'avril ont confirmé ce constat : après s'être effritée dans le courant de 2015, la croissance de l'activité dans la zone euro se serait redressée au premier trimestre de 2016 par rapport au trimestre précédent, pour atteindre 0,5 %. La zone euro a, à cette occasion, et ce pour la première fois depuis longtemps, affiché un rythme de croissance supérieur à celui de la plupart des autres économies développées, États-Unis et Royaume-Uni compris. Selon les premières indications, ce serait surtout la vigueur de la demande intérieure qui aurait soutenu les économies européennes et compensé la faiblesse des exportations nettes. De plus, la consommation des ménages, mais aussi celle des administrations publiques, se seraient nettement accrues, tandis que dans certains pays, les investissements auraient également enregistré une croissance relativement vigoureuse.

Aussi, bien que les projections concernant la demande extérieure soient relativement comparables, les nouvelles prévisions de printemps de l'Eurosystème font état, notamment au gré d'un début d'année favorable, d'une nette révision à la hausse des estimations intermédiaires établies en mars 2016 par la BCE. Les présentes projections sont par ailleurs très proches, certainement pour 2016, des dernières prévisions d'automne de l'Eurosystème.

En Belgique, le cadre des politiques élaborées n'a que peu changé depuis les projections d'automne. Les mesures qui ont été adoptées lors des contrôles budgétaires menés au printemps ont été prises en compte dans les présentes projections mais n'ont, de manière générale, qu'une incidence assez limitée sur l'économie. Au début du printemps, le saut d'index a sans surprise pris fin, permettant à nouveau l'indexation des salaires et ce, en fonction du système d'indexation propre à chaque branche d'activité. Pour l'année 2018, incluse pour la première fois dans l'horizon de projection, il a été tenu compte d'un nouvel élargissement des mesures liées au tax shift, et notamment des réductions supplémentaires au niveau de l'impôt des personnes physiques et des cotisations sociales patronales.

Un facteur exogène important s'exerçant à court terme sur l'activité concerne cependant la menace terroriste qui plane depuis les attentats perpétrés à Paris en novembre 2015, et qui a finalement débouché sur les attaques du 22 mars 2016 visant l'aéroport national et le réseau de métro bruxellois. Quantifier l'incidence précise de ce type de facteurs sur l'économie n'est certes pas chose aisée ;

il s'avère que des attaques terroristes isolées n'ont d'ordinaire pas d'effet significatif au niveau macroéconomique dans les pays avancés. Ceci étant, la menace terroriste qui règne depuis plusieurs mois semble en l'occurrence bel et bien se faire sentir sur l'économie belge. L'explication est principalement à rechercher auprès des touristes étrangers de loisirs et d'affaires qui sont nombreux à se détourner de la Belgique depuis les attentats de Paris et les importantes mesures de sécurité appliquées dans la foulée de ceux-ci dans la Région de Bruxelles-Capitale. Un constat qui laisse augurer une nette contraction des recettes tirées du tourisme, en particulier pour les entreprises du secteur de l'horeca. Cette défection aurait en effet exercé une incidence négative sur la croissance au premier trimestre pouvant se monter, selon les estimations, à 0,1 point de pourcentage – la croissance belge s'étant d'ailleurs révélée inférieure de 0,2 % à la moyenne de la zone euro – et pourrait encore peser sur l'activité au deuxième trimestre.

Pour autant, les présentes projections, clôturées à la date du 19 mai 2016, font état d'une croissance annuelle de 1,3 % en 2016, soit un chiffre inchangé par rapport aux dernières projections d'automne. Ce statu quo s'explique par le fait que l'incidence négative de la menace terroriste et les hypothèses techniques et extérieures légèrement moins favorables sur lesquelles reposent les estimations de l'Eurosystème, dont les principales sont décrites dans l'encadré 1 du présent article, sont contrebalancées par un effet de niveau favorable résultant de l'accélération de la croissance au dernier trimestre de 2015. De fait, cette dernière a récemment fait l'objet d'une révision à la hausse par l'ICN en raison d'une progression marquée de l'activité dans le secteur énergétique dont ne tenaient pas encore compte les projections d'automne et les précédentes éditions des comptes trimestriels de l'ICN. En 2016, l'expansion de l'économie belge devrait par conséquent être très proche du rythme de croissance enregistré les deux années précédentes. D'après les présentes projections, la croissance devrait encore demeurer limitée durant le trimestre en cours, bridée par le tarissement de l'afflux de touristes, mais elle repartirait à la hausse au second semestre, notamment sous l'effet conjugué de l'augmentation de la demande mondiale et de l'amélioration de la compétitivité-coût résultant de la politique de modération salariale. La croissance annuelle s'établirait dès lors à 1,5 % en 2017, s'écartant peu des projections d'automne, et elle devrait encore se renforcer légèrement en 2018. À cet égard, il convient de rappeler la grande marge d'incertitude inhérente aux estimations établies pour des années plus éloignées. Outre l'affermissement de la croissance des exportations, une augmentation des investissements et de la consommation des ménages, alimentée par une hausse des revenus, devrait contribuer

à l'accélération de l'activité au cours des deux prochaines années.

Le redressement du marché du travail demeure robuste, et il ne peut être dissocié de la politique de modération des coûts salariaux et des réformes structurelles apportées au marché du travail. L'accroissement de l'emploi intérieur devrait même, selon les dernières statistiques, dépasser les estimations des projections d'automne et ce, même si cette évolution est compensée par la durée moyenne du travail qui reste quelque peu inférieur aux projections. Sur la période de trois ans courant de 2016 à 2018, le rebond de la croissance devrait concourir à créer près de 140 000 postes de travail supplémentaires. Bien que le taux de participation reste orienté à la hausse et que la population en âge de travailler continue de croître à un rythme supérieur aux attentes sous l'effet du nombre relativement élevé de demandeurs d'asile, ce résultat outre-passe largement la croissance de la population active. Le taux de chômage devrait dès lors se réduire progressivement à 7,8 % environ en 2018, soit un taux comparable au niveau qu'il affichait juste avant la grande récession.

L'inflation a continué d'augmenter durant les premiers mois de l'année. En moyenne annuelle, l'inflation en 2016 augmenterait fortement par rapport à l'année précédente. Bien que cette évolution soit en premier lieu à mettre en rapport avec le retournement de l'évolution des prix des produits pétroliers, la tendance sous-jacente de l'inflation demeure elle aussi étonnamment élevée et ce, en dépit de la diminution continue des coûts salariaux par unité produite depuis 2013. Si ce constat traduit en partie un redressement normal des marges bénéficiaires des entreprises, il réduit cependant les retombées positives engendrées par l'amélioration de la compétitivité-coût ainsi que de l'emploi sur la croissance. Par ailleurs, étant donné que les mécanismes d'indexation des prix opèrent à nouveau, le fait que la Belgique présente une inflation sensiblement supérieure à celle des autres pays de la zone euro risque d'engendrer une augmentation relativement plus forte des coûts salariaux en Belgique et d'amener la compétitivité à se dégrader à nouveau. Selon les projections, l'inflation devrait continuer de grimper pour s'établir juste en-deçà de la barre des 2 % en 2018 et ce, sous l'effet notamment de la remontée des coûts salariaux. En ce qui concerne les salaires conventionnels, en l'absence d'une norme salariale centrale pour les deux prochaines années, l'hypothèse retenue a été celle d'une croissance réelle grim pant à 1 % en 2018, dans un contexte de renforcement de la croissance et de pénurie grandissante de main-d'œuvre sur le marché du travail.

S'agissant des finances publiques, il faudra attendre 2017 pour voir se réduire le déficit budgétaire. À la fin

de l'horizon de projection, le déficit s'établirait à 2,4 %, soit un taux éloigné des objectifs fixés dans le programme de stabilité en matière de résorption des déficits nominal et structurel. En 2018, la dette publique s'établirait à un niveau à peine inférieur à celui de 2015. Il convient de rappeler à cet égard que, conformément aux règles de l'Eurosystème applicables aux exercices de projection, il est tenu compte exclusivement des mesures qui ont été formellement décidées par les pouvoirs publics – ou dont l'approbation est très vraisemblable – et dont les modalités sont connues de manière suffisamment précise. En outre, les estimations de l'incidence budgétaire de certaines mesures peuvent s'écarter des montants inscrits au budget.

1. Environnement international et hypothèses

1.1 Économie mondiale

Au cours de l'année 2015, la reprise de l'économie mondiale s'est poursuivie, fût-ce dans un environnement marqué par l'incertitude; elle est restée inégale et fragile et est retombée à 3,0 %, après 3,3 % en 2014. Dans les pays avancés, l'activité a continué de se raffermir, demeurant plus dynamique dans les pays anglo-saxons que dans la zone euro et, surtout, qu'au Japon. À la fin de 2015, des signes d'affaiblissement y sont toutefois apparus: si les politiques monétaires accommodantes et le recul des prix pétroliers ont encore soutenu la demande intérieure, l'apathie croissante de la demande extérieure a fini par peser davantage sur le redressement en cours. Par contraste, du côté des pays émergents, le ralentissement économique s'est confirmé en 2015, notamment en Chine.

La moindre vigueur de l'économie chinoise a freiné l'activité dans les autres pays émergents. De plus, la baisse des cours des matières premières et le durcissement des conditions de financement – en partie lié à la normalisation de la politique monétaire américaine – ont aussi pénalisé leur activité. Les situations ont toutefois été très diverses. Une récession profonde était en cours en Russie et au Brésil, et plusieurs autres pays exportateurs de produits de base ont eux aussi rencontré des difficultés grandissantes. Par contre, la croissance est restée plus robuste dans d'autres pays, comme en Inde. Tout au long de l'année 2015, les marchés financiers ont régulièrement été secoués par des épisodes de volatilité reflétant les inquiétudes liées à l'atonie de l'activité dans les économies émergentes, en particulier en Chine. En effet, durant l'été de 2015, les marchés ont enregistré une poussée brutale des incertitudes à la suite des mesures prises par les autorités chinoises en vue d'enrayer les comportements

de placements à risque dans le secteur bancaire parallèle, d'une part, et de l'annonce par la Banque populaire de Chine d'un ajustement de sa politique de change, d'autre part. Ces craintes ont donné lieu à une volatilité croissante sur les places financières internationales, avec l'affaiblissement des cours boursiers, une diminution des flux de capitaux vers les économies émergentes, un resserrement de leurs conditions financières (contre un recul des taux des obligations d'État dans les pays avancés, où elles sont considérées comme des placements relativement plus sûrs) et une dépréciation des monnaies de certains pays émergents. De la fin de 2015 à la mi-février 2016, un nouvel épisode d'intense volatilité a été alimenté, une fois de plus, par l'avivement des craintes quant à un ralentissement désordonné et plus brutal que prévu de l'économie chinoise, mais aussi par des perspectives assombries pour d'autres économies et par la poursuite de la faiblesse des cours du pétrole et des retombées de celle-ci sur les pays exportateurs, interprétée comme le signe d'une plus grande anémie de l'économie mondiale.

La crainte d'une nouvelle détérioration de la situation économique dans les pays émergents a continué de peser sur les marchés financiers au cours des premières semaines de 2016, mais paraît toutefois jusqu'à présent infondée. Au premier trimestre de 2016, la croissance en Chine serait restée quasi stable. Ce scénario d'un atterrissage en douceur est conforté par l'adoption de politiques de soutien budgétaire et monétaire. En Russie, à la faveur de la remontée des cours des matières premières enregistrée cette année, les premières données tendent à indiquer un amoindrissement de la contraction, tandis que, au Brésil, les incertitudes politiques continuent d'enrayer la confiance. Même si des vulnérabilités et des vents contraires tenaces pèsent encore sur les économies émergentes – le haut niveau d'endettement de la Chine demeure un facteur de risque –, il semble que l'exacerbation des craintes au début de 2016 ait été exagérée, et des signes positifs se sont ainsi fait jour sur les marchés financiers dès la mi-février 2016. L'aversion pour le risque s'est atténuée, les marchés financiers se sont ressaisis, recouvrant en partie les pertes précédentes, et les taux d'intérêt des obligations d'État des pays avancés ont légèrement progressé. Les cours du pétrole sont remontés et les taux de change de certains pays émergents se sont redressés. En Chine, le renminbi s'est stabilisé et les sorties de capitaux se sont modérées, ce qui est en partie attribuable aux nouvelles données macroéconomiques, qui ont conforté le scénario d'un atterrissage en douceur.

Sur l'ensemble de l'année 2015, le commerce international de biens et de services s'est ralenti, freiné par la contraction des importations de plusieurs économies émergentes. En Chine, les surcapacités enregistrées dans la production

industrielle et dans le secteur de l'immobilier, de même que l'entame du rééquilibrage de l'activité vers le secteur des services, ont occasionné un essoufflement des investissements, qui sont relativement intensifs en importations. Dans d'autres pays émergents, la dépréciation de la monnaie, tout comme la moindre vigueur, voire le recul, de la demande intérieure, notamment du fait d'investissements étiques, ont limité leurs importations. Au cours des premiers mois de 2016, la croissance du commerce mondial se serait stabilisée à un niveau relativement bas.

Contrastant avec celle des économies émergentes, la croissance des pays avancés s'est quelque peu renforcée en 2015. Aux États-Unis, elle est restée soutenue, s'appuyant sur la demande intérieure, en particulier sur la consommation privée. Cette dernière reste ancrée autour de fondamentaux solides, tels la création d'emplois, la hausse des salaires réels et le gonflement du patrimoine net des ménages. En revanche, la perte de compétitivité-prix à la suite de l'appréciation du dollar a pesé sur les exportations. De plus, les investissements dans le secteur de l'énergie ont diminué. Depuis la fin de 2015, la croissance s'est sensiblement modérée, retombant à 0,8% en croissance annuelle au premier trimestre de 2016 selon les statistiques trimestrielles les plus récentes. Outre à l'augmentation de la contribution négative du commerce extérieur, le tassement est essentiellement imputable à la demande intérieure: alors que les dépenses des ménages ont relativement bien résisté, notamment celles en investissements résidentiels, les investissements non résidentiels, liés aux extractions de matières premières, mais aussi aux investissements productifs dans d'autres secteurs, ont plombé le rythme de croissance.

Au Japon, alors que la reprise semblait bien amorcée depuis le début de 2015, l'activité a fini par se contracter en fin d'année. Le ralentissement en Chine et dans d'autres économies asiatiques auxquelles le Japon est étroitement exposé ont pénalisé ses exportations et, partant, son secteur manufacturier. De plus, en dépit d'un marché du travail extrêmement serré, la consommation privée s'est repliée. Mais, au premier trimestre de 2016, la croissance a surpris en repassant en territoire légèrement positif, grâce à un rebond de la consommation privée et des exportations.

En 2015, la croissance dans la zone euro a montré des signes de relâchement en cours d'année, lestée par l'aggravation de la détérioration de l'environnement extérieur. La croissance a de nouveau reposé sur la demande intérieure. Le raffermissement de la consommation privée s'est appuyé sur la hausse du pouvoir d'achat des ménages à la suite de la baisse des prix de l'énergie et de l'embellie sur le marché du travail. La reprise des investissements a, en revanche, été plutôt timide dans l'ensemble. Si des conditions de financement très favorables les ont soutenues, l'incertitude et,

dans certains États membres, la nécessité de poursuivre la réduction de l'endettement ont différé les décisions d'investissement. Après un ralentissement graduel de la croissance économique en 2015, les premières données font état d'une accélération au premier trimestre de 2016 (à 0,5% en glissement trimestriel). Sur le marché du travail, la situation a continué de s'améliorer jusqu'au début de 2016. Les créations d'emplois ont progressé parallèlement au redressement de la croissance et au soutien de mesures fiscales, structurelles et de modération salariale dans certains pays. Le taux de chômage s'est peu à peu infléchi, tout en demeurant encore à des niveaux élevés, de l'ordre de ceux de 2011.

La reprise dans la zone euro en 2015 a reposé sur une assise géographique plus large. À l'exception de la Grèce, retombée en récession en milieu d'année, c'est surtout dans certains pays périphériques que la croissance a été la plus vigoureuse, portée par l'amélioration sur le marché du travail et par la reprise au sein des économies avancées en dehors de la zone euro, mais aussi par les effets des réformes structurelles et des programmes d'ajustement qui avaient été mis en œuvre. Dans les pays du cœur de la zone euro, la croissance tant en Allemagne qu'en France s'est appuyée sur le dynamisme de la consommation privée, tandis que le commerce extérieur a peiné à constituer un levier de croissance solide. En Allemagne, la consommation publique a aussi été robuste, en partie grâce aux dépenses engagées face à l'afflux de migrants, de même que les investissements. En France, par contre, la contraction dans le secteur de la construction a compensé la contribution positive des autres investissements.

En recul depuis 2011, l'inflation dans la zone euro a atteint un creux en janvier 2015, avant d'évoluer de manière irrégulière autour de niveaux légèrement positifs, et, sur l'ensemble de l'année 2015, l'inflation a ainsi été nulle. La poursuite du repli des cours du pétrole et de nouveaux effets de base négatifs, de même que l'appréciation récente de l'euro, ont à nouveau poussé l'inflation en territoire négatif à partir de février 2016.

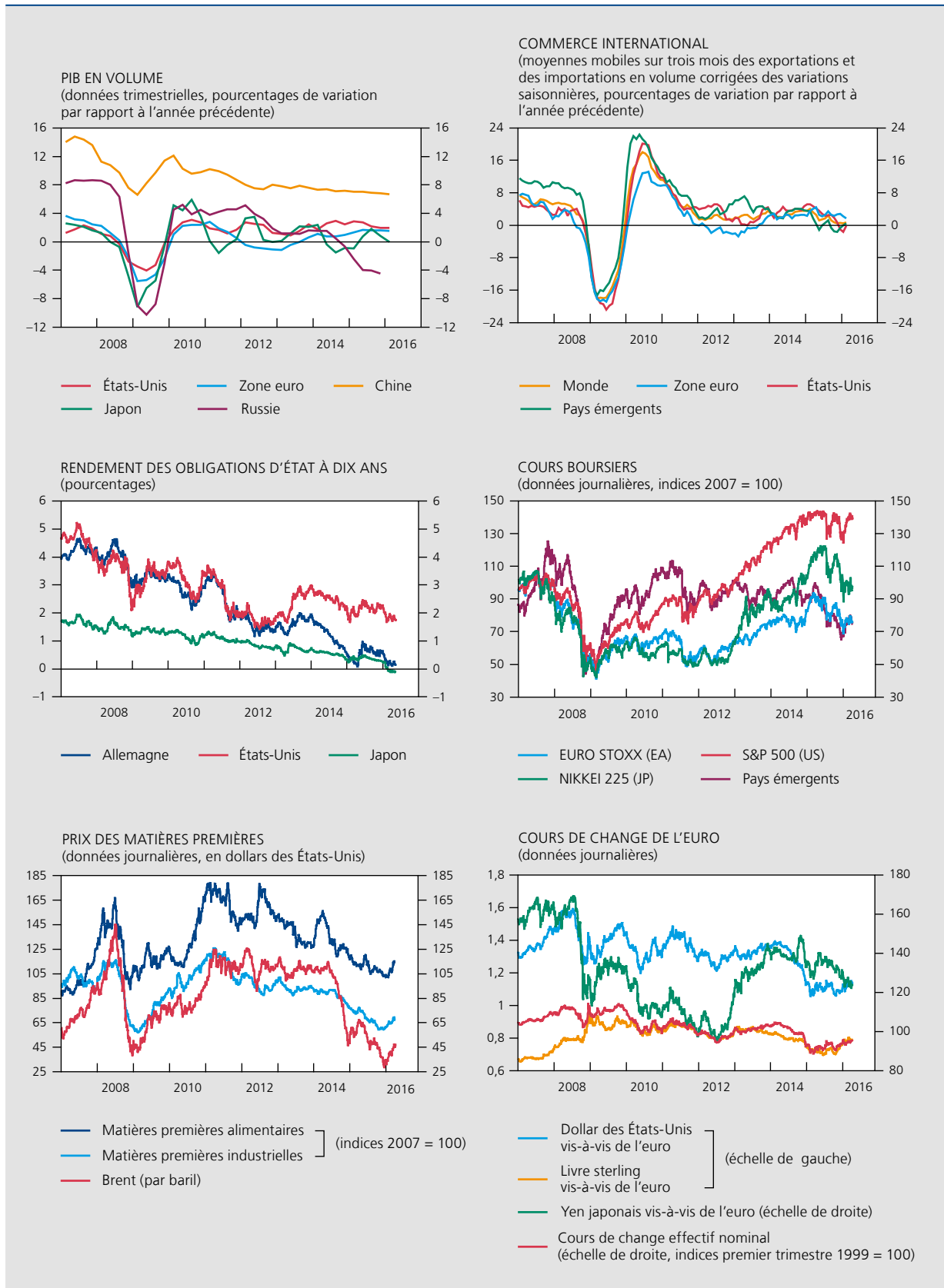
En 2015 et jusqu'au début de 2016, tandis que les monnaies des pays avancés se sont globalement appréciées, celles de plusieurs pays émergents et exportateurs de matières premières ont, au contraire, eu tendance à se déprécier. Les évolutions des monnaies des pays avancés ont aussi reflété les attentes quant aux différentes politiques monétaires et aux nouvelles mesures. En effet, l'euro s'est à nouveau déprécié par rapport au dollar des États-Unis au cours de la période qui a précédé les décisions de politique monétaire prises de part et d'autre de l'Atlantique en décembre 2015, avec, d'une part, la première levée des taux directeurs par la Réserve fédérale et, d'autre part, une prolongation de six mois des achats de la BCE.

En mars 2016, la BCE a annoncé l'adoption de nouvelles mesures d'assouplissement monétaire. L'ensemble des taux directeurs a une nouvelle fois été abaissé. Le Conseil des gouverneurs a également décidé d'augmenter les achats mensuels d'actifs effectués dans le cadre du programme d'achats d'actifs (APP), les faisant passer à 80 milliards d'euros (contre 60 auparavant) et d'étendre aux actifs éligibles certaines obligations des sociétés non financières dès la fin du deuxième trimestre de 2016. Enfin, une nouvelle série de quatre opérations de refinancement à plus long terme ciblées (TLTRO II) sera lancée entre juin 2016 et mars 2017. Face au contexte troublé sur les marchés, aux incertitudes liées aux pays émergents et aux résultats macroéconomiques mitigés aux États-Unis, les autorités monétaires américaines ont quant à elles insisté sur l'adoption d'une conduite prudente quant aux relèvements futurs des taux d'intérêt et ont opté pour un rythme de normalisation de leur politique moins rapide qu'anticipé. Lors de sa réunion du 27 avril 2016, la Réserve fédérale a dès lors laissé sa politique monétaire inchangée, même si elle n'a pas exclu une hausse de ses taux plus tard dans l'année.

Une réévaluation de la divergence entre les politiques monétaires américaine et européenne, à la suite des décisions prises depuis décembre 2015, semble avoir contribué à la récente appréciation de l'euro face au dollar des États-Unis. À partir de décembre 2015, l'euro s'est d'ailleurs également nettement apprécié en termes effectifs.

Alors qu'ils s'étaient affichés en baisse tendancielle dès la mi-2014, les cours du Brent sont sortis du creux où ils étaient tombés en janvier 2016, lorsque le baril valait un peu moins de 30 dollars, pour grimper jusqu'à près de 48 dollars à la fin mai. Si l'offre de pétrole continue d'être excédentaire, plusieurs éléments ont pourtant récemment tendu à la modérer. En effet, la production a été réduite en raison de perturbations de la production en Irak, au Nigéria et aux Émirats arabes unis. En février, des quatre principaux pays membres de l'OPEP, à savoir l'Arabie saoudite, le Qatar, la Russie et le Venezuela, ont annoncé qu'ils gelaient leur production aux niveaux de janvier 2016. Dans les pays hors OPEP tels que les États-Unis, le Brésil ou la Chine, les données préliminaires de janvier et février 2016 font également état d'une diminution de la production. En outre, au Canada, les incendies de forêts survenus au mois de mai 2016 dans la région de l'Alberta auraient perturbé ses capacités de production à hauteur de près de la moitié. Les cours pétroliers restent toutefois très nerveux au vu des nombreuses incertitudes entachant leur évolution future, telles que, par exemple, l'offre supplémentaire attendue en provenance de l'Iran à l'avenir, dont le niveau est encore indéterminé. S'agissant des autres matières premières non pétrolières, les cours ont suivi le mouvement et sont également remontés.

GRAPHIQUE 1 ÉVOLUTION DE L'ÉCONOMIE MONDIALE ET DÉVELOPPEMENTS SUR LES MARCHÉS FINANCIERS ET DES MATIÈRES PREMIÈRES



Sources : CPB Wereldhandelsmonitor, OCDE, Thomson Reuters Datastream.

TABLEAU 1 PROJECTIONS POUR LES PRINCIPALES ZONES ÉCONOMIQUES

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

	2014	2015	2016 e	2017 e
	Réalizations		Projections	
PIB en volume				
Monde	3,3	3,0	3,1	3,4
dont:				
Pays avancés	1,8	2,0	2,0	2,0
États-Unis	2,4	2,4	2,3	2,2
Japon	0,0	0,5	0,8	0,4
Union européenne	1,4	1,9	1,8	1,9
Pays émergents	4,5	3,8	3,9	4,4
Chine	7,3	6,9	6,5	6,2
Inde	7,1	7,3	7,4	7,4
Russie	0,6	-3,7	-1,9	0,5
Brésil	0,1	-3,8	-3,7	0,3
<i>p.m. Importations mondiales</i>	3,4	2,3	2,9	4,0
Inflation⁽¹⁾				
États-Unis	1,6	0,1	1,2	2,2
Japon	2,7	0,8	0,0	1,5
Union européenne	0,5	0,0	0,3	1,5
Chine	2,1	1,7	2,5	2,5
Taux de chômage⁽²⁾				
États-Unis	6,2	5,3	4,8	4,5
Japon	3,6	3,4	3,4	3,3
Union européenne	10,2	9,4	8,9	8,5

Sources: CE, OCDE.

(1) Indice des prix à la consommation.

(2) Pourcentages de la population active.

Encadré 1 – Hypothèses retenues pour les projections

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

S'agissant des cours de change, les projections s'appuient sur l'hypothèse selon laquelle ceux-ci resteront figés sur l'ensemble de la période de projection au niveau moyen observé durant les dix derniers jours ouvrables précédant la clôture des hypothèses le 11 mai 2016. Pour le dollar des États-Unis, ce cours de change s'établissait à 1,14 dollar pour 1 euro.

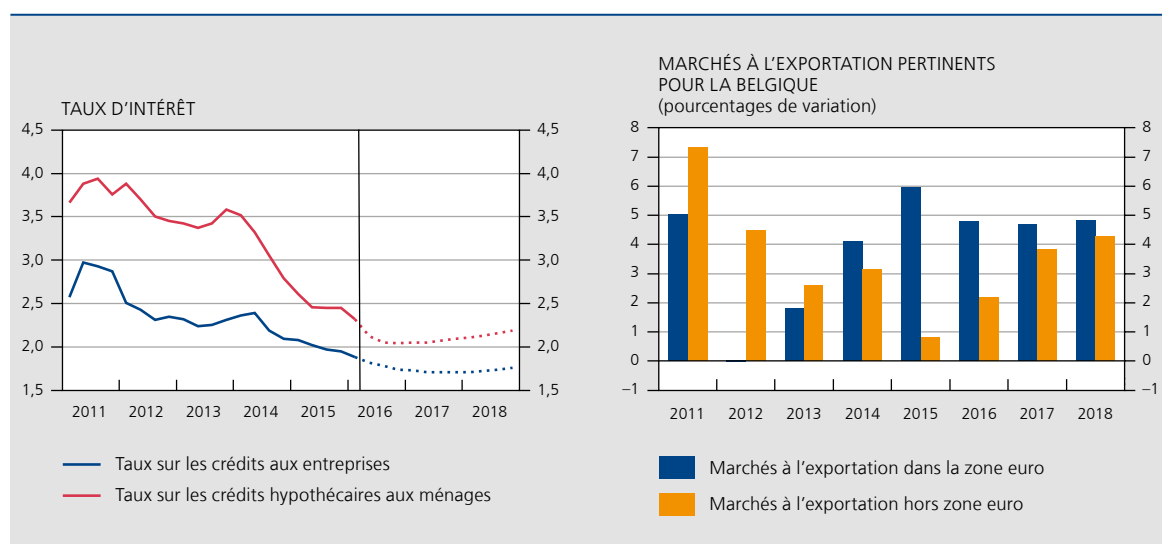


En ce qui concerne les futurs cours du pétrole, il est tenu compte, comme à l'accoutumée, des anticipations des marchés telles qu'elles se reflètent dans les contrats à terme conclus sur les marchés internationaux. Après la baisse quasi ininterrompue amorcée à l'automne de 2014, les marchés s'attendaient, à la mi-mai 2016, à ce que le cours du baril de Brent reparte progressivement à la hausse à l'horizon des projections, passant de 35 dollars en moyenne au premier trimestre de 2016 à 52 dollars environ au dernier trimestre de 2018. Il s'agit, une fois de plus, d'une sensible révision à la baisse par rapport aux hypothèses établies dans le cadre des projections d'automne.

Les hypothèses relatives aux taux d'intérêt reposent également sur les anticipations des marchés observées à la mi-mai 2016. Au premier trimestre de cette année, le taux des dépôts interbancaires à trois mois s'établirait à environ 20 points de base. Il s'infléchirait encore quelque peu par la suite avant, de se redresser légèrement à la fin de la période des projections pour avoisiner à nouveau les quelques 20 points de base. Le niveau du taux à long terme sur les obligations publiques en Belgique afficherait une progression plus soutenue, passant de 0,6 % au premier trimestre de cette année à 1,1 % en moyenne en 2018.

TAUX D'INTÉRÊT ET CROISSANCE EN VOLUME DES MARCHÉS À L'EXPORTATION

(pourcentages)



Source : Eurosysteme.

L'évolution attendue des taux appliqués par les banques sur les crédits d'investissement aux entreprises et sur les crédits hypothécaires aux particuliers peut cependant diverger quelque peu de celle des taux de marché. Ainsi, en raison de la politique monétaire particulièrement accommodante de la BCE et de l'abondante liquidité qui en découle, le taux d'hypothécaire moyen est historiquement bas, et il devrait à peine suivre le mouvement haussier du taux du marché à long terme pour rester relativement stable sur l'ensemble de la période de projection. Le taux moyen des crédits aux entreprises, plus proche du segment à court terme, demeurerait lui aussi relativement constant sur la période de projections : à la fin de 2018, il ressortirait à moins de 1,8 %, soit un niveau encore légèrement inférieur à celui qu'il affiche actuellement.

Les perspectives relatives à la croissance économique mondiale, hors zone euro, se sont clairement assombries depuis les projections d'automne publiées en décembre 2015, tant pour les pays développés que pour les pays émergents. Par ailleurs, la récente atonie du commerce international évoquée précédemment a donné lieu à une nouvelle révision

à la baisse de l'importance des échanges commerciaux dans la croissance mondiale pour 2016. Cette situation grève, cette année surtout, la croissance des marchés étrangers en dehors de la zone euro, qui, après un plus bas historique en 2015, devrait donc rester très limitée en 2016. Au total, la croissance des marchés étrangers pertinents pour les exportateurs belges devrait continuer de s'affermir de manière constante pour atteindre 4,6 % en 2018.

L'évolution des exportations belges est déterminée non seulement par la croissance de ces marchés de débouchés étrangers, mais aussi par le développement des parts de marché, et donc, par la compétitivité de la Belgique. Parmi les aspects de la compétitivité liés aux coûts, les fluctuations des prix pratiqués par les concurrents sur les marchés à l'exportation occupent une place de choix. Sous l'effet, entre autres, de l'appréciation récente de l'euro, les prix pratiqués par les concurrents sur les marchés à l'exportation, exprimés en euros, fléchiraient de 2,9 % en 2016 alors qu'ils avaient encore augmenté en 2015 à la suite de la dépréciation de l'euro. Avec un cours de change estimé constant, le raffermissement de l'inflation, dans la zone euro mais aussi ailleurs, ouvre la voie pour les prochaines années à une nouvelle pression haussière sur les prix chez les concurrents des exportateurs belges.

HYPOTHÈSES DES PROJECTIONS DE L'EUROSYSTÈME

(pourcentages, sauf mention contraire)

	2016	2017	2018
	(moyennes annuelles)		
Cours de change de l'euro vis-à-vis du dollar des États-Unis	1,13	1,14	1,14
Cours du pétrole (dollars des États-Unis par baril)	43,4	49,1	51,3
Taux des dépôts interbancaires en euros à trois mois	-0,25	-0,30	-0,25
Taux sur les obligations à dix ans de l'État belge	0,6	0,8	1,1
Taux sur les crédits aux entreprises	1,8	1,7	1,7
Taux sur les crédits hypothécaires aux ménages	2,1	2,1	2,1
	(pourcentages de variation)		
Marchés à l'exportation pertinents pour la Belgique	3,7	4,3	4,6
Prix des concurrents à l'exportation	-2,9	2,2	2,1

Source : Eurosystem.

Globalement, l'ajustement des hypothèses par rapport à celles des dernières prévisions d'automne exerce une incidence légèrement négative sur les prévisions de croissance pour la Belgique. L'influence négative de l'environnement international moins favorable et du renchérissement de l'euro n'est en effet que partiellement compensé par le niveau légèrement plus faible des taux d'intérêt et par l'adaptation à la baisse des cours du pétrole.

1.2 Estimations pour la zone euro

S'agissant de la croissance dans la zone euro en 2016, les projections de printemps de l'Eurosysteme sont nettement plus optimistes que ne l'étaient les estimations de mars 2016 de la BCE. Grâce à un début d'année robuste, la croissance devrait atteindre, comme en

2015, 1,6 % en rythme annuel. Cette nouvelle estimation est par ailleurs très proche des précédentes projections d'automne de l'Eurosysteme. Seuls les effets d'un environnement international moins favorable pousseraient la croissance à être un peu moins vigoureuse que ne le prévoient ces projections pour l'année prochaine. En 2018 également, l'économie de la zone

euro devrait continuer de progresser plus ou moins au même rythme.

À cet égard, la reprise reste soutenue par des conditions de base favorables, comme un euro relativement bon marché et un faible niveau des taux d'intérêt, qu'a contribué à favoriser la politique monétaire. L'essoufflement de la demande extérieure devrait peser davantage sur la contribution à la croissance des exportations nettes en 2016, mais il sera compensé par une forte progression de la demande intérieure, portée non seulement par la consommation privée mais également par les investissements. La demande intérieure faiblirait toutefois quelque peu au cours de la période couverte par les projections, en raison entre autres de la remontée du prix du pétrole. En tenant compte du taux de croissance estimé au niveau mondial, cette évolution devrait toutefois être compensée par le raffermissement de la demande extérieure. La contribution négative des exportations nettes à la croissance serait ainsi effacée et la croissance économique resterait dès lors relativement stable.

L'année dernière, l'inflation dans la zone euro est tombée au point mort sur une base annuelle. Au cours de la période couverte par les projections, l'évolution récente et attendue du prix du pétrole devrait exercer une forte incidence sur l'inflation, qui devrait enregistrer un net rebond à partir de 2017. L'inflation sous-jacente, c'est-à-dire l'inflation abstraction faite de ses composantes volatiles, devrait également progressivement remonter, sous l'effet principalement de la croissance salariale induite par la poursuite du redressement de l'économie et du marché du travail. En 2018, l'inflation, toujours abstraction faite de ses composantes volatiles, devrait cependant se maintenir bien en deçà du seuil de 2 %.

Au cours de la période récente, l'emploi a fortement augmenté: par rapport à la croissance de l'activité, la reprise récemment observée sur le marché du travail est même plus marquée que ce qu'auraient pu laisser prévoir les élasticités historiques. Bien que des glissements conjoncturels vers des secteurs d'activité intensifs en main-d'œuvre aient contribué à ce redressement, il est avant tout le fruit de réformes structurelles dans certains pays et du maintien de la modération salariale. Selon les estimations, l'emploi devrait continuer à progresser d'environ 1 % par an au cours de la période de projection; le rapport entre le rythme de croissance de l'emploi et la croissance de l'activité devrait toutefois progressivement revenir à son niveau historique. Pour l'ensemble de la zone euro, le taux de chômage devrait continuer de baisser pour s'établir malgré tout à 9,5 % en 2018, soit plus ou moins le seuil atteint en 2009.

TABLEAU 2 PROJECTIONS DE L'EUROSISTÈME POUR LA ZONE EURO

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

	2016 e	2017 e	2018 e
PIB en volume	1,6	1,7	1,7
Dépense de consommation finale des ménages et des ISBL ..	1,9	1,7	1,5
Dépense de consommation finale des administrations publiques	1,5	0,8	0,9
Formation brute de capital fixe ..	3,2	3,4	3,3
Exportations de biens et de services	3,2	4,2	4,4
Importations de biens et de services	4,7	4,7	4,8
Inflation (IPCH)	0,2	1,3	1,6
Inflation sous-jacente ⁽¹⁾	1,0	1,2	1,5
Emploi intérieur	1,1	0,9	0,9
Taux de chômage ⁽²⁾	10,2	9,9	9,5
Besoin (-) ou capacité de financement des administrations publiques ⁽³⁾	-1,9	-1,7	-1,4

Source: BCE.

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

(2) Pourcentages de la population active.

(3) Pourcentages du PIB.

Le déficit budgétaire moyen de la zone euro diminuerait fortement, pour retomber à 1,4 % du PIB en 2018. Cette amélioration est exclusivement attribuable à l'embellie conjoncturelle et à la poursuite de la réduction des charges d'intérêts liée à la faiblesse inhabituelle des taux. L'orientation de la politique budgétaire serait, par contre, légèrement assouplie en 2016, bien que cela soit en grande partie imputable à une hausse des dépenses liées à l'accueil des réfugiés. Le ratio de la dette publique continuerait de baisser, à un rythme toutefois lent, pour se situer à la fin de 2018 à un niveau inférieur de 5,5 points de pourcentage au sommet atteint en 2014.

2. Activité et demande

La croissance de l'activité en Belgique s'est fortement raffermie durant le dernier trimestre de 2015. Alors que les statistiques trimestrielles antérieures étaient parfaitement en ligne avec les projections d'automne de la Banque, une augmentation substantielle de l'activité du secteur de l'énergie a conduit l'ICN à revoir la croissance trimestrielle à la hausse (à 0,5 %) à la fin du mois d'avril. Comme les projections d'automne l'avaient anticipé, la croissance

économique s'est établie à 1,4% pour l'ensemble de l'année 2015.

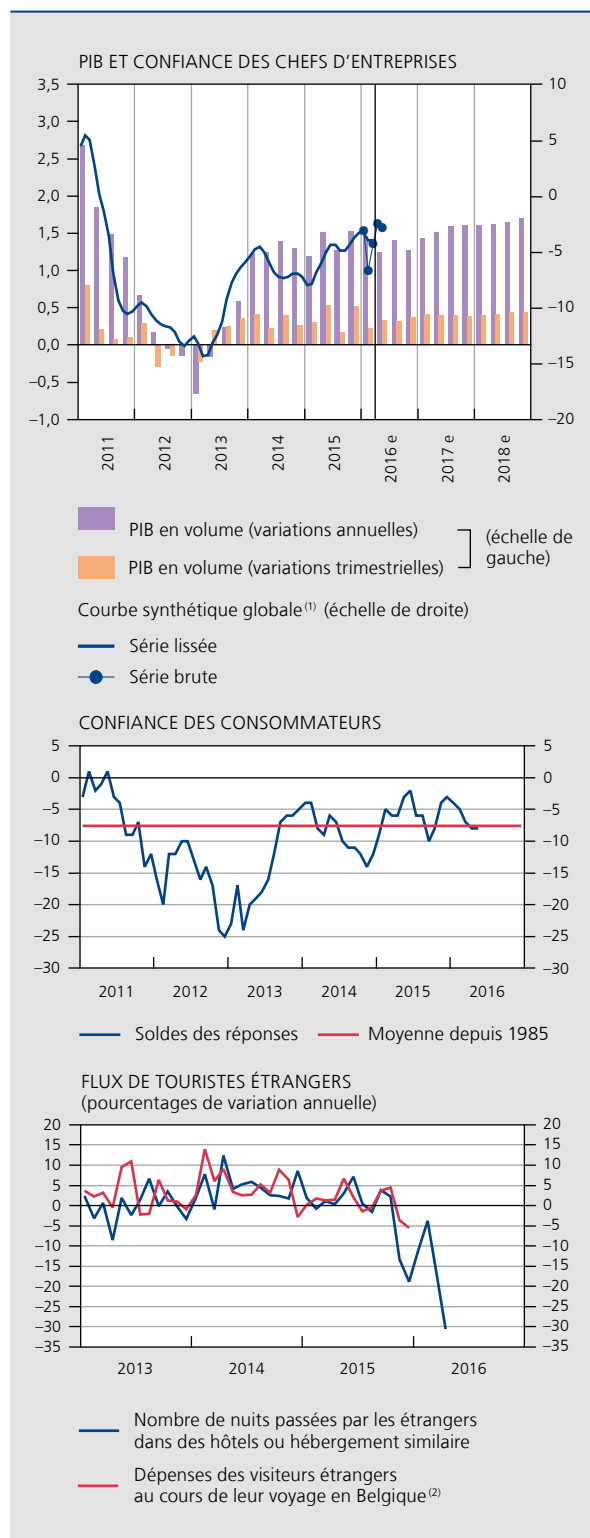
La révision à la hausse de la croissance au dernier trimestre de l'année dernière génère cependant un effet de niveau positif sur l'année en cours contrebalançant ainsi le rythme de croissance plus faible enregistré au premier semestre de 2016. La croissance au premier semestre de l'année n'aurait, de fait, pas seulement été bridée par la fragilité de l'environnement extérieur, mais aussi par l'impact négatif de la menace terroriste qui règne depuis les attentats de Paris en novembre 2015 et qui s'est encore alourdi à la suite des attentats perpétrés à Bruxelles en mars 2016. Les premières estimations de l'ICN confirment cette situation en indiquant que la croissance économique au cours du premier trimestre aurait progressé à un rythme très modéré, de l'ordre de quelque 0,2%, soit un niveau nettement inférieur à la moyenne de la zone euro.

Du fait que les attentats de Bruxelles ne se sont produits qu'à la fin du premier trimestre, leur effet sur l'économie devrait encore être perceptible au cours du deuxième trimestre et se répercuter principalement sur le tourisme et, dans une moindre mesure seulement, sur la consommation privée. La confiance des consommateurs a accusé un nouveau repli depuis avril, tombant même temporairement sous sa moyenne de long terme. Une comparaison avec les indicateurs de confiance d'autres pays également touchés par des attaques terroristes (comme l'Espagne en 2004, le Royaume-Uni en 2005 et la France en 2015) révèle toutefois que la confiance des consommateurs se rétablit en règle générale très rapidement après les attaques. La confiance des chefs d'entreprise belges s'est par ailleurs à nouveau raffermie après les attentats. Bien plus que la demande intérieure, les exportations et, plus particulièrement, les revenus du tourisme auraient souffert des attentats, qui ont, de plus, provoqué des perturbations prolongées de l'activité à l'aéroport national, importante porte d'entrée en Belgique. Depuis les attentats de Paris commis en novembre 2015 et le relèvement consécutif du niveau d'alerte terroriste ayant entraîné la prise de mesures de sécurité importantes dans la Région de Bruxelles-Capitale, l'afflux de touristes et de voyageurs d'affaires en Belgique a nettement diminué. La baisse du nombre de touristes se reflète d'ailleurs dans le taux d'occupation relativement bas des hôtels, surtout à Bruxelles, au cours du premier semestre de l'année.

Dans ce contexte, la croissance trimestrielle du deuxième trimestre de 2016 ne devrait, selon les estimations actuelles, progresser que très légèrement. Grâce à l'effet de niveau enregistré en 2015, la croissance annuelle devrait toutefois, comme le prévoient les projections d'automne, atteindre 1,3% en 2016. Sur une base annuelle, la

GRAPHIQUE 2 PIB, INDICATEURS DE CONFIANCE ET AFFLUX DE TOURISTES ÉTRANGERS

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



Sources: Eurostat, ICN, BNB.

(1) Données non corrigées des effets de calendrier.

(2) Données nominales, selon les données de la balance des paiements.

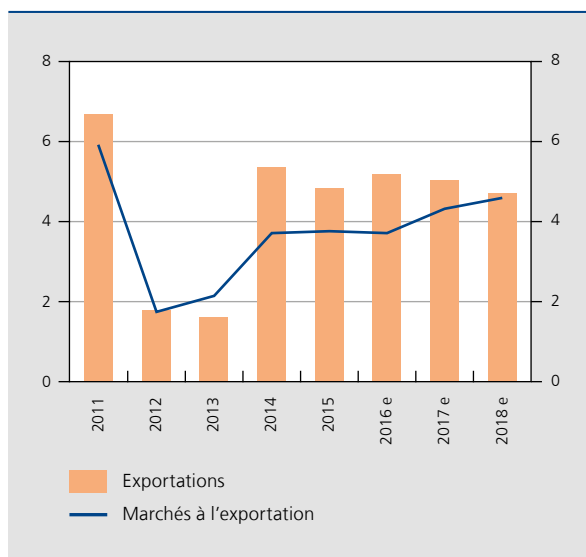
croissance économique devrait poursuivre sa progression jusqu'à respectivement 1,5 et 1,6 % en 2017 et 2018.

Comme cela a été le cas dans un passé récent, et comme attendu jusqu'à peu, la demande intérieure constituera également le moteur de la croissance le plus important, mais pas le seul, durant la suite de la période de projection. En 2017 et 2018, la demande intérieure (hors variation des stocks) contribuera en effet à la croissance à hauteur de respectivement 1,5 et 1,6 point de pourcentage. Bien qu'il ne soit pas exclu que, dans un avenir proche, les entreprises procèdent à une réduction moins rapide de leurs stocks, ou qu'elles en accélèrent la formation, les hypothèses techniques retenues pour l'ensemble des trimestres de la période couverte par les projections tablent, comme de coutume, sur un effet neutre de la variation des stocks sur la croissance, eu égard notamment à la grande incertitude statistique qui entoure ce concept. La contribution des exportations nettes à la croissance du PIB devrait être globalement négligeable.

Bien que l'effet de débordement de 2015 entraîne encore d'importants gains de marché sur une base annuelle en 2016, le recul des exportations de services de tourisme devrait grever les exportations au cours du premier semestre de 2016. D'après les projections, la croissance de celles-ci devrait néanmoins à nouveau progresser par la suite, en raison du redressement attendu de l'afflux de touristes et surtout, de l'accroissement de la demande mondiale, associés à l'amélioration de la compétitivité-coût. Globalement, la contribution des exportations nettes à la croissance demeurerait toutefois relativement modeste sur l'horizon des projections. D'une part, l'élément favorable que constitue la dépréciation de l'euro depuis l'été de 2014, qui a fortement soutenu les exportations ces derniers temps, disparaît, puisque l'euro s'est à nouveau récemment quelque peu réapprécié, et que, pour ce qui est de la période couverte par les projections, l'hypothèse technique d'un taux de change constant prévaut (cf. encadré 1). D'autre part, la vive modération des coûts salariaux semble n'avoir, jusqu'à présent, que peu influé sur les performances belges à l'exportation. D'autres pays de la zone euro ont enregistré, au cours de la période récente, des (hausse(s) de) gains de parts de marché à l'exportation plus prononcés que la Belgique. Cette situation peut s'expliquer par la répercussion encore incomplète du fléchissement des coûts salariaux sur les prix des entreprises exportatrices – bien que l'évolution récente et attendue du déflateur des exportations belges semble nettement plus modérée que dans l'ensemble de la zone euro –, mais également par une plus faible élasticité-prix des exportations belges. En effet, celles-ci se composent, davantage que dans les autres pays de la zone euro, de produits semi finis et d'intrants intermédiaires pour les chaînes de valeur

GRAPHIQUE 3 EXPORTATIONS ET MARCHÉS À L'EXPORTATION

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



Sources : ICN, BNB.

mondiales, ce qui pourrait éventuellement impliquer une sensibilité plus faible aux variations de prix. Par ailleurs, comme évoqué dans la partie 4, les coûts salariaux par unité produite devraient repartir nettement à la hausse à partir de 2017, ce qui pèse sur la compétitivité-coût et tend à limiter les gains de parts de marché à l'exportation à la fin de la période couverte par les projections.

Comme indiqué précédemment, la demande intérieure constituerait le principal moteur de la croissance économique en étant largement soutenue par la consommation privée et par les investissements des entreprises. Au cours du premier semestre de 2016, la hausse de la consommation des ménages devrait, tel qu'attendu, demeurer très modérée en raison d'un contexte de baisse de la confiance des consommateurs et d'une nette accélération de l'inflation. Selon les premières statistiques trimestrielles, la consommation privée en volume n'aurait que peu progressé au premier trimestre de 2016. A partir du second semestre de 2016, et sur l'ensemble de la période de projection, cette composante des dépenses devrait toutefois croître à un rythme relativement constant, de l'ordre de 0,3 % environ en volume par trimestre. La croissance régulière sur le marché de l'emploi et, surtout, l'augmentation des hausses salariales réelles à partir de 2017, induisent une accélération des revenus du travail, qui constituent le principal déterminant de la consommation privée. Cependant, compte tenu du lissage de la consommation dans le temps, les ménages n'adapteront

qu'avec un certain délai leur consommation à cette hausse de leurs revenus. Le taux d'épargne des particuliers grimperait dès lors quelque peu au cours des deux dernières années de la période couverte par les projections. Cette évolution résulterait également du fait que la part des revenus du patrimoine, qui tendent à être davantage épargnés, progresserait légèrement, principalement en raison de la hausse des revenus de dividendes. Plus généralement, on peut s'attendre à ce que les ménages profitent partiellement de l'augmentation de leur revenu disponible pour reconstituer quelque peu leurs réserves d'épargne, qui ont été fortement érodées au cours des dernières années. Néanmoins, le taux d'épargne demeurerait, même en 2018, encore nettement inférieur à son niveau moyen de long terme de 15 %, enregistré entre 2000 et 2015.

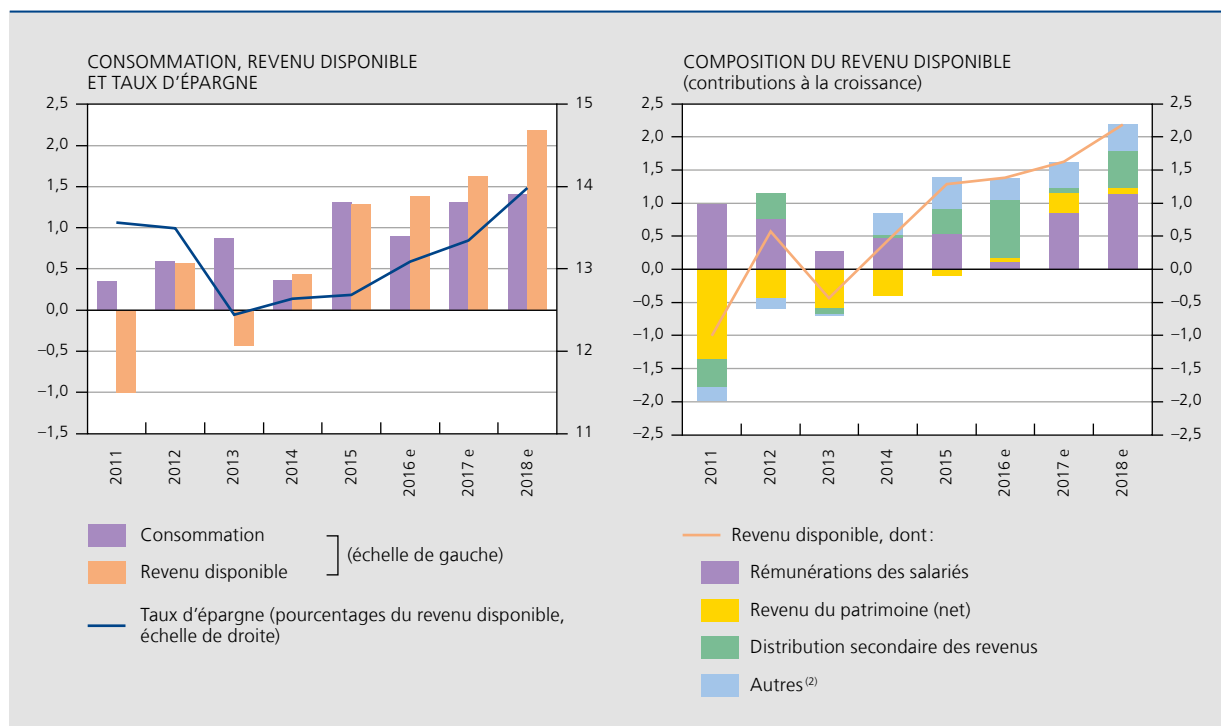
Le rythme de croissance sous-jacent des investissements des entreprises est également relativement régulier, bien qu'il soit encore, principalement en 2016, quelque peu biaisé par les facteurs spécifiques qui avaient fait grimper les investissements (et les importations) ces deux dernières années. Abstraction faite de ces facteurs, les investissements des entreprises devraient augmenter

graduellement à un rythme annuel moyenne d'un peu moins de 4 % en volume au cours de la période de projection. L'ampleur des réserves de liquidités, la hausse de l'excédent brut d'exploitation, de même que la faiblesse des taux d'intérêt et l'assouplissement des conditions de financement, contribuent au redressement de ces investissements. En outre, depuis peu, le degré d'utilisation des capacités de production dans l'industrie manufacturière est proche de sa moyenne de long terme, de sorte que l'accroissement de la demande générera de plus en plus d'investissements d'expansion.

Alors que les investissements des entreprises ont dépassé depuis quelque temps déjà leur niveau d'avant la crise, les investissements en logements se situent quant à eux toujours bien en deçà de ce niveau. Cet écart ne devrait pas pouvoir être comblé au cours de la période couverte par les projections, et ce en dépit de l'affermissement de la croissance. La vive croissance annuelle des investissements en logements enregistrée en 2016 résulte d'ailleurs principalement d'un effet de débordement de la forte hausse de 2015. Bien que les taux d'intérêt hypothécaires demeurent également bas en termes réels, que les revenus des ménages progressent et que le chômage recule

GRAPHIQUE 4 CONSOMMATION ET REVENU DISPONIBLE⁽¹⁾ DES PARTICULIERS

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



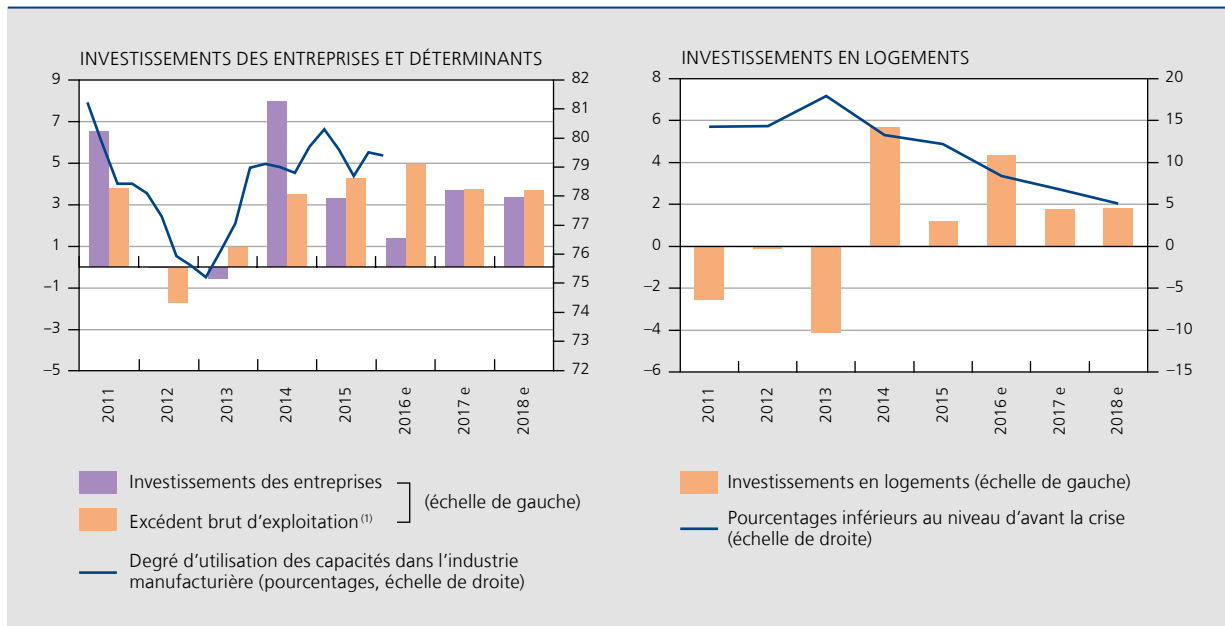
Sources : ICN, BNB.

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

(2) La catégorie « Autres » comprend l'excédent brut d'exploitation et le revenu mixte brut (des indépendants).

GRAPHIQUE 5 INVESTISSEMENTS DES ENTREPRISES ET EN LOGEMENTS

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



Sources: ICN, BNB.

(1) En termes nominaux.

TABLEAU 3 PIB ET PRINCIPALES CATÉGORIES DE DÉPENSES

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

	2014	2015	2016 e	2017 e	2018 e
Dépense de consommation finale des ménages et des ISBL	0,4	1,3	0,9	1,3	1,4
Dépense de consommation finale des administrations publiques	0,3	0,2	0,8	0,5	0,6
Formation brute de capital fixe	7,0	2,3	2,3	2,9	3,0
des administrations publiques	3,2	-0,6	3,5	0,0	3,5
en logements	5,7	1,2	4,4	1,8	1,8
des entreprises	8,0	3,3	1,4	3,7	3,4
<i>p.m. Dépenses intérieures, hors variation des stocks</i>	<i>1,8</i>	<i>1,3</i>	<i>1,2</i>	<i>1,5</i>	<i>1,6</i>
Variation des stocks ⁽¹⁾	-0,2	0,4	0,0	0,0	0,0
Exportations nettes de biens et de services ⁽¹⁾	-0,4	-0,3	0,2	0,1	0,1
Exportations de biens et de services	5,4	4,8	5,2	5,0	4,7
Importations de biens et de services	5,9	5,2	5,1	5,1	4,7
Produit intérieur brut	1,3	1,4	1,3	1,5	1,6

Sources: ICN, BNB.

(1) Contribution à la variation du PIB par rapport à l'année précédente, points de pourcentage.

progressivement, le redressement des investissements en logements devrait encore être quelque peu freiné par les restrictions de l'offre. La hausse de la demande de logements continuerait donc d'être largement orientée vers le marché secondaire, où les prix devraient poursuivre leur nette progression.

S'agissant des dépenses des administrations publiques, les investissements devraient encore considérablement augmenter en 2016 en raison des dépenses liées au projet « Scholen van Morgen ». La diminution de ces investissements spécifiques explique pourquoi les investissements en volume des administrations publiques resteraient pratiquement inchangés en 2017. Ces investissements devraient ensuite repartir à la hausse à l'approche des prochaines élections locales. Enfin, la croissance de la consommation publique serait légèrement gonflée cette année, en raison notamment de certaines dépenses exceptionnelles engagées dans le cadre du relèvement de la menace terroriste.

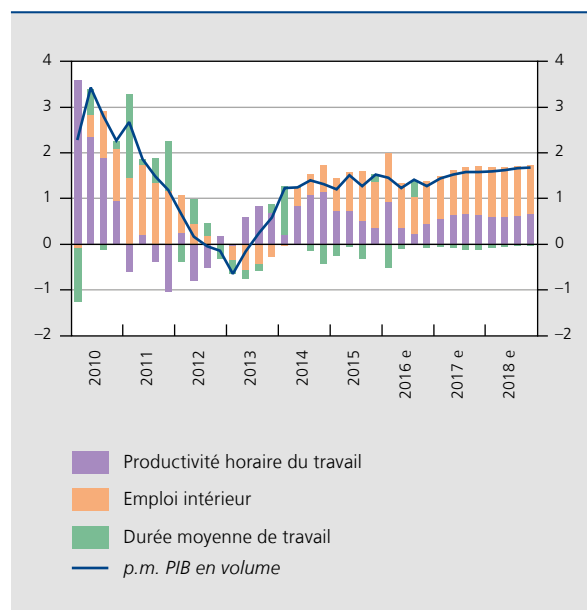
3. Marché du travail

S'inscrivant en léger décalage par rapport au retour de la croissance économique, la reprise de l'emploi amorcée en 2014 s'est confirmée en 2015, avec plus de 41 000 créations nettes d'emplois, un nombre légèrement supérieur aux estimations des dernières projections d'automne. La croissance de l'emploi, également soutenue par rapport à l'évolution de l'activité, ne peut être dissociée de la politique de modération des coûts salariaux, qui rend le facteur de production travail relativement meilleur marché et stimule les recrutements, mais également des récentes réformes du marché du travail, notamment de l'assurance chômage.

À la forte croissance de l'emploi correspond la récente baisse de la durée moyenne de travail, laquelle est la conséquence de facteurs à la fois temporaires et structurels. S'agissant des premiers facteurs, la suppression, en 2015, des allocations de crédit temps sans motif a incontestablement joué un rôle, les effets d'anticipation ayant probablement provoqué une hausse de cette forme de crédit temps au premier semestre de 2015. Le nombre de personnes bénéficiant d'un crédit-temps, avec ou sans allocation, a ainsi augmenté de 7,3 % en 2015. Cette hausse a majoritairement pris la forme d'une interruption d'un cinquième du temps de travail. Par ailleurs, si les mesures de sécurité prises dans le cadre de la menace terroriste, et, en particulier, le lock-down décrété après les attentats de Paris en novembre 2015, ont pesé sur la production, elles l'ont surtout fait au travers d'une diminution de la productivité et de la durée moyenne de travail.

GRAPHIQUE 6 EMPLOI INTÉRIEUR, DURÉE DE TRAVAIL ET PRODUCTIVITÉ

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



Sources: ICN, BNB.

Cependant, le raccourcissement de cette dernière est aussi imputable à des facteurs structurels, dans la mesure où il s'inscrit dans un marché du travail plus flexible où le travail à temps partiel et les contrats de courte durée gagnent en importance. Les changements survenus dans la structure d'emploi y ont également contribué. Alors que l'emploi s'est contracté dans l'industrie, il est en progression dans les services marchands et non marchands. Ces derniers emploient une forte proportion de travailleurs à temps partiel, ce qui pousse la tendance générale des heures moyennes à la baisse. À cela s'ajoute également la part grandissante de travailleurs âgés de 55 ans et plus qui limitent leur activité en fin de carrière.

Ces développements devraient se poursuivre sur toute la période couverte par les projections, sur fond de croissance stable après le léger fléchissement observé au début de 2016. La durée moyenne de travail devrait continuer de s'inscrire en léger recul, tandis que la remontée de l'emploi devrait encore quelque peu s'accélérer.

La hausse de l'emploi, soit 140 000 postes supplémentaires entre 2016 et 2018, est principalement le fait des activités marchandes. Des évolutions contrastées ressortent néanmoins au sein des branches sensibles à la conjoncture, où la création d'emplois est portée par les services marchands, et

en particulier par les services aux entreprises. Le travail indépendant continue de gagner du terrain, avec 31 000 auto-entrepreneurs de plus au cours de la période de prévision. En raison de la consolidation budgétaire, le secteur public ne constitue en revanche plus un moteur pour la croissance de l'emploi, même si les réductions de postes attendues s'avèrent relativement limitées.

Le vieillissement démographique se traduit par une croissance de la population en âge de travailler relativement faible. Toutefois, en 2016 et en 2017, ce phénomène sera en partie contrebalancé par l'arrivée de réfugiés sur le territoire, ces derniers étant particulièrement jeunes par rapport aux ressortissants belges. Cette vague ne se répercutera que progressivement et peu sur la population active étant donné le délai nécessaire et les entraves à leur intégration sur le marché du travail.

La demande de main-d'œuvre augmentant plus vite que la population active, le nombre de demandeurs d'emploi inoccupés devrait continuer de décroître sur toute la période de projection. À la fin de 2018, on dénombrait ainsi 54 000 chômeurs de moins qu'en 2015. Le taux de chômage harmonisé refléterait ces évolutions : il retomberait de 8,6 % en 2015 à 7,8 % en 2018.

4. Prix et coûts

Comme en 2015, les coûts salariaux horaires ne devraient quasiment pas grimper en 2016. En 2017 et en 2018, en revanche, ils progresseraient de l'ordre d'en moyenne 2 % par an. Leur évolution est en fait influencée par les mesures prises ces dernières années pour resserrer l'écart salarial avec les trois principaux pays voisins et pour renforcer la compétitivité des entreprises belges en matière de coûts. Ces mesures englobent le gel de la croissance salariale conventionnelle imposé en 2015 et le maintien de la politique de modération en 2016, la suspension temporaire des mécanismes d'indexation (le saut d'index) et d'importants allègements des prélèvements sur le travail.

Une partie de ces allègements, déjà programmés dans le cadre du pacte de compétitivité, d'emploi et de relance en 2014, se sont traduits en 2016 par des baisses des cotisations patronales à la sécurité sociale et par une augmentation de l'exonération de précompte professionnel pour le travail de nuit et en équipe. Dans le cadre du tax shift, les réductions de charges sont renforcées, afin de ramener le taux moyen des cotisations patronales à 25 % en 2018, en prenant particulièrement en compte les bas

TABEAU 4 OFFRE ET DEMANDE DE TRAVAIL

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

	2014	2015	2016 e	2017 e	2018 e
Population totale	55	55	71	85	61
Population en âge de travailler	9	12	27	33	9
Population active	29	22	24	38	24
Travailleurs frontaliers	-1	0	0	0	0
Emploi intérieur	16	41	43	47	50
Salariés	9	31	32	37	40
Branches sensibles à la conjoncture ⁽¹⁾	-4	15	17	25	29
Administration publique et enseignement	5	1	1	-1	-3
Autres services ⁽²⁾	7	15	14	14	14
Indépendants	7	10	10	10	11
Demandeurs d'emploi inoccupés	14	-19	-19	-9	-26
<i>p.m. Taux de chômage harmonisé⁽³⁾⁽⁴⁾</i>	<i>8,6</i>	<i>8,6</i>	<i>8,6</i>	<i>8,3</i>	<i>7,8</i>
<i>Taux d'emploi harmonisé⁽³⁾⁽⁵⁾</i>	<i>67,3</i>	<i>67,2</i>	<i>67,2</i>	<i>67,5</i>	<i>68,2</i>

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

(1) Agriculture, industrie, énergie et eau, construction, commerce et horeca, transports et communications, activités financières et services immobiliers et aux entreprises.

(2) Santé et action sociale, services collectifs sociaux, personnels et domestiques.

(3) Sur la base des données de l'enquête sur les forces de travail.

(4) Demandeurs d'emploi en pourcentage de la population active âgée de 15 à 64 ans.

(5) Personnes occupées en pourcentage de la population totale en âge de travailler (20-64 ans).

TABLEAU 5 INDICATEURS DE PRIX ET DE COÛTS

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

	2014	2015	2016 e	2017 e	2018 e
Coûts salariaux dans le secteur privé ⁽¹⁾					
Coûts salariaux par heure ouvrée	0,6	0,4	0,2	2,0	2,5
dont indexation	0,8	0,1	0,5	1,2	1,7
Productivité du travail ⁽²⁾	0,9	0,7	0,5	0,6	0,6
Coûts salariaux par unité produite	-0,3	-0,3	-0,3	1,4	1,9
<i>p.m. Coûts salariaux par heure ouvrée selon les comptes nationaux⁽³⁾</i>	<i>0,7</i>	<i>0,5</i>	<i>0,1</i>	<i>1,8</i>	<i>2,5</i>
Tendance sous-jacente de l'inflation ⁽⁴⁾	1,5	1,6	1,8	1,6	2,0
Produits énergétiques	-6,0	-8,0	-2,7	3,3	1,2
Produits alimentaires	0,8	1,8	2,9	1,6	2,0
Inflation totale (IPCH)	0,5	0,6	1,6	1,8	1,9
<i>p.m. Inflation selon l'indice des prix à la consommation nationale (IPCN)</i>	<i>0,3</i>	<i>0,6</i>	<i>1,8</i>	<i>1,7</i>	<i>1,9</i>
Indice-santé ⁽⁵⁾	0,4	1,0	1,9	1,5	1,8

Sources: CE, ICN, SPF Économie, PME, Classes moyennes et Énergie, SPF Emploi, Travail et Concertation sociale, BNB.

(1) Les coûts salariaux par heure ouvrée ne sont ici pas présentés selon le concept des comptes nationaux, mais selon un concept plus large englobant également les réductions des cotisations pour groupes cibles et les subventions salariales. Ce concept offre une meilleure représentation du coût salarial effectif pour les entreprises.

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

(3) À l'exclusion des subventions salariales et des réductions des cotisations pour groupes-cibles.

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

(5) Mesuré selon l'indice des prix à la consommation nationale, à l'exclusion du tabac, de l'alcool et des carburants.

et les moyens salariaux. Il a aussi été décidé de convertir l'exonération linéaire du versement du précompte professionnel de 1 % dans le secteur marchand en une diminution des cotisations patronales. Contrairement aux mesures précitées, cette décision n'implique pas de baisse supplémentaire proprement dite des coûts du travail pour les employeurs et elle n'a donc pas d'incidence macroéconomique, puisqu'il s'agit d'un glissement (statistique) entre les subventions salariales et les cotisations sociales. Par ailleurs, des mesures supplémentaires ont été prises pour stimuler la création d'emplois dans les PME, notamment grâce à des réductions spécifiques des coûts salariaux.

Au total, ces diminutions des charges pesant sur le travail devraient comprimer les coûts salariaux par heure ouvrée d'environ 1,3 % au cours de la période couverte par les projections, l'effet se situant principalement en 2016 et, dans une moindre mesure, en 2018. Cette évaluation n'a pas été modifiée par rapport aux projections d'automne – mis à part, évidemment, la prise en compte de l'effet des mesures prévues en 2018.

La suspension temporaire de l'indexation a pris fin en avril – soit un mois plus tard qu'attendu en décembre dernier,

mais l'inflation sous-jacente et l'indice-santé ont été revus à la hausse pour le reste de l'année, de sorte que, les deux facteurs se compensant, l'incidence de l'indexation en 2016 est restée identique aux prévisions d'automne. Compte tenu du phasage propre à chacun des nombreux mécanismes, l'indexation contribuerait de manière croissante, mais progressive, à l'augmentation des salaires dès 2016, mais surtout en 2017 et en 2018.

S'agissant des salaires conventionnels réels (hors indexation) en 2016, les statistiques disponibles pour le premier trimestre semblent indiquer que la progression sera inférieure à la marge maximale de 0,67 % issue de la norme salariale imposée au début de 2015 par le gouvernement en l'absence d'un accord entre les partenaires sociaux. Une hausse moyenne de 0,5 % est de ce fait désormais anticipée. Pour 2017 et pour 2018, les marges pour les adaptations conventionnelles ne seront connues qu'à l'issue des négociations de l'accord interprofessionnel qui devraient débiter à la fin de l'année. Pour ces deux années, l'effet de l'indexation devrait s'élever à, respectivement, 1,2 et 1,7 %, en raison de la remontée de l'inflation sous-jacente. Compte tenu à la fois de la poursuite du rétablissement du marché du travail et de l'évolution attendue des salaires dans les pays voisins, une hypothèse technique de croissance des

salaires conventionnels réels de, respectivement, 0,8 et 1 % a dès lors été retenue pour 2017 et pour 2018.

Globalement, les coûts salariaux par unité produite devraient encore se replier en 2016, et ce pour la troisième année consécutive. Ils devraient en revanche remonter à partir de 2017, en raison, principalement, de la croissance des coûts salariaux horaires, mais aussi des faibles gains de productivité attendus.

En dépit de la baisse, depuis 2014, des coûts salariaux par unité produite, l'inflation sous-jacente en Belgique est demeurée relativement élevée et persistante, les taux mensuels étant rarement inférieurs à 1,5 %. En variation annuelle, l'inflation sous-jacente a même progressé à partir de 2014 et au cours de la période 2014-2015 elle s'est élevée entre 1,5 et 1,6 %, soit environ le double de la moyenne de la zone euro, où les coûts salariaux ont nettement augmenté. En outre, au cours de ces derniers mois, l'inflation sous-jacente semble à nouveau, à l'inverse de la moyenne de la zone euro, avoir poursuivi sa progression pour s'élever à près de 1,9 % en moyenne au premier trimestre de 2016. La pression très modérée des coûts ne devrait donc conduire qu'à un affaiblissement limité de l'inflation sous-jacente au cours des prochains mois.

La répercussion incomplète du fléchissement des coûts salariaux sur les prix de vente ressort d'ailleurs également de l'évolution des marges bénéficiaires: celles-ci ont connu une nette reprise l'année dernière, et, compte tenu des rigidités à la baisse des prix et de la diminution persistante des coûts salariaux, cette tendance devrait se poursuivre en 2016. Pour les deux prochaines années, les projections tiennent compte d'une évolution beaucoup plus modérée des marges bénéficiaires. La progression plus sensible des coûts salariaux à partir de 2017 devrait toutefois accroître progressivement la pression sur les prix et, en 2017, l'inflation sous-jacente devrait repartir à la hausse.

En outre, les prix sont également influencés par les termes de l'échange: la baisse du cours du pétrole a engendré une nette amélioration de ceux-ci en 2015, ce qui a contribué à une faible inflation cette année-là en dépit de la relative persistance de l'inflation sous-jacente. Pour la période couverte par les projections, l'on s'attend, notamment sur la base des hypothèses décrites à l'encadré 1 pour le cours du pétrole et les cours de change, à une évolution plus neutre des termes de l'échange.

Globalement, l'inflation totale mesurée à l'aide de l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) devrait s'établir à 1,6 % en moyenne en 2016. Il s'agit donc d'un taux d'inflation beaucoup plus élevé que celui de la zone euro (0,2 % pour 2016), mais il n'est influencé qu'en

partie par les composantes de base de la formation des prix. En effet, en 2016, les hausses de prix consécutives aux décisions des pouvoirs publics devraient représenter plus de la moitié de l'inflation totale. En Belgique, l'inflation devrait atteindre 1,8 % en 2017 et 1,9 % en 2018.

S'agissant des composantes de l'inflation sous-jacente, l'évolution des prix des biens industriels non énergétiques est restée relativement stable, avec une croissance de quelque 1 % sur base annuelle. La tendance à l'appréciation de l'euro en 2016 exercera une pression baissière sur les coûts extérieurs (biens importés et biens pour lesquels des inputs intermédiaires étrangers sont utilisés). Par ailleurs, la remontée graduelle du cours du pétrole alourdira les coûts de l'énergie pour les entreprises belges. Ces mouvements contribueront à stabiliser la hausse des prix des biens industriels non énergétiques. Cependant, le redressement des coûts salariaux unitaires qui s'observera dès la fin de 2016 alimentera aussi, fût-ce avec un certain décalage, les prix de ces biens.

L'évolution des prix des services s'est montrée quelque peu plus volatile sur la période de projection. Les prix de certains services se sont récemment fortement accrus, continuant d'exercer un impact sur l'inflation. C'est par exemple le cas dans l'enseignement supérieur, où les frais d'inscription ont été majorés au nouveau de la Communauté flamande en octobre 2015, ou encore dans les télécommunications, où les tarifs des opérateurs ont été relevés au début de 2016. L'horeca, enfin, se démarque toujours, puisque les prix y ont augmenté de plus de 3 % au premier trimestre de 2016. Sur l'ensemble de l'année 2017, l'inflation des services devrait toutefois légèrement s'infléchir, sous l'effet différé de la modération salariale menée les années précédentes. En 2018, en revanche, en conséquence de la transmission plus rapide des coûts salariaux, qui repartiront à la hausse, le renchérissement des services s'accroîtra.

Les composantes volatiles, à savoir les produits alimentaires et énergétiques, exercent également une influence haussière sur l'inflation sur l'horizon de projection. De nombreuses mesures, en particulier en matière de fiscalité, ont poussé les prix à la hausse en 2015 et au début de 2016, comme l'atteste encore le taux d'inflation annuel.

S'agissant des produits énergétiques, la diminution constante de la contribution négative de l'énergie, induite par une forte chute des prix du baril de Brent entre la mi-2015 et le début de 2016, provient principalement de la composante «électricité». La variation annuelle du prix de l'électricité en 2016 reflète le relèvement de la TVA de 6 à 21 % intervenu en septembre 2015, ainsi que l'assujettissement des intercommunales (auxquelles appartient les gestionnaires du réseau de distribution) à l'impôt sur les sociétés depuis la mi-2015. De surcroît, le gouvernement

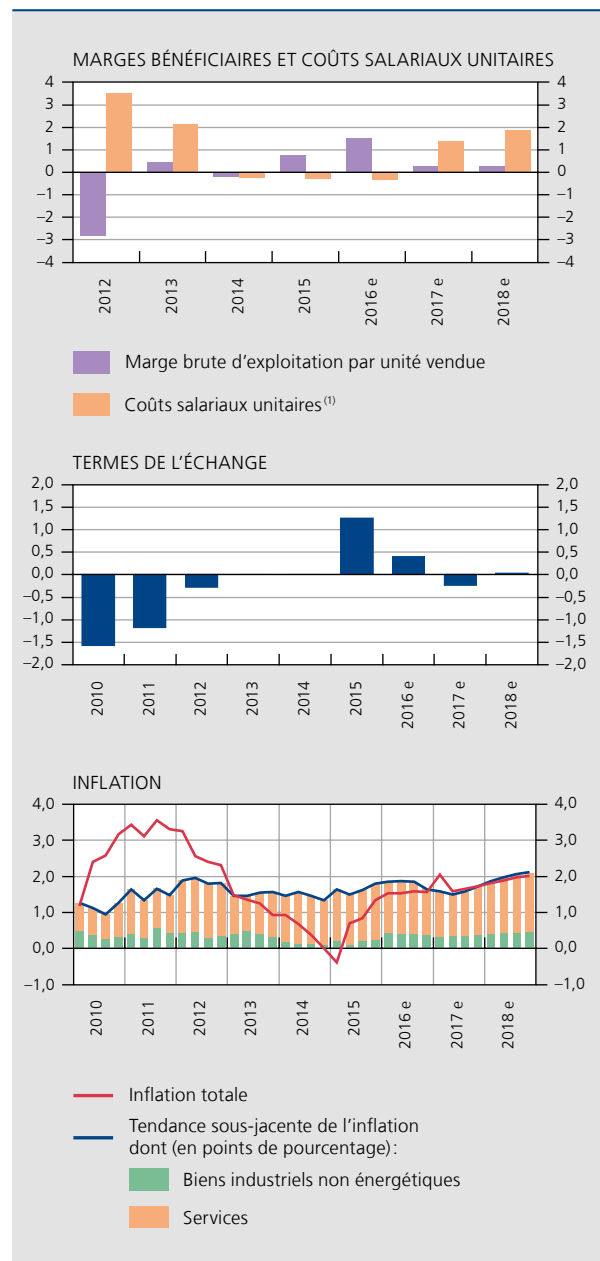
flamand a adopté une série de mesures supplémentaires, qui ont sensiblement fait grimper les prix de l'électricité en Région flamande. Ainsi, le mois d'août 2015 a marqué l'introduction du tarif «Prosumer». À cela s'ajoute la contribution au fonds «énergie», qui a fortement augmenté en Région flamande en mars 2016, passant de 3 à 100 euros environ par an pour un ménage moyen, dans le but de résorber la dette historique accumulée par les gestionnaires du réseau de distribution. La suppression de l'électricité gratuite, qui exercera aussi une pression à la hausse sur les prix de l'électricité, sera par ailleurs portée au compte de l'index à partir du mois de mai 2016. L'on estime que toutes ces mesures concernant l'électricité, qu'elles émanent du gouvernement fédéral ou de la Région flamande, devraient induire une progression de l'inflation de l'ordre de 0,6 point de pourcentage en 2016. Par ailleurs, le tax shift mis en place par le gouvernement fédéral pour réduire les charges qui pèsent sur le travail influence les prix des carburants, le système de cliquet le plus récent ayant entraîné une hausse de leur prix total. L'on s'attend à ce que ces augmentations se poursuivent au même rythme en 2017 et 2018, dans la mesure où le gouvernement a programmé une augmentation annuelle fixe. Compte tenu de ces mesures gouvernementales et d'une remontée progressive des prix du baril de Brent, l'on s'attend à ce que la contribution négative de l'énergie à l'inflation totale se mue en contribution positive à partir de décembre 2016.

De même, l'inflation concernant d'autres composantes volatiles, notamment les produits alimentaires, a récemment été influencée à la hausse à la suite d'une série de mesures adoptées par les pouvoirs publics, dont l'augmentation des accises sur l'alcool et le tabac, ainsi que l'instauration d'une «taxe santé» dans le cadre du glissement fiscal. En revanche, les estimations relatives à cette inflation pour les prochaines années reflètent surtout l'évolution attendue des prix des produits alimentaires en Europe.

L'analyse ci-dessus a trait à l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH), qui permet de comparer l'inflation entre tous les États européens. L'inflation mesurée selon l'indice belge des prix à la consommation national (IPCN) peut s'en écarter, notamment en raison des différences de composition du panier de la ménagère, mais aussi, pour certaines composantes, de différences d'ordre méthodologique. Ainsi, pour 2016, les chiffres divergent selon qu'il s'agisse de l'IPCN ou de l'IPCH, essentiellement parce que le poids de la composante «électricité», qui a connu une forte augmentation des prix est plus important dans l'IPCN. L'IPCN permet de calculer l'indice-santé, soit l'indice national duquel sont exclus le tabac, les boissons alcoolisées et les carburants. Cet indice-santé, qui sert de base à l'indexation des salaires, devrait progresser en moyenne de 1,9 % en 2016, de 1,5 % en 2017 et de 1,8 % en 2018.

GRAPHIQUE 7 INFLATION ET DÉTERMINANTS

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



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

(1) Y compris les subventions salariales et les réductions pour groupes cibles.

5. Finances publiques

5.1 Solde de financement

Selon les données publiées en avril 2016 par l'ICN, les administrations publiques belges ont affiché un déficit de 2,6 % du PIB en 2015. Dans le contexte macroéconomique décrit précédemment, il remonterait à 2,8 % du PIB

TABLEAU 6 COMPTES DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES⁽¹⁾
(pourcentages du PIB)

	2015	2016 e	2017 e	2018 e
Ensemble des administrations publiques				
Recettes	51,4	51,1	50,9	50,5
Dépenses primaires	51,1	51,3	50,9	50,6
Solde primaire	0,3	-0,2	0,0	-0,2
Charges d'intérêts	2,9	2,6	2,4	2,2
Besoin (-) ou capacité de financement	-2,6	-2,8	-2,4	-2,4
Soldes de financement par sous-secteur				
Gouvernement fédéral ⁽¹⁾	-2,4	-2,5	-2,2	-1,9
Sécurité sociale	0,1	0,0	0,0	0,0
Communautés et régions ⁽¹⁾	-0,3	-0,3	-0,2	-0,3
Pouvoirs locaux	0,0	-0,1	-0,1	-0,2

Sources: ICN, BNB.

(1) Ces chiffres tiennent compte des avances sur les additionnels régionaux à l'IPP, même s'il convient, d'après la méthodologie du SEC 2010, de considérer ces avances comme de pures transactions financières et de ne comptabiliser les additionnels régionaux qu'au moment de l'enrôlement.

en 2016, avant de retomber à 2,4 % du PIB en 2017 et de se maintenir au même niveau en 2018.

Le solde budgétaire de l'ensemble des administrations publiques devrait se détériorer nettement en 2016, bien que les charges d'intérêts diminuent sensiblement, dans la mesure où les emprunts publics arrivant à échéance sont refinancés à des taux d'intérêt favorables pour les administrations publiques. Le solde primaire devrait repasser en négatif à la suite d'une contraction des recettes et d'une augmentation des dépenses primaires. Ces dernières progressent en raison des dépenses supplémentaires liées à la crise de l'asile et aux mesures de sécurité. En 2017, le solde budgétaire devrait connaître une embellie puisque la part des dépenses primaires et des charges d'intérêts dans le PIB devrait se réduire. En 2018, le solde budgétaire devrait stagner compte tenu de l'incidence de la poursuite du repli des charges d'intérêts et des dépenses primaires devraient être compensées par une baisse des recettes en raison des mesures prises dans le cadre du tax shift.

Les déficits seraient principalement concentrés au niveau du pouvoir fédéral. La sécurité sociale s'afficherait en équilibre, dans la mesure où la dotation qu'elle perçoit du pouvoir fédéral vise précisément à atteindre cet objectif. Les communautés et les régions ainsi que les pouvoirs locaux enregistreraient des déficits limités au cours de la période de projection.

Il convient de noter que ces projections tiennent uniquement compte des mesures budgétaires déjà annoncées

et suffisamment précisées. L'incidence des décisions à prendre, notamment dans le cadre de l'élaboration des budgets pour 2017 et 2018, n'a pas encore été intégrée. Le programme de stabilité d'avril 2016 table sur un retour à l'équilibre budgétaire structurel en 2018. Les présentes projections montrent que des mesures de consolidation supplémentaires seront nécessaires pour y parvenir.

5.2 Recettes

Les recettes des administrations publiques devraient se contracter de 0,3 point de pourcentage du PIB en 2016 et poursuivre leur repli en 2017 et 2018, respectivement de 0,2 et 0,4 point. Le repli du ratio des recettes entamé en 2014 devrait dès lors se poursuivre au cours de la période de projection. Ce sont surtout les prélèvements sur les revenus du travail qui devraient fortement diminuer, dans le but de renforcer la compétitivité des entreprises, d'induire une reprise du marché de l'emploi et d'accroître le pouvoir d'achat des ménages.

En 2016, les recettes issues de l'impôt des personnes physiques ainsi que les cotisations sociales devraient chacune se contracter de 0,5 point de pourcentage. La diminution en matière d'impôt des personnes physiques résulte de l'adaptation des barèmes d'imposition visant à augmenter le pouvoir d'achat, en particulier celui des salariés à faibles et moyens revenus, et du relèvement des frais professionnels déductibles.

TABLEAU 7 RECETTES DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES
(pourcentages du PIB)

	2015	2016 e	2017 e	2018 e
Recettes fiscales et parafiscales	44,7	44,3	44,1	43,8
Prélèvements applicables essentiellement aux revenus du travail	26,0	25,1	24,9	24,5
Impôt des personnes physiques	11,5	11,0	10,9	10,6
Cotisations sociales	14,6	14,1	13,9	13,8
Impôts sur les bénéficiaires des sociétés	3,4	3,6	3,5	3,6
Prélèvements sur les autres revenus et sur le patrimoine	4,2	4,3	4,3	4,3
Impôts sur les biens et sur les services	11,0	11,4	11,4	11,5
dont:				
TVA	6,7	6,9	7,0	7,0
Accises	2,1	2,2	2,2	2,2
Recettes non fiscales et parafiscales	6,7	6,8	6,8	6,7
Recettes totales	51,4	51,1	50,9	50,5

Sources: ICN, BNB.

Les cotisations sociales devraient s'infléchir en raison de l'abaissement du taux des cotisations patronales à partir du 1^{er} avril 2016.

Cette diminution des revenus devrait être en partie compensée par une augmentation des impôts sur les biens et sur les services et par un affermissement des recettes tirées de l'impôt des sociétés. Les recettes issues de la TVA devraient s'inscrire en hausse en raison de l'entrée en vigueur, au 1^{er} septembre 2015, du relèvement de la TVA sur l'électricité, qui produira pleinement ses effets en 2016. Les revenus tirés des accises devraient augmenter en raison des alourdissements successifs de ces dernières sur le diesel, le tabac et l'alcool. Les recettes des impôts sur les sociétés devraient, quant à elles, être tirées vers le haut parce que les versements anticipés augmenteraient grâce à une évolution favorable des bénéficiaires des entreprises et parce que la déduction des intérêts notionnels exercerait une incidence moindre vu la baisse du taux d'intérêt de référence.

En 2017, la plupart des catégories de recettes devraient rester relativement stables au regard de leur niveau de 2016. Les cotisations sociales devraient, quant à elles, légèrement se contracter dans la mesure où l'allègement des cotisations patronales devrait produire pleinement ses effets.

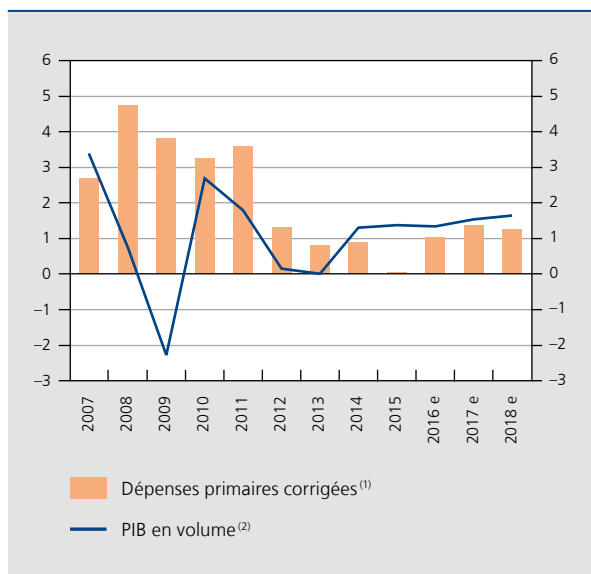
En 2018, les recettes devraient se contracter en raison des mesures adoptées dans le cadre du tax shift. Ainsi, l'impôt des personnes physiques serait essentiellement concerné

par cette réduction. De même, les cotisations sociales devraient diminuer plus avant.

5.3 Dépenses primaires

Les dépenses primaires rapportées au PIB devraient quelque peu remonter en 2016, avant de renouer avec leur trajectoire baissière les deux années suivantes. En termes nominaux, ces dépenses évolueraient donc en moyenne à un rythme inférieur à celui de l'expansion de l'activité économique. Ces développements sont en grande partie le reflet des mesures d'économie décidées par les gouvernements issus des élections de mai 2014. Le pouvoir fédéral ambitionne de réduire ses frais de fonctionnement, ce qui devrait passer par une contraction de l'emploi public ainsi que par une diminution des achats de biens et de services. En 2016, toutefois, l'impact de ces mesures serait compensé par de nouvelles dépenses en matière de sécurité ainsi que par la gestion de l'afflux de demandeurs d'asile. La croissance des dépenses de sécurité sociale serait pour sa part tempérée par une série de mesures visant à freiner, entre autres, l'évolution du coût des soins de santé. Les communautés et les régions ont elles aussi décidé de procéder à des économies, notamment sur les plans des frais de fonctionnement dans l'administration et dans l'enseignement et des sub-sides. Enfin, les pouvoirs locaux ont également dû prendre des mesures de restriction pour maintenir leurs finances saines, mais ces coupes budgétaires seront vraisemblablement modérées par la recrudescence des investissements

GRAPHIQUE 8 DÉPENSES PRIMAIRES DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES ET PIB
(pourcentages de variation par rapport à l'année précédente)



Sources : ICN, BNB.

- (1) Dépenses primaires déflatées par le déflateur du PIB et corrigées de l'incidence des facteurs conjoncturels, non récurrents et budgétairement neutres, ainsi que de l'effet de l'indexation. Ce dernier est l'effet découlant de l'écart entre l'indexation effective (ou théorique pour les années 2015 et 2016, en raison du saut d'index qui a été décidé) des rémunérations de la fonction publique et des prestations sociales, d'une part, et l'évolution du déflateur du PIB, d'autre part.
- (2) Données corrigées des effets de calendrier.

publics à l'approche des élections communales et provinciales de 2018.

Corrigées pour tenir compte à la fois de l'incidence des facteurs non récurrents et conjoncturels et de l'effet de l'indexation, les dépenses primaires réelles grimperaient de 1% en 2016, soit une progression légèrement inférieure à la croissance attendue du PIB en volume. En 2017 et en 2018, la hausse des dépenses corrigées continuerait de s'inscrire en deçà de l'évolution réelle de l'activité économique.

5.4 Endettement

En 2015, le taux d'endettement s'est contracté à 106,1% du PIB, pour la première fois depuis l'éclatement de la crise financière en 2008. Ce repli est notamment dû au remboursement par KBC de la partie résiduelle du capital que la Communauté flamande avait injecté dans le sillage de la crise financière.

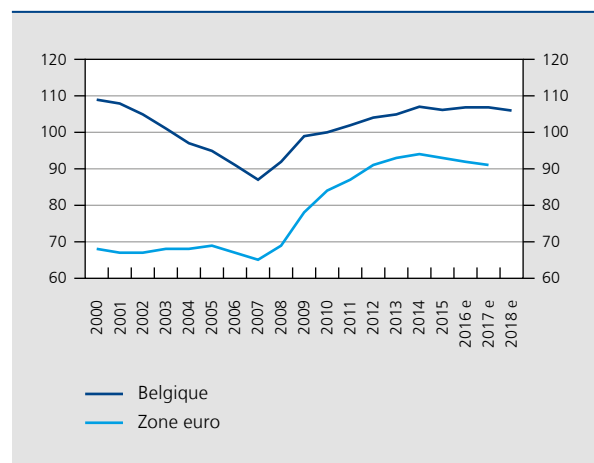
Toutefois, en 2016, le taux d'endettement augmenterait à nouveau pour atteindre 106,9% du PIB. La hausse du taux d'endettement est principalement, à hauteur de 0,8% du

PIB, la conséquence de facteurs exogènes, ainsi nommés parce qu'ils ont une influence sur la dette mais pas sur le solde de financement. Ces facteurs comprennent une nouvelle progression attendue des prêts qui sont octroyés dans le cadre de la politique en matière de logement social, ainsi que l'incidence de la gestion de la dette. S'agissant de ce dernier élément, l'effet favorable sur la dette des primes d'émission serait largement compensé, d'une part, par l'acquittement d'un taux facial de coupon relativement élevé par rapport au taux du marché et, d'autre part, par les frais liés aux swaps de taux d'intérêt qui ont été conclus à l'automne de 2014 pour pouvoir émettre des obligations d'État en 2015 et 2016 aux conditions d'intérêt alors en vigueur. En revanche, l'incidence des facteurs endogènes sur le taux d'endettement serait neutre.

En 2017, le taux d'endettement diminuerait légèrement pour s'établir à 106,8% du PIB. Les facteurs exogènes exerceraient certes une incidence haussière sur la dette, principalement sous l'influence de l'acquittement d'un taux facial de coupon de nouveau relativement élevé par rapport au taux du marché, mais l'impact à la baisse des facteurs endogènes serait un peu plus élevé. La croissance nominale du PIB dépasserait le taux implicite sur la dette publique, et le solde budgétaire primaire serait en équilibre.

En 2018, la dette reculerait de nouveau à 106% du PIB, sous l'impulsion des facteurs endogènes. En effet, la croissance nominale du PIB serait largement supérieure au taux implicite sur la dette publique.

GRAPHIQUE 9 DÉPENSES PRIMAIRES DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES ET PIB
(pourcentages de variation par rapport à l'année précédente)



Sources : CE, ICN, BNB.

6. Conclusion et appréciation des facteurs de risque

Les présentes projections de printemps tablent toujours sur un scénario de poursuite de la reprise, qui est en grande partie conforme aux prévisions précédentes. La croissance un peu plus vigoureuse que prévu à la fin de 2015 aurait dû entraîner, par rapport aux prévisions d'automne, un léger ajustement à la hausse de la croissance annuelle attendue pour 2016. Cependant, cet effet a été atténué par une estimation plus prudente de la croissance au premier semestre de 2016, essentiellement en raison de l'incidence négative de la menace terroriste et des récents attentats de Paris et de Bruxelles. À court terme, ce sont surtout le tourisme et quelques branches d'activité spécifiques telles que l'horeca qui semblent en pâtir, tandis que la consommation publique serait gonflée en 2016 par les dépenses supplémentaires en matière de sécurité.

Les actuelles projections de printemps sont très proches, du moins en ce qui concerne la croissance, de celles des autres institutions. Lorsque l'on compare les différentes prévisions, il convient toutefois de prendre en considération les différentes périodes durant lesquelles elles ont été réalisées et les informations disponibles à ce moment-là. Ainsi, les récentes projections de printemps de la CE n'ont, par exemple, pas pu tenir compte de la révision à la hausse de la croissance au dernier trimestre de 2015 par l'ICN et donc, de l'effet de niveau plus élevé pour la croissance annuelle en 2016. Les différences sont un peu plus marquées en ce qui concerne les estimations d'inflation des différentes institutions. Les prévisions de la Banque figurent parmi les plus élevées, mais cela semble surtout lié tenir à la prise en compte du récent renchérissement du prix du pétrole.

La grande convergence des estimations macroéconomiques ne peut masquer le fait que de telles estimations sont toujours entachées d'une grande incertitude. Au niveau de l'environnement international, ce sont aujourd'hui toujours les risques à la baisse qui dominent. Ainsi, il subsiste le risque que le ralentissement de la croissance en Chine, et dans d'autres pays émergents, soit plus prononcé ou qu'il ne dure plus longtemps que ce qu'anticipent actuellement les hypothèses internationales. Par ailleurs, la croissance dans les économies avancées demeure plutôt fragile, comme le montre le ralentissement récent de l'activité aux États-Unis et au Japon. L'incertitude grandissante quant à l'issue du référendum sur le Brexit, à propos de l'appartenance du Royaume-Uni à l'UE, qui aura lieu le 23 juin, constitue un risque supplémentaire. Outre l'éventuelle influence baissière sur les exportations vers ce pays, il pourrait également s'exercer une incidence négative sur la croissance belge qui pourrait se matérialiser au travers de canaux indirects, tels une plus grande volatilité sur les marchés financiers à l'approche du référendum, ou dans l'éventualité d'une sortie du Royaume Uni de l'EU. De plus, une nouvelle intensification des tensions géopolitiques pourrait encore peser sur la croissance mondiale. En revanche, la politique monétaire très accommodante et, surtout, les mesures de soutien à l'octroi de crédits annoncées par la BCE en mars 2016, pourraient avoir une incidence plus élevée sur les investissements des ménages et des entreprises, et ce grâce aux conditions de crédit plus favorables.

Au niveau des risques d'origine domestique, outre une incidence négative possiblement plus durable de la menace terroriste, d'autres risques existent. A ce propos, il convient d'attirer l'attention sur la manière dont les mesures gouvernementales visant à améliorer la compétitivité

TABLEAU 8 COMPARAISON AVEC LES ESTIMATIONS DES AUTRES INSTITUTIONS
(pourcentages)

Institution	Date de publication	Croissance du PIB en volume			Inflation (IPCH, sauf mention contraire)		
		2016	2017	2018	2016	2017	2018
Bureau fédéral du Plan ⁽¹⁾	Mars 2016	1,2	1,5	1,6	1,3	1,5	1,6
FMI	Avril 2016	1,2	1,4		1,2	1,1	
Consensus Economics	Mai 2016	1,3	1,7		1,3	1,8	
CE	Mai 2016	1,2	1,6		1,7	1,6	
OCDE	Juin 2016	1,2	1,5		2,0	1,8	
BNB	Juin 2016	1,3	1,5	1,6	1,6	1,8	1,9

(1) Projections économiques 2016-2021.

ont été intégrées dans les projections. Sur la base des observations récentes de persistance de l'inflation (sous-jacente), il semble que la réduction des coûts salariaux par unité produite n'est pour le moment répercutée que de manière incomplète dans les prix. Les estimations tiennent compte d'une poursuite de cette tendance. Si cette répercussion venait à diverger à l'avenir (si elle s'avérait plus

rapide ou plus lente, plus ou moins partielle) ou si les agents économiques, tels les employeurs, les investisseurs et les destinataires étrangers des exportations belges, devaient réagir différemment à la croissance plus faible des salaires et des prix, les évolutions de l'activité, de l'emploi, du solde budgétaire ou de l'inflation pourraient s'écarter des actuelles projections de printemps.

Annexes

PROJECTIONS POUR L'ÉCONOMIE BELGE : SYNTHÈSE DES PRINCIPAUX RÉSULTATS

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

	2015	2016 e	2017 e	2018 e
Croissance (données corrigées des effets de calendrier)				
PIB en volume	1,4	1,3	1,5	1,6
Contributions à la croissance:				
Dépenses intérieures, hors variation des stocks	1,3	1,2	1,5	1,6
Exportations nettes de biens et de services	-0,3	0,2	0,1	0,1
Variation des stocks	0,4	0,0	0,0	0,0
Prix et coûts				
Indice des prix à la consommation harmonisé	0,6	1,6	1,8	1,9
Indice-santé	1,0	1,9	1,5	1,8
Déflateur du PIB	0,9	1,4	1,6	1,8
Termes de l'échange	1,3	0,3	-0,3	0,0
Coûts salariaux par unité produite dans le secteur privé ⁽¹⁾	-0,3	-0,3	1,4	1,9
Coûts salariaux horaires dans le secteur privé ⁽¹⁾	0,4	0,2	2,0	2,5
Productivité horaire dans le secteur privé	0,7	0,5	0,6	0,6
Marché du travail				
Emploi intérieur (variation annuelle moyenne, en milliers de personnes)	41,4	42,8	46,5	50,3
Volume total de travail ⁽²⁾	0,8	0,8	0,9	1,0
Taux de chômage harmonisé (pourcentages de la population active âgée de plus de 15 ans) ..	8,6	8,6	8,3	7,8
Revenus				
Revenu disponible réel des particuliers	1,3	1,4	1,6	2,2
Taux d'épargne des particuliers (pourcentages du revenu disponible)	12,7	13,1	13,4	14,0
Finances publiques				
Solde primaire (pourcentages du PIB)	0,3	-0,2	0,0	-0,2
Solde de financement (pourcentages du PIB)	-2,6	-2,8	-2,4	-2,4
Dette publique (pourcentages du PIB)	106,1	106,9	106,8	106,0
Compte courant (selon la balance des paiements, pourcentages du PIB)				
	0,0	0,1	0,4	0,7

Sources: CE, DGS, ICN, BNB.

(1) Y compris les subsides salariaux (principalement les réductions de la masse salariale) et les réductions de cotisations sociales ciblées.

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

L'ABC de l'assouplissement quantitatif, ou le b.a.-ba des achats d'actifs par les banques centrales

N. Cordemans
M. Deroose
M. Kasongo Kashama
A. Stevens^(*)

Introduction

Le 22 janvier 2015, la Banque centrale européenne (BCE)⁽¹⁾ annonçait le lancement d'un « programme étendu d'achats d'actifs », au travers duquel elle entendait acquérir mensuellement pour 60 milliards d'euros de titres des secteurs public et privé de la zone euro. Le 10 mars 2016, ces achats mensuels ont été portés à 80 milliards et, pour la première fois, ils ont été élargis aux obligations d'entreprises du secteur non financier.

Une telle politique d'achats d'actifs s'inscrit dans le cadre de la politique monétaire dite « non conventionnelle », à savoir différente de la fixation des taux d'intérêt directeurs, et est qualifiée d'« assouplissement quantitatif » car elle se traduit par une augmentation de la quantité de monnaie disponible. Elle se révèle particulièrement appropriée dans un contexte de faible inflation, lorsque les taux directeurs sont proches de leur niveau plancher et que, dès lors, la politique monétaire traditionnelle arrive à épuisement. Sa finalité est toutefois identique : peser sur les coûts de financement réels pour stimuler l'activité économique et préserver

la stabilité des prix, l'objectif premier de la politique monétaire dans la zone euro.

L'article vise précisément à expliquer à la fois les motivations qui sous-tendent la mise en place d'un programme d'achats d'actifs par une banque centrale et la manière dont ce dernier contribue à atteindre l'objectif de stabilité des prix. Il se décline en deux parties bien distinctes. En se fondant sur le cas de la zone euro, la première résume les objectifs et le fonctionnement de la politique monétaire traditionnelle, en abordant ses éventuelles perturbations et les limites auxquelles elle est confrontée. La seconde s'attache quant à elle à décrire la politique d'assouplissement quantitatif, qui permet expressément à la banque centrale de pallier ces limites. Sans prétendre être exhaustifs, les auteurs s'efforcent d'expliquer les principaux mécanismes d'un programme d'achats d'actifs, abordant en particulier la façon dont un tel programme affecte les conditions de financement réelles de l'économie et la création monétaire. Les implications des achats d'actifs pour les finances publiques et pour la liquidité présente dans le système bancaire sont également évoquées.

1. Politique monétaire « traditionnelle » vs politique monétaire « non conventionnelle »

Au sein de la zone euro, la politique monétaire a pour objectif premier la stabilité des prix, qui a été définie par

(*) Les auteurs remercient Jef Boeckx pour ses précieux commentaires et suggestions.

(1) Par souci de simplification, les termes « Banque centrale européenne (BCE) » et « Eurosystem » sont utilisés indifféremment dans cet article. Il convient toutefois de noter que l'Eurosystem englobe la BCE et l'ensemble des banques centrales nationales des pays appartenant à la zone euro. Si les décisions de politique monétaire sont prises par le Conseil des gouverneurs de la BCE, elles sont mises en œuvre au niveau de l'Eurosystem.

le Conseil des gouverneurs de la BCE comme un taux d'inflation inférieur à, mais proche de 2 % à moyen terme. Ce niveau est considéré comme adéquat pour favoriser une croissance économique durable et pour se prémunir contre le risque de déflation, à savoir une baisse généralisée du niveau des prix. Les mesures de politique monétaire adoptées par la BCE sont orientées vers la réalisation de cet objectif, compte tenu des perspectives macroéconomiques et financières qui prévalent dans la zone euro.

Selon les cas, la BCE s'efforce de soutenir ou de brider l'activité économique, en modulant les conditions de financement des ménages, des entreprises et des pouvoirs publics. En définissant l'orientation de sa politique monétaire, elle vise concrètement à canaliser les taux d'intérêt réels à long terme – les taux nominaux défalqués des anticipations d'inflation –, sur lesquels reposent les décisions de consommation, d'épargne et d'investissement des agents économiques. Ses actions se fondent sur le contexte macroéconomique, mais également sur l'environnement financier, sur la structure financière de l'économie et sur les marges de manœuvre disponibles pour chaque instrument de politique monétaire.

POLITIQUE MONÉTAIRE TRADITIONNELLE

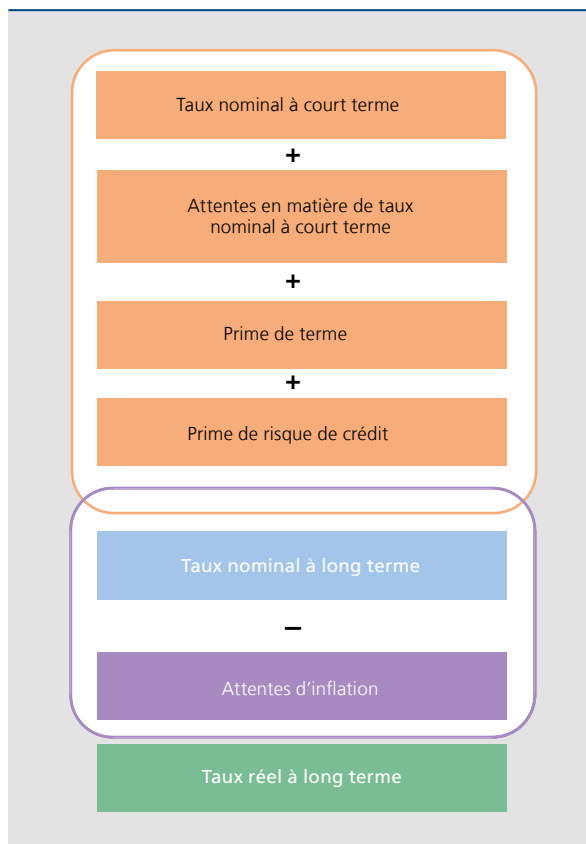
En temps normal, la BCE réagit aux chocs qui touchent l'économie de la zone euro en ajustant ses taux d'intérêt directeurs, à savoir les taux auxquels elle prête à court terme aux banques commerciales et rémunère leurs dépôts auprès d'elle. Elle cherche ainsi à influencer les conditions de financement générales de l'économie, de manière à ramener l'activité vers son niveau d'équilibre et l'inflation vers sa cible.

En situation de récession, par exemple lorsque la production recule en-deçà de son niveau potentiel et que l'inflation est inférieure à sa cible, la BCE abaisse ses taux directeurs. Cette diminution se traduit directement dans les taux du marché monétaire, sur lequel les banques s'échangent des liquidités à court terme. Elle se reflète toutefois aussi partiellement dans les taux à plus long terme, qui découlent à la fois des anticipations relatives aux taux à court terme futurs⁽¹⁾ et de primes, comme, par exemple, une prime de terme, qui compense l'incertitude entachant l'évolution des taux courts sur l'horizon considéré, et une prime de risque de crédit, qui contrebalance le risque de défaillance du débiteur. Enfin, dans la mesure

(1) Les anticipations relatives aux taux nominaux à court terme futurs sont quant à elles tributaires des perspectives macroéconomiques, d'une part, et des réactions attendues de la banque centrale, d'autre part. Lorsque la fonction de réaction de cette dernière est claire et bien comprise, les taux d'intérêt à long terme réagissent logiquement aux chocs macroéconomiques et jouent ainsi un rôle stabilisateur.

(2) Il convient de noter que les mesures d'anticipation de l'inflation qui se fondent sur des instruments financiers incorporent des primes de risque et/ou de liquidité. Elles sont de ce fait moins stables que les anticipations tirées des données d'enquêtes.

GRAPHIQUE 1 LES COMPOSANTES DU TAUX RÉEL À LONG TERME

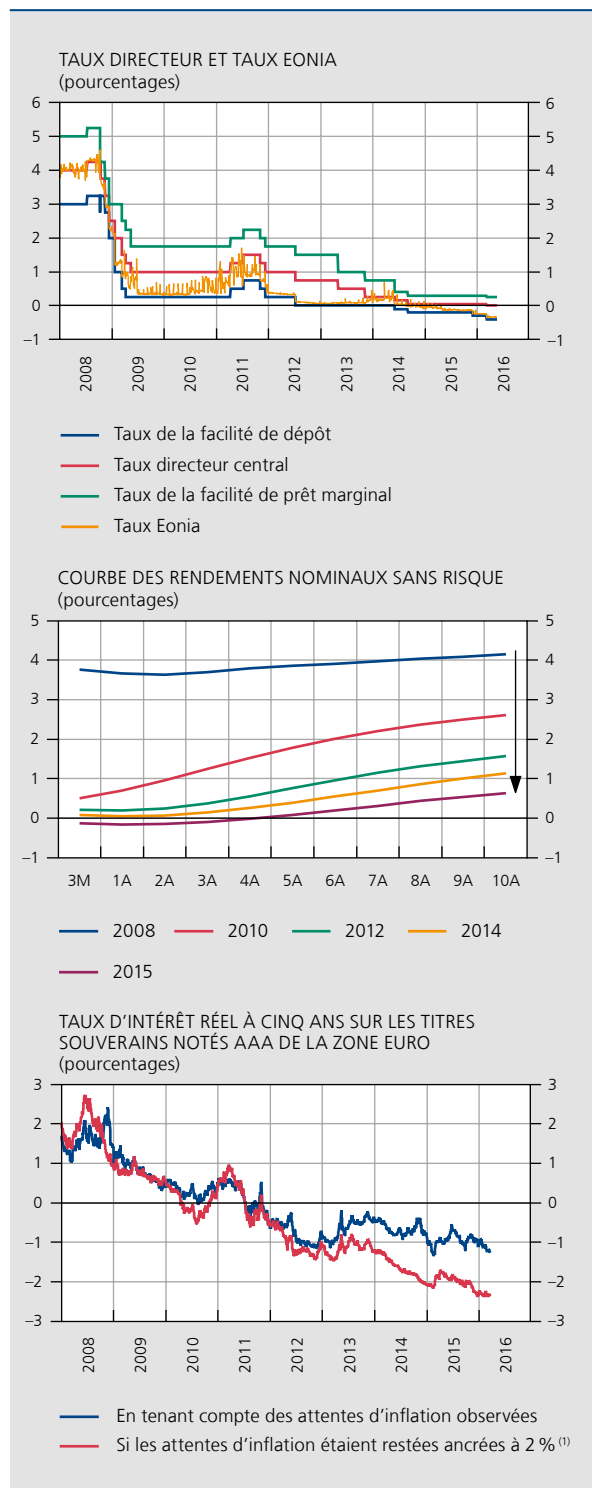


où les anticipations d'inflation demeurent solidement ancrées – à un niveau proche de la définition de la stabilité des prix –, le repli des taux nominaux à long terme se répercute pleinement sur les taux réels à plus long terme.

La capacité de la banque centrale d'influer sur les conditions de financement effectives des différents acteurs économiques en ajustant ses taux directeurs est ainsi indirecte. Apparaît en outre le caractère central de la stabilité des anticipations d'inflation pour le pilotage des taux d'intérêt réels. À ce titre, il est intéressant de constater (cf. graphique 2) qu'il existe depuis 2013 un décalage entre le taux réel à cinq ans sur les titres publics et le même taux qui aurait prévalu si les attentes d'inflation étaient restées ancrées à 2 %⁽²⁾.

Avant la crise économique et financière amorcée en 2007-2008, la conduite effective de la politique monétaire dans la zone euro reposait exclusivement sur l'ajustement des taux d'intérêt directeurs de la BCE et sur la bonne transmission des signaux ainsi adressés aux taux réels à plus long terme de l'économie. La grande récession a non seulement conduit l'Eurosystème à réduire drastiquement ses taux directeurs, mais elle l'a également poussé à adopter de nombreuses autres mesures de politique monétaire.

GRAPHIQUE 2 LA STABILITÉ MACROÉCONOMIQUE AU CENTRE DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE



Sources : BCE, Thomson Reuters Datastream.

(1) La ligne rouge est construite de manière purement mécanique, sur la base du taux nominal qui a été effectivement observé. Si les attentes d'inflation étaient restées ancrées à 2 %, on peut toutefois raisonnablement penser que le taux aurait été différent.

PROBLÈMES DE TRANSMISSION DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE

Lorsque, de manière générale, la confiance règne sur les différents segments des marchés financiers, la transmission de la politique monétaire s'opère sans entrave : les taux de marché à diverses échéances et les taux bancaires reflètent correctement les impulsions données au travers des taux directeurs. Dans une situation caractérisée par une forte instabilité financière et par une grande incertitude, comme celle qui a suivi la faillite de la banque Lehmann Brothers, le 15 septembre 2008, la transmission de la politique monétaire est en revanche susceptible d'être sévèrement perturbée. Comme le montre le graphique 3, cela se traduit par un envol des primes de risque.

Dans un tel cas de figure, la banque centrale est amenée à prendre des mesures spécifiques afin de préserver les effets de sa politique monétaire traditionnelle. Il est en effet crucial que celle-ci, dans le but de satisfaire à son objectif de stabilité des prix, conserve sa capacité de stimuler l'activité économique, en maintenant son emprise sur les conditions de financement générales de l'économie et en protégeant les flux de prêts bancaires aux ménages et aux entreprises. C'est tout spécialement le cas dans la zone euro, où le financement bancaire est prépondérant.

Dans cette perspective, la BCE a pris toute une série de mesures dites « non conventionnelles » entre 2008 et 2012⁽¹⁾. En particulier, dans le contexte d'une grande défiance réciproque entre les banques – marquée par une hausse prononcée des primes de risque et, partant, de leurs coûts de financement –, elle a pris, dès l'automne de 2008, des dispositions visant à élargir et à faciliter la fourniture de liquidités. Elle a de ce fait assumé un rôle de prêteur en dernier ressort, de manière à soutenir le crédit bancaire à l'économie. Face à la crise de la dette souveraine, qui a sévi essentiellement entre 2010 et 2012, la BCE a en outre soutenu la valeur des titres publics dans les pays les plus durement touchés. Elle a par ce biais cherché à préserver, dans l'ensemble de la zone, des conditions financières en adéquation avec la situation macroéconomique et avec l'orientation résolument accommodante de sa politique monétaire.

Les mesures adoptées dans le but de garantir une bonne transmission de la politique monétaire⁽²⁾ de l'Eurosystème se sont reflétées dans son bilan. Au cours de la période

(1) C'est tout particulièrement le cas dans le cadre de la « politique de soutien renforcé du crédit », initiée par la BCE en 2009. Pour plus de détails à ce sujet, cf. Boeckx (2012).

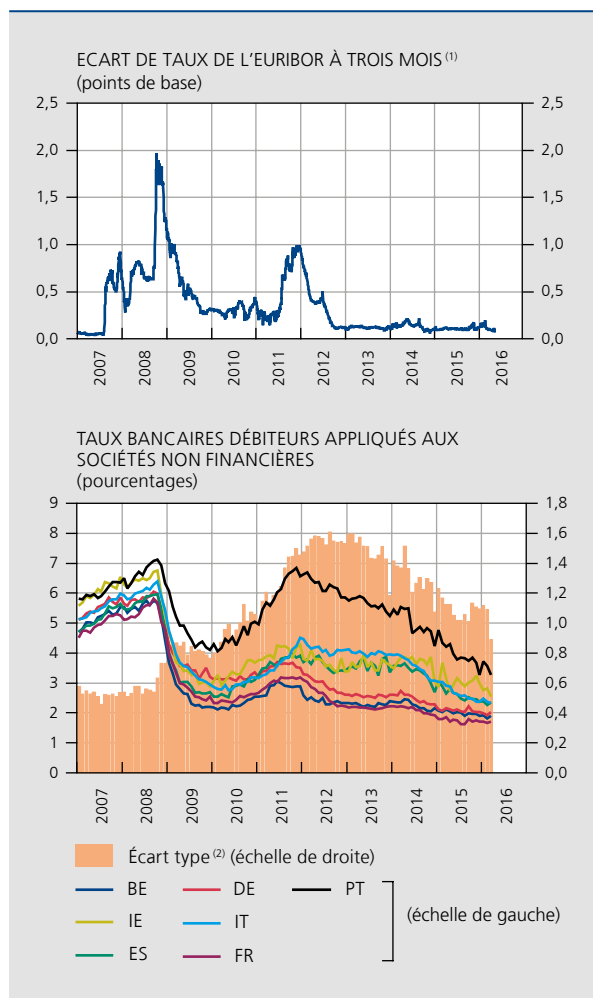
(2) Il convient de noter que les mesures adoptées dans le but de préserver une bonne transmission de la politique monétaire ne sont pas nécessairement dénuées d'effets sur l'orientation même de la politique monétaire. Ainsi, par exemple, en octroyant des liquidités à plus long terme aux banques, l'Eurosystème offre à ces dernières des garanties en matière de financement. Il vise par ce biais à leur permettre de continuer de prêter à l'économie réelle, mais tend également à influencer les conditions de financement à plus long terme sur les marchés.

allant de septembre 2008 à juin 2014, la taille de ce dernier a ainsi été déterminée en particulier par le recours des banques aux liquidités de la banque centrale, lui-même fonction des tensions financières prévalant dans la zone euro. Dans une moindre mesure, la taille du bilan de l'Eurosystème a toutefois également été influencée par ses opérations d'achats d'actifs spécifiques, destinées à soutenir certains segments des marchés financiers⁽¹⁾.

À compter de juin 2014, dans le contexte d'un environnement financier apaisé mais d'une reprise économique

(1) De septembre 2008 à juin 2014, deux programmes d'achats d'obligations sécurisées (covered bonds) ont été adoptés, de même que deux programmes d'achats de titres souverains : le programme pour les marchés de titres (Securities Market Programme ou SMP) et les opérations monétaires sur titres (Outright Monetary Transactions ou OMT). Pour plus de détails, cf. (2012).

GRAPHIQUE 3 PROBLÈMES DE TRANSMISSION DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE

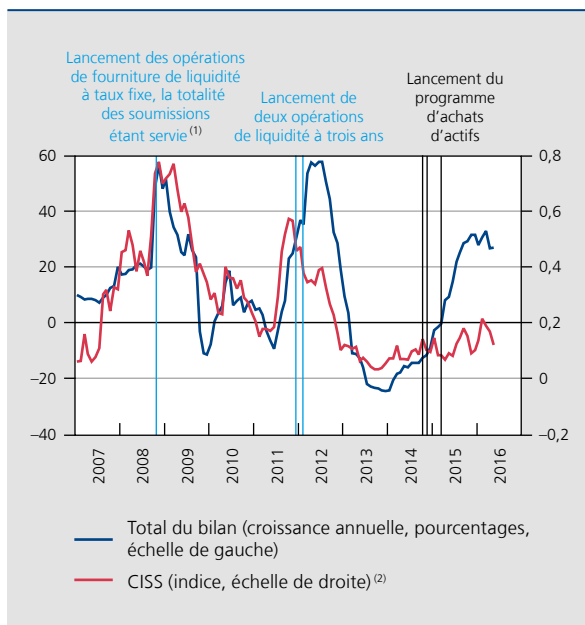


Sources : BCE, Thomson Reuters Datastream.

(1) Écart vis-à-vis du taux swap (OIS) à trois mois.

(2) Écart type des taux pour les douze pays membres de la zone euro au 1^{er} janvier 2002.

GRAPHIQUE 4 BILAN DE L'EUROSYSTÈME ET TENSIONS FINANCIÈRES



Source : BCE.

(1) En temps normal, les octrois de liquidité de l'Eurosystème au secteur bancaire prennent la forme d'enchères, le taux de soumission minimal étant égal au taux directeur central. En octobre 2008, le Conseil des gouverneurs a cependant décidé d'adopter une procédure à taux fixe, la totalité des soumissions étant servie.

(2) Composite Indicator of Systemic Stress : indicateur du risque systémique *ex post* fondé sur un ensemble de données financières.

toujours incertaine, la BCE a pris des mesures visant non plus à préserver mais bien à stimuler la transmission de sa politique monétaire. C'est tout particulièrement le cas des opérations de refinancement à plus long terme ciblées (TLTRO), qui incitent les banques à reprendre ou à développer leurs activités de prêt à l'économie réelle.

PLANCHER EFFECTIF DES TAUX D'INTÉRÊT NOMINAUX

Indépendamment de la qualité de sa transmission à l'activité économique et à l'inflation, la politique monétaire traditionnelle a ses limites. Les taux d'intérêt directeurs sont en effet soumis à un niveau plancher : dans la mesure où la monnaie existe sous la forme papier et où une réserve de valeur non porteuse d'intérêts est dès lors accessible, un taux d'intérêt nominal ne peut être conduit substantiellement sous zéro. En deçà d'un certain seuil, il serait en effet préférable pour les banques, et, plus généralement, pour l'ensemble des agents économiques, de détenir de la monnaie fiduciaire sous la forme de billets plutôt que de la monnaie scripturale sous la forme de dépôts. C'est le cas lorsque le montant des intérêts (négatifs) devient supérieur aux coûts liés au transport, à la garde et à la gestion de la liquidité sous la forme papier. La possibilité pour la banque centrale

d'assouplir sa politique monétaire en abaissant ses taux directeurs est ainsi restreinte⁽¹⁾ et, à partir d'un certain niveau, il convient pour elle de se tourner vers d'autres instruments de politique monétaire pour satisfaire à ses objectifs en matière d'inflation.

Comme nous le démontrons dans l'encadré ci-contre, la nécessité pour la banque centrale de recourir à d'autres outils afin de stimuler l'économie lorsque celle-ci subit des chocs négatifs est d'autant plus vive que les marchés connaissent les limites de la politique monétaire traditionnelle et qu'ils

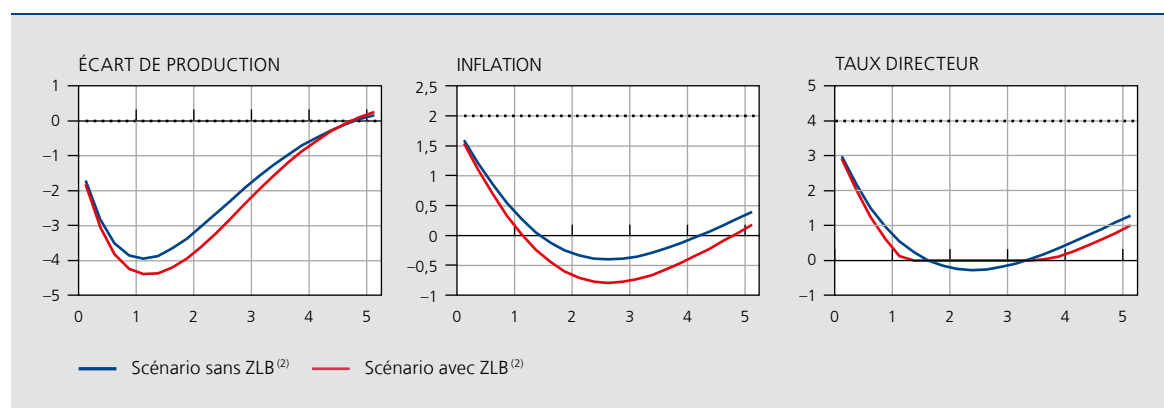
peuvent par conséquent anticiper la possibilité pour les taux directeurs d'atteindre leur niveau plancher. Dans une telle situation, il est attendu que les taux réels à long terme ne puissent plus diminuer suffisamment pour assurer la stimulation nécessaire de l'économie, et dès lors que l'inflation retournera plus lentement vers sa cible. Si cela donne lieu à une révision à la baisse des anticipations d'inflation, il émerge le risque d'un cercle vicieux où l'incapacité de la banque centrale de stimuler l'activité économique se renforce à mesure que les anticipations d'inflation se réduisent et, dès lors, que le taux réel s'accroît. Pour éviter un tel scénario, une politique de contingence, au travers de laquelle la banque centrale annonce qu'elle déploiera certaines mesures précises au cas où des circonstances spécifiques venaient à se matérialiser, prend tout son sens.

(1) Il faut par ailleurs noter qu'il existe dans certains pays des limites légales à la baisse de certains taux d'intérêt. C'est le cas notamment en Belgique, où les taux des carnets de dépôt ne peuvent être inférieurs à 0,11 % (0,01 % pour le taux de base et 0,10 % pour la prime d'accroissement).

Encadré 1 – Comment l'existence d'un niveau plancher pour les taux directeurs menace-t-elle la fonction stabilisatrice de la banque centrale ?

Afin de mettre en lumière les répercussions macroéconomiques d'un niveau plancher pour les taux d'intérêt nominaux, il est intéressant de se référer au modèle développé par De Graeve *et al.* (2014). Celui-ci montre, sur la base de données calibrées – c'est-à-dire générées artificiellement mais néanmoins plausibles –, l'évolution d'une économie au cours des cinq années qui suivent un choc de demande négatif, lequel entraîne un écart de production de l'ordre de 4 % et engendre une sévère pression à la baisse sur l'inflation. Deux scénarios sont envisagés. Dans le premier, la banque centrale a la possibilité d'ajuster ses taux directeurs à la baisse sans aucune contrainte. Les marchés anticipent cela, de sorte que le taux réel à long terme diminue également. L'activité est stimulée et la croissance économique s'accompagne d'une hausse de l'inflation. Dans le second scénario, le taux nominal se heurte à un niveau plancher, si bien que le repli du taux réel à long

L'EXISTENCE D'UN NIVEAU PLANCHER POUR LES TAUX NOMINAUX MENACE LA FONCTION STABILISATRICE DE LA BANQUE CENTRALE⁽¹⁾



Source: De Graeve *et al.* (2014).

(1) Les lignes pointillées représentent les niveaux d'équilibre à long terme des différentes variables.

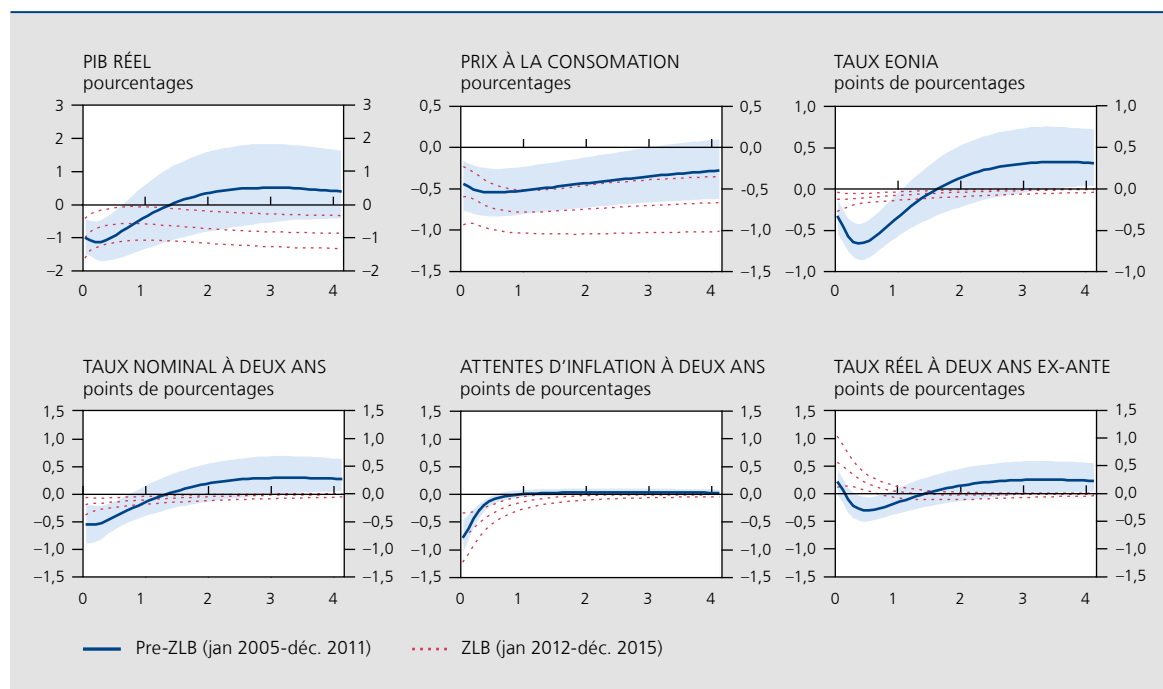
(2) ZLB: Zero Lower Bound, terme anglais qui désigne le niveau plancher pour les taux nominaux.

terme ne peut être suffisant que pour stimuler l'activité. Les marchés l'anticipent et s'attendent dès lors à une remontée plus lente de l'inflation vers sa cible. Dans un tel cas de figure, la politique monétaire s'avère plus restrictive que ce qui est souhaitable, avec pour conséquence une crise économique plus profonde et une faiblesse plus persistante de l'inflation.

Le constat théorique selon lequel la fonction stabilisatrice de la banque centrale est mise à mal par l'existence d'un niveau plancher pour les taux nominaux est confirmé par la réalité économique de la zone euro. Les graphiques ci-après illustrent ainsi les effets dynamiques d'un choc de demande négatif en se fondant sur un modèle estimé sur la base de données réelles. Plus spécifiquement, ces graphiques montrent comment le PIB, les prix à la consommation, le taux d'intérêt nominal, les anticipations d'inflation et, enfin, le taux d'intérêt réel évoluent au cours des quatre années qui suivent une contraction singulière du PIB de 1 % provoquée par un choc de demande. Deux périodes sont chaque fois distinguées : durant la première, les taux directeurs disposent encore d'une marge confortable pour diminuer – la période pre-ZLB –, tandis que pendant la seconde, la marge de manœuvre s'est considérablement rétrécie – la période ZLB. Le début de cette dernière a été fixé à janvier 2012. Bien que les taux se soient encore pliés depuis lors, l'amplitude des baisses est restée très limitée.

À l'inverse de ce qui est observé pour la première période, le taux au jour le jour et le taux à deux ans ont été contraints à la baisse au cours de la période la plus récente. Alors que, avant 2012, ils réagissaient à un choc de demande négatif en diminuant sensiblement, ils se sont à peine réduits lorsque les taux se sont rapprochés de leur niveau plancher. Par conséquent, et contrairement à avant, le taux réel est maintenant déterminé en particulier par les anticipations d'inflation.

EFFETS DYNAMIQUES D'UN CHOC DE DEMANDE NÉGATIF DANS LA ZONE EURO⁽¹⁾



Source : BNB.

(1) Déviations par rapport à la moyenne à long terme. Les effets présentés sont estimés sur la base d'un modèle économétrique vectoriel autorégressif (VAR). L'identification des chocs de demande exogènes se fait en imposant des restrictions de signe qui ont trait aux effets immédiats de ce choc.

S'il apparaît clairement que, au cours de la période précédente, la baisse du taux nominal a été supérieure à celle des anticipations d'inflation, de sorte que le taux réel s'est replié de manière à stimuler l'activité économique, tel n'est plus le cas actuellement. Sur la période plus récente, le taux réel s'est en effet accru, dans la mesure où le recul des anticipations d'inflation consécutif au choc de demande négatif a été plus prononcé que celui du taux d'intérêt nominal. Dès lors, la politique monétaire traditionnelle est de facto plus restrictive, ce qui – comparativement à la période pre-ZLB – se traduit par une reprise plus lente et par une dynamique moins vigoureuse en matière d'inflation. Dans le contexte de taux planchers, un choc d'inflation négatif produit ainsi des effets qui s'inscrivent dans la durée et qui, potentiellement, peuvent entraîner un désancrage des anticipations d'inflation. Un tel phénomène est illustré au graphique 2 du texte du présent article.

Les instruments qui permettent de continuer de stimuler l'activité économique lorsque les taux directeurs approchent de leur niveau plancher font également partie de l'arsenal de la politique monétaire dite « non conventionnelle ».

Parmi ceux-ci, figurent en bonne place les orientations prospectives (forward guidance), qui consistent à donner des indications sur l'évolution future des taux directeurs. Ainsi par exemple, en communiquant sur le fait que ces taux demeureront bas pendant une période prolongée, la banque centrale peut affecter les anticipations relatives aux taux courts et réduire l'incertitude entachant leur évolution. De cette manière, elle a la possibilité de peser davantage sur les taux à plus long terme. De telles indications ont été prodiguées par la BCE à compter de juillet 2013. Le Conseil des gouverneurs a alors fait savoir qu'il prévoyait que « les taux d'intérêt directeurs de la BCE resteraient à leurs niveaux actuels ou à des niveaux plus bas sur une période prolongée », en précisant que cette anticipation se fondait « sur le maintien, à moyen terme, de perspectives d'inflation globalement modérées, compte tenu de la faiblesse généralisée de l'économie réelle et de l'atonie de la dynamique monétaire ». Bien qu'elles aient été quelque peu amendées, de telles indications ont toujours cours actuellement.

La politique dite d'« assouplissement quantitatif », qui consiste, pour la banque centrale, à acheter sur les marchés des volumes importants de titres de dette afin de soutenir leur valorisation, de peser dès lors sur les rendements et d'assouplir les conditions générales de financement de l'économie, s'inscrit également dans ce cadre.

Dans le contexte de taux directeurs historiquement bas et d'une nouvelle détérioration des perspectives en matière d'inflation, une telle politique a été initiée par la BCE le 22 janvier 2015, lorsque le Conseil des gouverneurs a annoncé le lancement d'un programme d'achats d'actifs privés et publics pour un montant de 60 milliards d'euros par mois⁽¹⁾. En mars 2016, dans le but d'accélérer le retour de l'inflation vers son niveau objectif, les achats mensuels ont été portés à 80 milliards d'euros et ils ont été étendus aux obligations d'entreprises du secteur non financier⁽²⁾. Ces achats devraient être réalisés jusqu'à la fin de mars 2017, ou au-delà si nécessaire, et en tout cas jusqu'à ce que le Conseil des gouverneurs observe un ajustement durable de l'évolution de l'inflation qui soit conforme à son objectif d'inflation.

Les achats d'actifs – et plus particulièrement les acquisitions de titres publics, qui ont démarré en mars 2015 – ont profondément transformé la conduite de la politique monétaire de l'Eurosystème. Ils ont marqué le passage d'une gestion « relativement passive » à une gestion « clairement active » de son bilan. Au total, le programme d'achats a déjà conduit la BCE à accumuler des titres pour un montant proche de 1 000 milliards d'euros, et il devrait contribuer à un gonflement total de son bilan à hauteur de plus de 1 800 milliards d'euros d'ici à mars 2017.

2. Les achats d'actifs comme instrument de politique monétaire

La deuxième partie est consacrée aux mécanismes de l'assouplissement quantitatif et à la manière avec laquelle celui-ci doit contribuer à l'objectif de stabilité des prix de la banque centrale. Partant de la philosophie générale des achats d'actifs, plusieurs questions essentielles relatives au fonctionnement et aux implications de tels programmes sont abordées.

(1) Le programme étendu d'achats d'actifs (APP) adopté en janvier 2015 par l'Eurosystème englobe le troisième programme d'achats d'obligations sécurisées (CBPP3) et le programme d'achats de titres adossés à des actifs (ABSPP) adoptés en septembre 2014, de même qu'un important programme d'achats d'actifs du secteur public (PSPP).

(2) Dans le cadre d'un programme d'achats d'actifs destiné au secteur des entreprises (CSPP).

2.1 Quelle est la philosophie générale des achats d'actifs ?

Tout comme les réductions de taux directeurs, les achats d'actifs poursuivent l'objectif d'une baisse des rendements réels et, partant, d'un assouplissement supplémentaire des conditions de financement de l'économie. Ils doivent ainsi soutenir la demande agrégée et assurer une évolution de l'inflation qui soit compatible avec la stabilité des prix telle que définie par la banque centrale. Ils visent délibérément à encourager la consommation et les investissements aux dépens de l'épargne, dans la perspective de stimuler l'activité économique. Au travers de leurs effets d'entraînement, ils constituent un rempart contre le risque de stagnation séculaire, à savoir une situation dans laquelle la croissance économique demeure nulle ou anémique en raison du caractère inopérant de la politique monétaire traditionnelle⁽¹⁾.

2.2 Quels sont les types d'actifs ciblés par la banque centrale ?

Dans le cadre d'une politique d'assouplissement quantitatif, la banque centrale cible typiquement les titres de qualité – à savoir peu risqués –, à long terme et dont les marchés sont à la fois larges et liquides. La banque centrale ne cherche en effet pas à peser en priorité sur les primes de risque de crédit mais, plus globalement, à influencer les différentes composantes du taux réel à long terme. En outre, les titres à long terme sont visés dans la mesure où c'est l'horizon pertinent pour les décisions de consommation et d'investissement. Enfin, le fait de cibler les marchés larges et liquides permet d'acheter des actifs en quantité suffisante pour pouvoir influencer les conditions de financement de l'économie dans son ensemble sans perturber le fonctionnement des marchés.

L'écrasante majorité des titres acquis par l'Eurosystème dans le cadre de ses programmes d'achats d'actifs sont des titres publics, émis par les gouvernements des pays de la zone

(1) Pour plus de détails sur la stagnation séculaire, cf. Boeckx *et al.* (2015).

(2) Cette section présente notamment les résultats de l'étude d'évènement réalisée par Altavilla *et al.* (2015) et consacrée aux effets de l'APP de la BCE sur le prix d'un large spectre d'actifs. Cette étude tient compte des effets d'anticipation : au-delà de l'effet de l'annonce officielle du 22 janvier 2015, elle prend en considération les effets des déclarations relatives à la probable mise en œuvre d'un programme d'assouplissement quantitatif faites entre le 1^{er} septembre 2014 et le 22 janvier 2015. En revanche, l'étude ne mesure pas l'effet des annonces récentes d'extension de l'APP (en décembre 2015 et mars 2016). Les résultats présentés dans les graphiques sont issus d'exercices contrôlés pour une fenêtre d'évènement d'un jour. En éliminant l'effet de la publication d'autres données macroéconomiques durant la fenêtre d'évènement, le contrôle permet en principe d'isoler précisément l'impact de l'APP.

(3) Lorsque le niveau de la liquidité excédentaire dans le système bancaire est négligeable, le taux du marché monétaire au jour le jour est très proche du taux directeur central, à savoir, dans la zone euro, le taux des opérations principales de refinancement. Dans une situation où la liquidité bancaire est excessive – c'est-à-dire lorsqu'elle est supérieure aux réserves obligatoires et aux facteurs autonomes nets de ponction de liquidités –, le taux du marché monétaire au jour le jour tend en revanche à s'approcher du taux de la facilité de dépôt. Pour plus de détails à ce sujet, cf. Boeckx et Ide (2012).

euro ou par des institutions supranationales européennes. Le montant de ces détentions s'élevait ainsi à près de 800 milliards d'euros le 27 mai 2016, pour un total général proche de 1000 milliards d'euros. La maturité moyenne des titres publics détenus était quant à elle de huit années environ.

2.3 Comment les achats d'actifs influencent-ils les conditions de financement ?

Au travers de ses achats d'actifs, la banque centrale peut influencer à la fois sur la courbe des rendements nominaux « sans risque » et sur les primes de risque de crédit. En soutenant par ailleurs les anticipations d'inflation, elle exerce une pression à la baisse sur le taux réel à long terme. Ci-après, nous tâchons de décrire précisément comment cela affecte les différentes composantes de ce dernier, en suivant le schéma du graphique 1⁽²⁾.

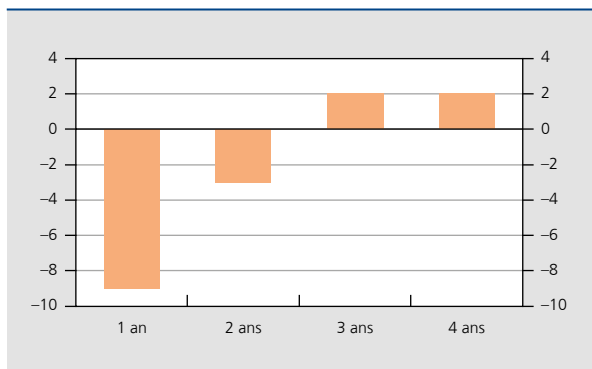
ATTENTES EN MATIÈRE DE TAUX NOMINAL À COURT TERME

En achetant des actifs à long terme, la banque centrale signale qu'elle est éventuellement prête à maintenir ses taux d'intérêt directeurs à un bas niveau pendant une période prolongée.

Une politique d'assouplissement quantitatif conduit en effet la banque centrale à accumuler à l'actif de son bilan d'importantes quantités de titres à long terme porteurs d'un rendement fixe plutôt faible – car ces titres sont relativement peu risqués et ont été acquis en période de taux bas. Ceux-ci sont financés au passif du bilan par des réserves des banques, qui sont pour leur part rémunérées au taux de la facilité de dépôt. Dans un tel cas de figure, une brusque remontée des taux d'intérêt alourdirait les charges financières de la banque centrale, sans pour autant que ses revenus ne suivent la même évolution.

En détenant des titres à long terme financés par des engagements à court terme, la banque centrale est ainsi exposée à un risque de transformation qui la dissuade de relever ses taux à courte échéance. Lorsqu'elle est crédible, cette situation lui permet de peser sur les attentes de taux et, dès lors, sur les taux nominaux à plus long terme. En outre, en raison de la longue période d'amples liquidités bancaires qu'induit un programme d'achats d'actifs, le taux du marché monétaire au jour le jour restera proche du taux offert sur les dépôts – et donc inférieur au taux directeur central – durant un certain temps⁽³⁾. Dans cette perspective, une politique d'assouplissement quantitatif tend ainsi à renforcer le signal donné par les orientations prospectives au niveau des taux directeurs.

GRAPHIQUE 5 VARIATION DES TAUX FORWARD SANS RISQUE À TROIS MOIS DE LA ZONE EURO AUX ALENTOURS DES DATES D'ANNONCE DE L'APP⁽¹⁾⁽²⁾



Source : Altavilla *et al.* (2015).

(1) Résultats d'une étude d'événement contrôlée pour une fenêtre d'un jour.

(2) Horizon d'échéance des contrats.

Une banque centrale ne peut toutefois s'engager à maintenir les taux bas sur un horizon trop étendu, à savoir un délai au-delà duquel la situation et/ou les perspectives macroéconomiques pourraient changer de manière radicale. De ce fait, l'« effet de signal » s'observe principalement sur le segment court de la courbe des taux, comme on peut le constater au graphique 5.

PRIME DE TERME

En achetant massivement certains titres de dette à long terme, la banque centrale accroît sensiblement la demande dont ces titres font l'objet, sans que l'offre ne varie pour autant. Les titres ciblés deviennent dès lors relativement plus rares sur le marché, ce qui tire leur prix vers le haut et pèse par conséquent sur les rendements⁽¹⁾. Dans cette perspective, les achats d'actifs compriment en particulier la prime de terme. Cette dernière diminue, dans la mesure où la banque centrale retire du marché des actifs de maturité longue. Elle en atténue ainsi le risque de duration, affectant dès lors négativement la prime exigée par les marchés pour leur détention.

L'annonce du programme d'achats d'actifs de l'Eurosystème a ainsi par exemple eu pour effet de comprimer fortement les rendements du Bund allemand, titre qui a fait l'objet des achats les plus massifs⁽²⁾. Comme on peut

(1) Le prix et le rendement d'un titre de dette varient en effet dans des directions opposées, dans la mesure où une hausse des taux d'intérêt dévalorise un titre existant. Concrètement, si les taux d'intérêt passent de 4 à 5 %, un titre qui a été émis avec un coupon initial de 4 % ne trouvera pas acquéreur si son prix n'est pas révisé à la baisse, de manière à ce que le coupon – qui est pour sa part fixe – parvienne à offrir un rendement de 5 % à l'acquéreur potentiel.

(2) La clé de répartition des achats de l'Eurosystème se fonde sur les parts libérées des banques centrales nationales dans le capital de la BCE.

le constater au graphique 6, la baisse a été très marquée pour les maturités longues.

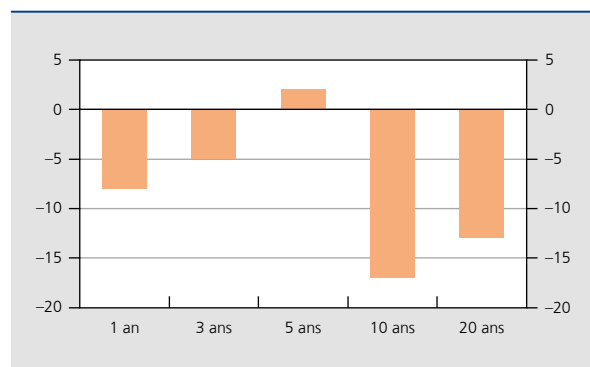
PRIME DE RISQUE DE CRÉDIT

Par effet de ricochet, dans la foulée d'une réduction des rendements des titres acquis par la banque centrale, une partie des investisseurs disposant de liquidités et soucieux de maximiser le ratio rendement/risque d'un portefeuille se tourneront vers d'autres actifs. En rééquilibrant leurs portefeuilles en faveur de titres plus rémunérateurs, mais aussi plus risqués, ils engendreront à leur tour une pression baissière sur les rendements de ces derniers.

Comme les investisseurs ont tendance à privilégier les titres présentant des caractéristiques bien spécifiques – on dit qu'ils ont un « habitat préféré » –, que ce soit en termes de maturité, de liquidité ou de risque de crédit, les rendements des titres aux caractéristiques proches de ceux ciblés par la banque centrale sont généralement les plus touchés. Par effet de domino, toutefois, une large gamme d'actifs financiers voient leurs rendements s'ajuster, de sorte que les conditions de financement tendent à s'assouplir dans l'ensemble de l'économie. Dans cette perspective, les primes de risque de crédit diminuent à mesure que les investisseurs s'orientent vers des actifs plus risqués.

La baisse des taux sans risque suscitée par le programme d'achats d'actifs de l'Eurosystème s'est ainsi parallèlement accompagnée d'un resserrement des écarts de taux entre les actifs considérés comme plus risqués et ceux qui sont jugés moins risqués. C'est le cas pour les obligations

GRAPHIQUE 6 VARIATION DES RENDEMENTS DU BUND AUX ALENTOURS DES DATES D'ANNONCE DE L'APP⁽¹⁾⁽²⁾

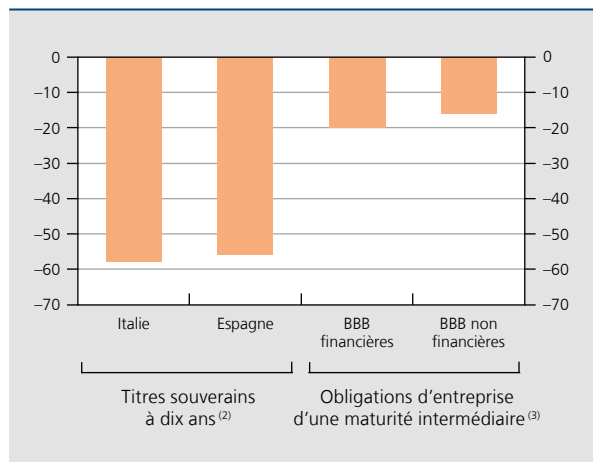


Source : Altavilla *et al.* (2015).

(1) Résultats d'une étude d'événement contrôlée pour une fenêtre d'un jour.

(2) Horizon d'échéance des titres.

GRAPHIQUE 7 VARIATION DES ÉCARTS DE TAUX DES TITRES PUBLICS ET PRIVÉS AUX ALENTOURS DES DATES D'ANNONCE DE L'APP⁽¹⁾



Source : Alt avilla et al. (2015).

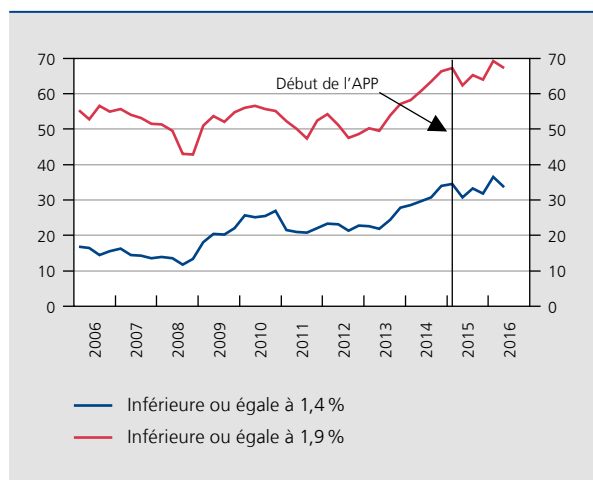
- (1) Résultats d'une étude d'événement contrôlée pour une fenêtre d'un jour.
- (2) Les spreads des titres souverains sont exprimés vis-à-vis du Bund à dix ans.
- (3) Les spreads des obligations d'entreprise sont exprimés vis-à-vis du taux swap d'une maturité correspondante.

souveraines italiennes et espagnoles vis-à-vis du Bund allemand, mais aussi pour les titres émis par le secteur privé.

ATTENTES D'INFLATION

En adoptant un programme d'achats d'actifs, la banque centrale fait part de sa détermination à assouplir davantage

GRAPHIQUE 8 DISTRIBUTION DE PROBABILITÉS AGRÉGÉE DES ATTENTES D'INFLATION À LONG TERME⁽¹⁾



Source : BCE.

- (1) Anticipations à cinq ans issues de l'enquête de la BCE auprès de prévisionnistes professionnels (SPF). Les dernières données : disponibles concernant le 2^e trimestre de 2016.

sa politique monétaire pour relancer l'activité économique et faire remonter l'inflation. Elle montre ainsi son engagement en faveur de son mandat. Dans cette perspective, une politique d'assouplissement quantitatif doit contribuer à ancrer, voire à relever, les anticipations d'inflation. Sa crédibilité est d'autant plus grande si la banque centrale annonce que celle-ci se poursuivra jusqu'à ce que la trajectoire en matière d'inflation soit compatible avec son objectif. La hausse des anticipations d'inflation fait quant à elle pression sur le taux réel à long terme, ce qui soutient les investissements et la consommation.

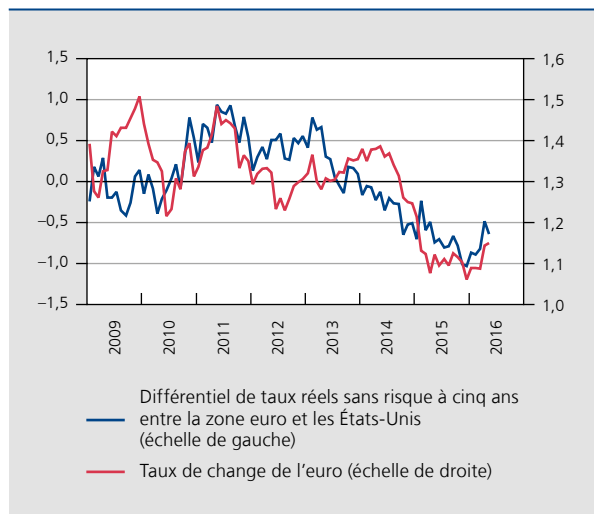
Le programme d'achats d'actifs de l'Eurosystème a quelque peu soutenu les attentes d'inflation dans la zone euro. En particulier, on constate par exemple que la proportion des prévisionnistes professionnels interrogés par la BCE qui s'attendent à une inflation inférieure ou égale à 1,4 % dans cinq ans – soit un niveau nettement en deçà de l'objectif de l'Eurosystème – s'est dernièrement stabilisée, après plusieurs trimestres de constante augmentation. Dans le même temps, on n'a pas observé de véritable stabilisation des anticipations d'inflation à des niveaux comparables à ceux enregistrés avant 2013. C'est tout spécifiquement le cas pour celles qui se fondent sur des données financières, lesquelles doivent cependant être interprétées avec prudence car elles sont soumises à une grande volatilité.

2.4 Les achats d'actifs ont-ils un impact sur le taux de change ?

La baisse générale des rendements induite par un programme d'achats d'actifs peut pousser des investisseurs à sortir des frontières pour viser une rentabilité supérieure. Ces ajustements de portefeuilles en faveur d'actifs étrangers tendent à comprimer la valeur de la monnaie nationale vis-à-vis de celle des autres devises. Par ce biais, les exportations deviennent meilleur marché, tandis que les importations se renchérissent. Ceci tend parallèlement à favoriser l'activité économique et à faire remonter l'inflation.

À partir de la mi-2014, l'euro s'est sensiblement déprécié par rapport au dollar des États-Unis, ce qui a reflété, en partie, à la fois les anticipations concernant un éventuel programme d'achats d'actifs de l'Eurosystème et son annonce proprement dite en janvier 2015. À ce titre, il est frappant de constater les évolutions symétriques entre le taux de change de la monnaie unique et le différentiel des taux réels à cinq ans. Le repli de ce dernier illustre en particulier la chute en termes réels de l'attractivité des investissements dans la zone euro. Il faut toutefois souligner que de nombreux autres facteurs – en ce compris la situation macroéconomique et la politique monétaire

GRAPHIQUE 9 DIFFÉRENTIEL DE TAUX D'INTÉRÊT ET DE TAUX DE CHANGE ENTRE LA ZONE EURO ET LES ÉTATS-UNIS



Source : Thomson Reuters Datastream.

américaine – influencent les taux de change et les écarts de taux réels entre les deux zones économiques.

2.5 Les achats d'actifs créent-ils de la monnaie ?

Dans le cadre d'une politique d'assouplissement quantitatif, la banque centrale cherche délibérément à accroître massivement les réserves que les banques commerciales déposent auprès d'elle. Avec les pièces et billets en circulation dans l'économie, ces dernières constituent la base monétaire, ou encore la « monnaie de banque centrale ». Les achats de titres de dette sont ainsi financés au travers de l'émission de réserves, dont la banque centrale détient le monopole et qui constituent la liquidité bancaire – à savoir la quantité de monnaie mobilisable à des fins de paiement au sein même du système bancaire. Concrètement, comme on peut le voir au graphique 11, une acquisition de titres apparaît à l'actif du bilan de la banque centrale, qui, parallèlement, crédite au passif de son bilan les comptes des établissements de crédit dont elle a acheté les titres ou par l'intermédiaire desquels elle est passée pour les acquérir⁽¹⁾.

La hausse de la base monétaire – et dès lors du bilan de la banque centrale – qui caractérise la politique d'assouplissement quantitatif ne se traduit toutefois pas

(1) L'intermédiation d'une transaction de vente faisant intervenir un agent non bancaire tel qu'un ménage ou une entreprise passe en effet nécessairement par le secteur bancaire, qui jouit du monopole de la détention de réserves de banque centrale.

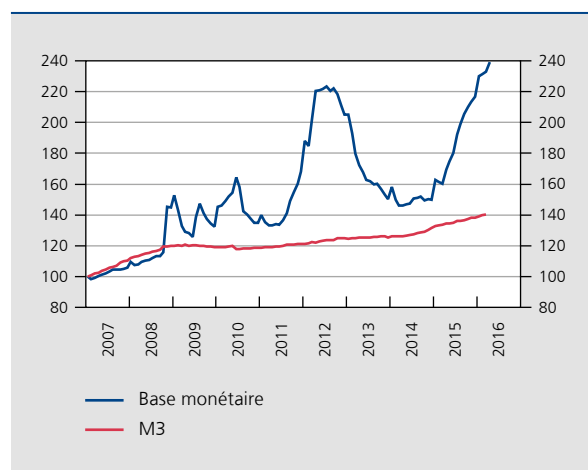
automatiquement par un accroissement équivalent de la masse monétaire – à savoir la quantité de monnaie mobilisable à des fins de paiement au sein de l'économie dans son ensemble –, qui se compose, tout comme la base monétaire, des pièces et billets en circulation, mais également des engagements bancaires à court terme, tels les dépôts.

Pour qu'une hausse de la base monétaire consécutive à des achats d'actifs se traduise par un accroissement de la masse monétaire, il faut en effet que ces derniers entraînent, d'une manière ou d'une autre, une augmentation des dépôts auprès des banques commerciales ou, éventuellement, un gonflement des pièces et billets en euros en circulation.

C'est par exemple le cas lorsque le vendeur des titres acquis par la banque centrale est un résident qui ne fait pas partie du secteur bancaire – un ménage, une société non financière, un pouvoir public régional, etc. C'est aussi le cas lorsque les achats de titres effectués par la banque centrale induisent un rebond des octrois de crédits, soit parce que les meilleures conditions de financement génèrent une plus forte demande, soit parce que l'expansion des réserves de banque centrale pousse les banques à élargir leur offre. Selon l'adage bien connu « les prêts font les dépôts » : un nouveau crédit donnera ainsi lieu à la création d'un dépôt équivalent qui alimentera la masse monétaire. Un dernier canal au travers duquel les achats d'actifs peuvent amplifier

GRAPHIQUE 10 BASE MONÉTAIRE ET MASSE MONÉTAIRE DANS LA ZONE EURO⁽¹⁾

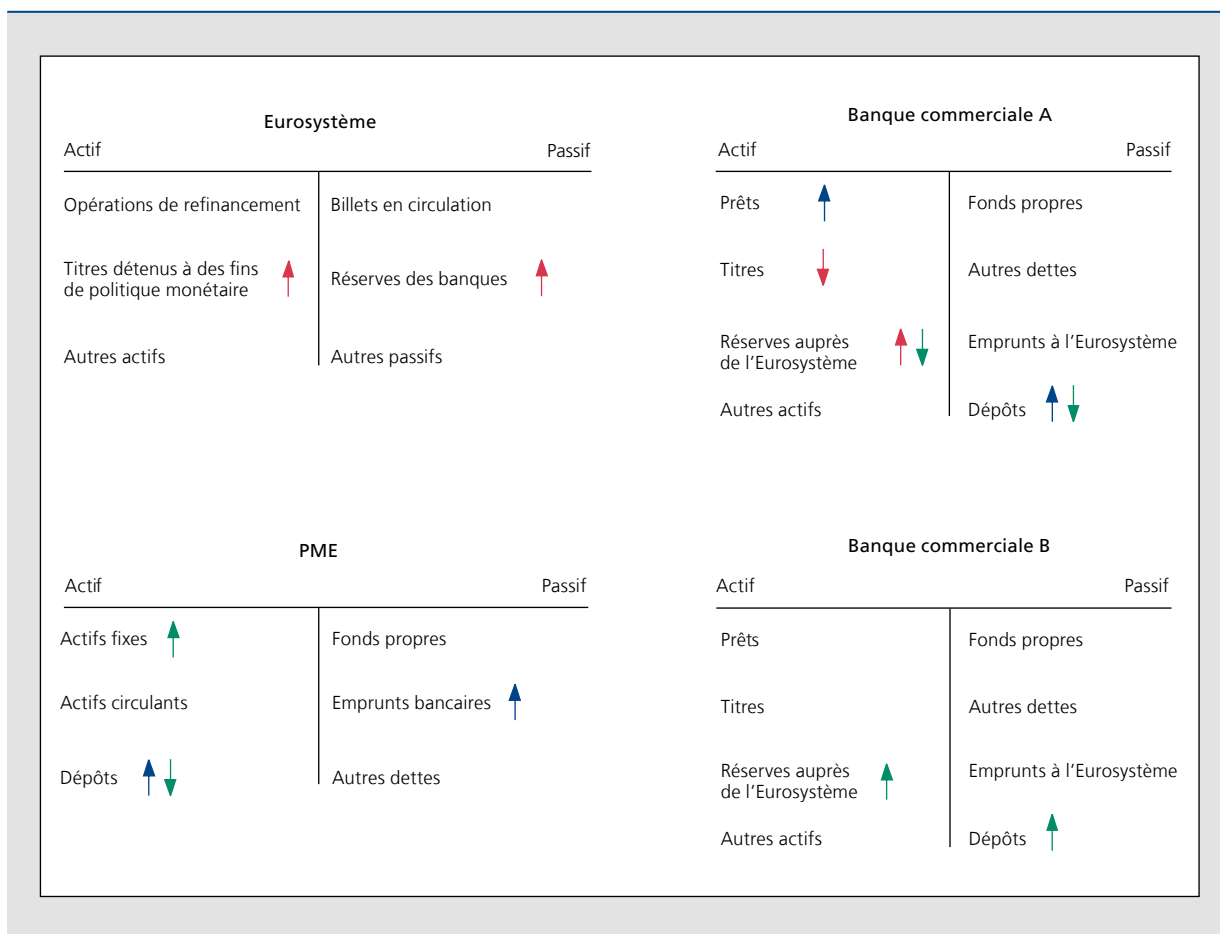
(indices 2007 = 100)



Source : BCE.

(1) La base monétaire, également appelée « monnaie de banque centrale », inclut les pièces et billets en circulation dans la zone euro ainsi que les avoirs monétaires détenus par les établissements de crédit de la zone euro auprès de l'Eurosystème. En sus des pièces et billets en circulation dans la zone euro, l'agrégat monétaire large M3 regroupe les engagements à court terme (dépôts et instruments négociables) des institutions financières monétaires de la zone euro (IFM) vis-à-vis des autres résidents de la zone euro (non-IFM).

GRAPHIQUE 11 ACQUISITION DE TITRES PAR L'EUROSYSTEME ET OCTROI D'UN PRÊT À UNE PME



la monnaie au sens large consiste à contribuer à une hausse de la demande concernant les actifs monétaires inclus dans M3. En exerçant une pression à la baisse sur les rendements des titres à plus long terme, ils poussent en effet les investisseurs à se détourner de ces derniers au profit d'actifs liquides tels que les dépôts à court terme⁽¹⁾.

En revanche, lorsque le vendeur de titres acquis par la banque centrale est une banque et que cette dernière choisit de conserver le produit de ses ventes d'actifs en réserve auprès de la banque centrale, ou encore lorsque le vendeur est un agent économique résidant à l'étranger, l'augmentation des réserves de banque centrale n'a d'impact ni sur le niveau des dépôts, ni, dès lors, sur la masse monétaire.

Le graphique 11 illustre de manière simplifiée certaines implications bilanciales des achats d'actifs. Il fait intervenir l'Eurosystème, qui achète des titres de dette sur les

marchés, une banque commerciale A qui vend ses titres à l'Eurosystème et octroie un prêt à une PME, une PME qui consacre les fonds de son emprunt à l'acquisition de nouvelles machines et une banque commerciale B auprès de laquelle le fournisseur de la PME dépose le montant de la vente des machines. Il est judicieux de noter que le transfert bancaire entre la PME et son fournisseur de la banque A vers la banque B affecte les réserves individuelles que celles-ci détiennent auprès de la banque centrale. Le volume total des réserves bancaires générées par les achats d'actifs est toutefois fondamentalement déterminé par la banque centrale; il n'est pas impacté par les décisions d'octroi de crédits des banques commerciales et ne souffre aucunement des transferts entre ces dernières.

2.6 Quelles sont les implications des achats d'actifs pour les finances publiques ?

Car les achats d'actifs portent en particulier sur des titres souverains, ils ne sont pas sans effets sur les finances

(1) Il convient de noter qu'un accroissement de la masse monétaire lié à des réallocations de portefeuilles au profit d'actifs à plus court terme et plus liquides produit a priori des effets macroéconomiques et inflationnistes plus faibles qu'une hausse de même ampleur induite par une augmentation des octrois de crédits.

publiques. Il importe toutefois de souligner que les achats de dettes publiques se font sur le marché secondaire. Ils concernent dès lors de la dette existante et n'ont pas d'incidence directe sur le niveau d'endettement des autorités publiques. Ils contribuent cependant à la diminution des charges d'intérêt car, en pesant sur les rendements des titres existants, ils compriment naturellement les taux des titres nouvellement émis. Une autre manière de voir les choses est de considérer que, à charge de remboursement égale, les achats permettent d'allonger l'échéance de la dette. Dans la mesure où le cadre budgétaire européen tempère la tentation pour les gouvernements d'émettre davantage de dette, l'effet se concentre sur les taux, qui sont tirés vers le bas.

Dans le contexte actuel, les achats constituent par ailleurs une source de recettes publiques. La banque centrale finance en effet les achats de titres publics à long terme en émettant des réserves de banque centrale. Ces dernières étant rémunérées au taux de la facilité de dépôt, qui est actuellement négatif et inférieur aux taux d'intérêt des titres acquis, la banque centrale réalise des profits, lesquels sont en partie reversés aux États actionnaires. À l'avenir, il n'est néanmoins pas exclu que le taux de la facilité de dépôt devienne supérieur aux rendements des titres détenus par la banque centrale. Si une telle situation devait se présenter, la banque centrale pourrait voir ses bénéfices se contracter, voire essuyer des pertes, ce qui grèverait les revenus des gouvernements en provenance de la banque centrale. Tenant compte de cette éventualité, la banque centrale pourrait dès à présent décider d'ajuster sa politique de mise en réserve et limiter ainsi les bénéfices redistribués aux autorités.

2.7 Comment sortir d'un régime de liquidité abondante induit par un programme d'achats d'actifs ?

Un programme d'achats d'actifs financé par l'émission de réserves entraîne inévitablement un accroissement significatif et durable des liquidités excédentaires dans le secteur bancaire. Plusieurs canaux permettent toutefois de comprimer ces réserves excédentaires.

Bien entendu, les réserves excédentaires vont s'auto-détruire dans le contexte d'une reprise de la croissance économique nominale. C'est le cas lorsque le regain de dynamisme de l'activité économique induit par les achats d'actifs génère une augmentation de la demande de liquidités. Une hausse des retraits par les agents économiques entraîne en effet une baisse de leurs dépôts auprès des banques et se traduit par une diminution correspondante des réserves bancaires auprès de la banque

centrale. C'est également le cas lorsque la croissance dope le crédit: à une expansion des prêts correspond une progression des dépôts, qui nécessite pour sa part un gonflement des réserves obligatoires. Dans une telle situation, les réserves excédentaires disparaissent car elles deviennent obligatoires.

Au-delà d'une régression « naturelle », attribuée à un redressement de la demande de liquidités et de prêts bancaires sur fond de reprise de l'activité économique, l'évolution du niveau des réserves excédentaires est avant tout déterminée par la politique de la banque centrale. Lorsque celle-ci choisit, comme l'a fait l'Eurosystème en décembre 2015, de réinvestir les montants qui lui sont remboursés, il n'y a pas de réduction des réserves excédentaires car le volume des titres détenus ne se contracte pas. En revanche, lorsqu'une telle politique de réinvestissement est abandonnée, les réserves excédentaires déclinent à mesure que les titres acquis sont remboursés. Pour ce faire, les gouvernements puisent dans les dépôts qu'ils détiennent auprès des banques commerciales. Parallèlement au repli de ces derniers, les réserves du système bancaire auprès de la banque centrale s'inscrivent en recul.

Conclusion

Une politique d'assouplissement quantitatif constitue un sérieux atout quand il s'agit de pallier les limites de la politique monétaire traditionnelle. Les achats massifs de titres de dette à long terme permettent en effet à la banque centrale d'influer sur le taux réel à long terme et, partant, de continuer de stimuler l'activité économique lorsque les taux directeurs s'approchent de leur niveau plancher.

De façon très directe ou de manière plus subtile, les acquisitions de titres par les banques centrales affectent les différentes composantes du taux réel à long terme. En tirant ce dernier vers le bas, elles encouragent la consommation et les investissements, au détriment de l'épargne. Elles tendent en outre à déprécier la valeur de la monnaie nationale et favorisent dès lors les exportations. Le soutien que les achats d'actifs apportent à la demande agrégée active l'inflation et contribue de la sorte à atteindre l'objectif de stabilité des prix que se sont fixé les banques centrales.

Les achats d'actifs donnent inévitablement lieu à un élargissement de la base monétaire, lequel prend essentiellement la forme d'une hausse des réserves de banque centrale du système bancaire. Ils ne se traduisent toutefois pas nécessairement par un accroissement

équivalent de la masse monétaire au sens large. Les acquisitions de titres – majoritairement souverains – auxquelles procède la banque centrale ont actuellement des implications favorables pour les finances publiques, mais ces dernières ne sont pas garanties dans la durée. La sortie d'une politique d'assouplissement quantitatif et du régime de liquidité abondante qui l'accompagne dépend fondamentalement de la politique de la banque centrale. Elle est fonction de ses achats d'actifs, mais également de l'éventuel réinvestissement des montants qui lui sont remboursés.

La décision de l'Eurosystème de lancer un programme étendu d'achats d'actifs le 22 janvier 2015 a dans les faits provoqué un repli des taux d'intérêt nominaux sur différents segments des marchés financiers. Elle a par ailleurs contribué à une certaine stabilisation des anticipations d'inflation dans la zone euro. Enfin, la baisse des rendements réels qu'elle a engendrée est allée de pair avec une dépréciation de l'euro face au dollar des États-Unis. Il s'avère ainsi que le programme d'achats d'actifs de l'Eurosystème a bel et bien débouché sur un assouplissement additionnel de sa politique monétaire.

Bibliographie

Altavilla C, G. Carboni et R. Motto (2015), *Asset purchase programmes and financial markets: lessons from the euro area*, ECB, Working Paper Series 1864, November.

BCE (2012), *Rapport annuel*.

Boeckx J. et S. Ide (2012), « Ce que le recours à la facilité de dépôt peut nous apprendre, et ce qu'il ne nous apprend pas », BNB, *Revue économique*, juin, 31-38.

Boeckx J. (2012), « Quel rôle joue l'Eurosystème en ces temps de crise financière ? », BNB, *Revue économique*, septembre, 7-29.

Boeckx J., P. Butzen, N. Cordemans et S. Ide (2015), « Déflation au Japon, Abenomics et leçons pour la zone euro », BNB, *Revue économique*, juin, 101-125.

De Graeve F., P. Ilbas et R. Wouters (2014), *Forward Guidance and Long Term Interest Rates: Inspecting the Mechanism*, Sveriges Riksbank, Working paper series 292, December.

Les conséquences économiques de l'afflux de réfugiés en Belgique

K. Burggraeve
C. Piton^(*)

Introduction

En raison notamment de la guerre en Syrie et de l'instabilité géopolitique qui règne dans plusieurs autres pays du Proche et du Moyen Orient, l'Union européenne (UE) enregistre depuis la mi-2015 un nombre considérable d'entrées de demandeurs d'asile. Cette crise humanitaire intervient dans un climat de reprise économique modérée et de lutte contre le terrorisme. Le présent article contribue au débat en analysant à la fois la situation spécifique de la Belgique et les conséquences économiques potentielles pour le pays.

Une première partie est consacrée à la mise en contexte de cette crise. Il s'avère que les arrivées de demandeurs d'asile en Belgique ne sont pour l'instant pas nettement plus massives que lors des précédentes vagues enregistrées en 1993 et dans les années 2000 à la suite des crises en Bosnie et au Kosovo. Notre pays n'est de fait pas le plus concerné. Tant en nombre absolu que rapporté à la population, le flux actuel de réfugiés est bien plus important dans des pays tels que l'Allemagne, l'Autriche ou la Suède. Les médias évoquent une « crise des migrants » ; il est pourtant nécessaire d'établir une distinction entre les migrants économiques, d'une part, et les demandeurs d'asile, d'autre part. Alors que les premiers viennent pour trouver un emploi, les seconds sont en quête d'un refuge et demandent une protection internationale.

Une fois le contexte établi et les caractéristiques des demandeurs d'asile définies, il est procédé dans la deuxième

partie à une analyse des conséquences économiques en Belgique. D'abord fondée sur les résultats des précédentes recherches en la matière, l'estimation repose ensuite sur les rares données disponibles et sur une série d'hypothèses concernant l'intégration sur le marché du travail et le montant des dépenses publiques nécessaires à l'accueil des réfugiés.

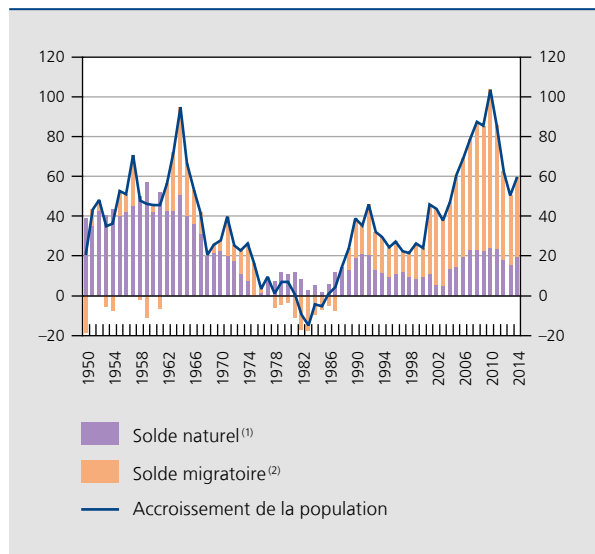
La troisième partie aborde le point crucial qu'est l'intégration des immigrés sur le marché du travail. La Belgique accuse un lourd retard à cet égard. L'article examine les causes possibles de l'écart observé entre le taux d'emploi des résidents de nationalité extra-européenne et celui des Belges. Enfin, la conclusion présente différentes pistes de réforme des politiques d'intégration en Belgique.

1. Mise en contexte

L'analyse de l'actuelle arrivée de demandeurs d'asile en Belgique requiert une compréhension approfondie du phénomène. Pour disposer d'un outil de comparaison, il est essentiel d'étudier les flux passés et leur composition ainsi que les raisons qui ont poussé les migrants à se rendre en Belgique. Une distinction claire entre les réfugiés et les migrants économiques sera établie, de manière à éviter toute confusion quant au type d'immigration concerné. Une fois le contexte défini, il y a lieu de déterminer les caractéristiques individuelles des demandeurs d'asile qui faciliteront ou non leur intégration sur le marché du travail.

^(*) Les auteurs souhaitent remercier V. Baugnet et P. Stinghambert pour leur contribution dans l'apport de données, ainsi que G. De Walque pour son aide lors de l'estimation du modèle.

GRAPHIQUE 1 MOUVEMENTS DE LA POPULATION EN BELGIQUE
(milliers de personnes)



Source : DGS.

(1) Différence entre le nombre de naissances et le nombre de décès.

(2) Différence entre les immigrations (entrées, changements de registre, réinscrits ayant été rayés) et les émigrations (sorties, changements de registre, rayés d'office).

1.1 Bref historique des flux migratoires

L'immigration internationale représente de longue date une grande part de l'accroissement de la population en Belgique. Historiquement, ce n'est qu'à partir de 1990 que les demandes d'asile sont devenues un phénomène important. Avant cela, les entrées d'étrangers

étaient principalement le fait de migrations économiques (demande de main-d'œuvre pour l'industrie charbonnière après la Seconde Guerre mondiale) et, plus tard, vers la fin des années 1970, de regroupements familiaux.

Au cours de l'année 2014, la population du pays s'est accrue de 59 600 personnes, les deux tiers de cette hausse étant attribuables au solde migratoire, soit une part correspondant à la moyenne constatée entre 1990 et 2013. S'agissant d'une population relativement jeune, les migrants contribuent à réduire le vieillissement démographique.

Au 1^{er} janvier 2015, sur un total de 11 209 044 habitants, 1 255 286 étaient de nationalité étrangère, soit 11,2 % de la population. Parmi eux, 68,2 % étaient originaires d'un pays de l'UE. Les pays les plus représentés sont, par ordre d'importance, la France, l'Italie et les Pays-Bas, suivis de la Pologne et de la Roumanie. Les ressortissants non européens les plus nombreux sont les Marocains, suivis des Turcs et des Congolais.

Au niveau régional, bien que la Flandre enregistre le plus grand nombre d'étrangers en termes absolus (40 % du total des personnes de nationalité étrangère y vivent), c'est à Bruxelles que la proportion par rapport à la population est la plus élevée, soit 34 %. La structure de la population immigrée varie également d'une région à l'autre. Alors que les populations étrangères des régions de Bruxelles-Capitale et de Flandre sont toutes deux composées à hauteur d'environ 35 % de ressortissants hors UE, ce taux chute à 25 % en Wallonie.

TABEAU 1 RÉPARTITION DE LA POPULATION ÉTRANGÈRE PAR RÉGION ET PAR NATIONALITÉ
(milliers de personnes, entre parenthèse en pourcentage de la population totale correspondante)

	Belgique	Bruxelles	Flandre	Wallonie
Population étrangère	1 255 (11)	399 (34)	504 (8)	352 (10)
UE	856 (68)	265 (66)	327 (65)	264 (75)
Non-UE	400 (32)	134 (34)	178 (35)	88 (25)
Principales nationalités ⁽¹⁾				
UE	FR (13)	FR (15)	NL (26)	IT (29)
	IT (13)	RO (8)	PL (7)	FR (22)
	NL (12)	IT (8)	IT (5)	DE (5)
Non-UE	MA (7)	MA (10)	MA (6)	MA (4)
	TR (3)	CD (2)	TR (4)	TR (3)
	CD (2)	TR (2)	RU (1)	CD (2)

Sources : CE, DGS.

(1) CD République Démocratique du Congo, DE Allemagne, ES Espagne, FR France, IT Italie, MA Maroc, NL Pays-Bas, PL Pologne, RO Roumanie, RU Russie, TR Turquie.

1.2 Distinction entre réfugiés et migrants économiques

Les arrivées de demandeurs d'asile ou de migrants économiques sont deux flux migratoires différents aux caractéristiques distinctes. Au départ, une personne entrant dans le pays d'accueil pour des raisons économiques vient y chercher un travail pendant un certain laps de temps. Un réfugié, par contre, est une personne ayant fui son pays d'origine et pouvant se réclamer, en vertu de l'article premier de la Convention de Genève, de la protection du pays d'accueil en raison d'une crainte de persécution du fait de sa race, de sa religion, de sa nationalité, de son appartenance à un groupe social déterminé ou de ses opinions politiques. À titre d'exemple, avant la guerre en Syrie, à peine 5 % de la population de ce pays vivaient à l'étranger, et ce malgré un revenu par habitant équivalent à 11 % du niveau belge, tandis que seuls 6 % des résidents syriens souhaitaient migrer si l'opportunité s'en présentait (Esipova *et al.*, 2011). Pour que son statut de réfugié soit reconnu, l'immigré doit introduire une demande auprès de l'Office des étrangers. Tant que son dossier est en cours d'examen, il est considéré comme un demandeur d'asile.

Ces deux types de migrants se distinguent également par l'ampleur de leur arrivée sur le territoire. Alors que les flux de réfugiés sont volatils et qu'ils dépendent des situations géopolitiques à travers le monde, la migration économique affiche des flux plus réguliers mais en croissance. Ces derniers sont également plus encadrés, de même qu'ils sont tributaires de l'attribution ou non d'un permis de travail par l'autorité compétente. Ce permis est généralement temporaire, mais il est renouvelable. Les réfugiés reçoivent quant à eux un permis de séjour illimité une fois leur demande d'asile acceptée. Leur probabilité

de retour est dès lors plus faible, d'autant qu'ils gardent souvent moins de contacts sociaux avec leur pays d'origine. Étant donné leurs perspectives d'installation définitive, ces immigrants sont plus enclins à investir dans le capital humain propre au pays d'accueil (par exemple la connaissance d'une des langues nationales), ce qui, à terme, facilite leur intégration (Cortes, 2004). Malgré leur moindre investissement et leur plus grande probabilité de retour, les migrants économiques sont initialement plus en adéquation avec les besoins du marché du travail. En ce qui concerne les réfugiés, la distribution en termes de compétences, d'éducation et d'âge est, par définition, incertaine. Pour tous, la situation sur le marché du travail reste en général moins bonne que celle des natifs.

Les raisons à l'origine de l'immigration ne se limitent pas uniquement à l'asile ou à l'emploi. Selon les données d'enquêtes récoltées par la Commission européenne (CE), 52 % des immigrants présents sur le territoire belge en 2014 sont venus pour des raisons familiales, 20 % pour le travail (un peu moins de la moitié d'entre eux avaient déjà un emploi à leur arrivée), 5 % pour les études et 9 % pour des motifs de protection internationale. La distinction par nationalité montre une importance plus marquée du regroupement familial pour les immigrants extra-européens, tandis que le travail est plus souvent évoqué par les ressortissants européens.

1.3 La crise actuelle en quelques chiffres

Trois grandes vagues d'immigration dues aux réfugiés ont déjà été observées dans le passé⁽¹⁾ : en 1993 (chute du mur de Berlin et crise en Bosnie), où 27 000 demandes

(1) Cf. Rea A. et M. Martiniello (2012).

TABLEAU 2 RÉPARTITION DES IMMIGRÉS DE PREMIÈRE GÉNÉRATION SELON LES RAISONS DE LEUR ARRIVÉE EN BELGIQUE ET SELON LEUR NATIONALITÉ⁽¹⁾

(pourcentages du total des immigrants correspondants âgés de 15 à 64 ans, 2014, entre parenthèse la variation en points de pourcentage par rapport à 2008)

	Total des immigrants	Total des immigrants UE	Total des immigrants non-UE
Raisons familiales	52 (+6)	41 (-3)	48 (+0)
Raisons liées à l'éducation	5 (-3)	5 (+0)	7 (-3)
Emploi (poste trouvé avant la migration)	9 (-3)	20 (-1)	4 (-1)
Emploi (aucun poste trouvé avant la migration)	11 (-1)	16 (+5)	13 (+0)
Protection internationale ou asile	9 (+0)	0 (+0)	18 (+2)
Autres raisons	12 (-1)	17 (-1)	10 (+1)

Source : CE.

(1) Le total des immigrants reprend les immigrants de nationalité Européenne et non-Européenne mais aussi les immigrants ayant obtenu la nationalité belge.

équivalant à 42 % des entrées sur le territoire ont été enregistrées; en 2000 (crise au Kosovo et campagne de régularisation), où 43 000 demandes, soit 62 % des entrées, ont été recensées; et, dans une moindre mesure, en 2011 (campagne de régularisation), où 25 000 demandeurs d'asile, correspondant à 19 % du total des flux d'immigration, sont entrés sur le territoire. Avec les quelque 44 800 demandes reçues en 2015, la vague actuelle est nettement plus vaste que celles de 1993 et de 2011, mais elle pourrait être égale à celle de 2000. Il est toutefois vrai que le taux de reconnaissance du statut de réfugié est plus élevé que dans le passé. Alors qu'il s'établissait à 10 % dans les années 1990, il a en moyenne atteint 30 % ces quatre dernières années, avant de monter jusqu'à 61 % en 2015. En raison de la variation des ampleurs et de la diversité des causes à l'origine des vagues précédentes, il est difficile de procéder à une comparaison historique.

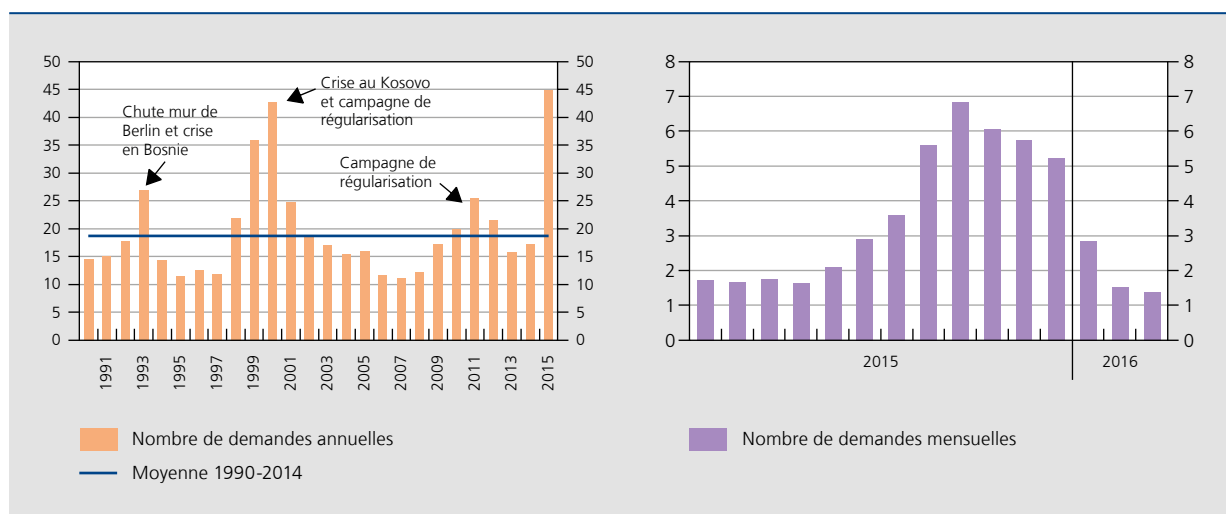
La vague actuelle s'étend à toute l'Europe. Dans un contexte de vives tensions géopolitiques et de détérioration des conditions de vie et de sécurité dans les pays d'origine, le nombre de demandes d'asile n'a cessé d'augmenter dans l'UE depuis mai 2015, atteignant un pic de 172 000 en octobre et un total de 1 321 000 sur l'ensemble de l'année. C'est plus du double par rapport à 2014. Malgré un ralentissement des arrivées durant les premiers mois de 2016, on peut s'attendre à une remontée durant l'été, aussi bien en Belgique qu'en Europe en général. C'est d'ailleurs ce type de fluctuations qui a été observé durant la crise des années 1999-2000. Les demandes d'asile introduites en Belgique ont représenté 3,4 % du nombre total des demandes enregistrées

dans l'UE en 2015. Avec plus de 4 demandeurs pour 1 000 habitants, la Belgique est le huitième pays accueillant le plus de demandeurs d'asile. Les premiers sont, en termes absolus, l'Allemagne et la Hongrie (respectivement 36 et 13 % des demandeurs), tandis que la Hongrie, la Suède et l'Autriche sont en tête en termes de demandeurs par habitant (respectivement 18, 17 et 10 demandeurs pour 1 000 habitants). Notons toutefois que la Hongrie est considérée comme un pays de transit, contrairement aux trois autres pays qui constituent la destination finale des réfugiés potentiels.

Pour alléger la pression exercée sur certains pays, le Conseil de l'UE a adopté en septembre 2015 un plan de répartition des réfugiés. Au total, 160 000 demandeurs d'asile provenant d'Italie, de Grèce et de Hongrie seront répartis entre les autres États membres selon une clé tenant compte des caractéristiques du pays d'accueil (population totale (40 %), PIB (40 %), nombre de demandes d'asile dans le passé (10 %) et taux de chômage (10 %)). Selon ces critères, la Belgique devrait accueillir 5 928 demandeurs d'asile supplémentaires d'ici deux ans. Malgré les nombreux mois écoulés depuis l'annonce de ce plan, la Commission, dans son rapport du 12 avril 2016, souligne le manque de réaction des États membres. À cette date, à peine 1 145 relocalisations avaient eu lieu depuis la Grèce et l'Italie, et aucune depuis la Hongrie.

L'UE a par ailleurs passé un accord avec la Turquie afin, notamment, de limiter le flux d'entrées de migrants irréguliers sur le territoire grec. Celui-ci prévoit le retour en Turquie de tous les nouveaux immigrants irréguliers qui

GRAPHIQUE 2 ÉVOLUTION DU NOMBRE DE DEMANDES D'ASILE EN BELGIQUE
(milliers de personnes)



Source : CGRA.

pénétreraient en Grèce depuis la Turquie, et ce à partir du 20 mars 2016. Le coût de transport sera pris en charge par l'UE. En contrepartie, l'UE accepte que, pour chaque Syrien renvoyé en Turquie, cette dernière fasse passer en Europe un immigré syrien dans le besoin sur base des critères de vulnérabilité de l'ONU. La priorité sera donnée aux migrants qui n'auront pas tenté d'entrer illégalement en Europe. À la date du 20 avril 2016, on enregistrait 325 retours vers la Turquie et 103 arrivées de réfugiés syriens en Europe.

L'accord prévoit également le versement, par le budget européen et par les États membres, d'un total de 3 milliards d'euros à la Turquie sur une période de deux ans. Le 19 avril 2016, 187 millions avaient déjà été libérés. Ce montant doit servir à couvrir les dépenses en nourriture, en soins de santé et en logement des migrants renvoyés en Turquie depuis la Grèce (60 millions), mais aussi à financer l'aide humanitaire nécessaire aux réfugiés syriens dans le besoin présents sur le territoire turc (90 millions). Enfin, 37 millions ont été alloués au programme scolaire de l'UNICEF dont bénéficient 110 000 enfants réfugiés.

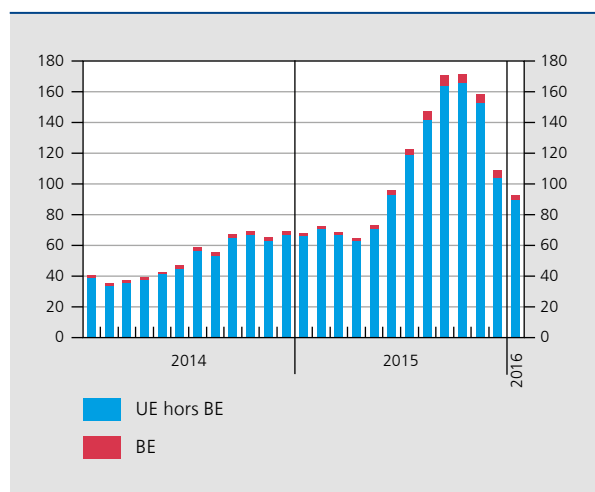
Les données rassemblées par la CE fournissent des informations quant aux caractéristiques de ces demandeurs d'asile en Belgique. Il convient de noter qu'une partie d'entre eux seulement obtiennent le statut de réfugié ou de protection subsidiaire et ont ainsi le droit de s'établir sur le territoire. Depuis le début de 2015, les arrivants proviennent principalement de Syrie (25 %), d'Irak (22 %) et d'Afghanistan (22 %) et sont majoritairement des hommes (70 %). Cette tendance n'est pas neuve puisque,

en moyenne sur la période allant de 2008 à 2014, les demandeurs d'asile étaient à 65 % masculins.

Une caractéristique importante de l'actuelle vague de demandeurs d'asile réside dans la part des mineurs d'âge non accompagnés. Avec 3 700 demandes depuis le début de 2015, ils représentent 7 % du total, alors que, en moyenne entre 2008 et 2014, ce pourcentage était de 4 %. Malgré cette tendance à la hausse du nombre total de mineurs (19 % du total), les 18-34 ans restent la plus grande classe d'âge parmi les migrants (50 % du total). Cette proportion est supérieure à celle enregistrée au sein de la population totale (21 %), mais aussi à celle des ressortissants hors UE vivant en Belgique (37 %).

Les statistiques relatives aux qualifications et au niveau d'éducation des demandeurs d'asile font défaut. Certains indicateurs peuvent néanmoins être utilisés. Selon la CE, ces flux migratoires seraient plus disparates que les précédents. Le niveau d'éducation moyen des Syriens et des Irakiens est relativement plus élevé (respectivement 6,6 et 5,6 années d'enseignement⁽¹⁾) que celui des ressortissants d'autres pays tels que l'Afghanistan, la République démocratique du Congo ou la Guinée. Leur taux est néanmoins plus faible que celui des personnes venant de Russie ou de Serbie (autres pays d'origine des demandeurs d'asile), de même qu'il est inférieur à la moyenne belge (10,9 années en 2013). Cet indicateur ne permet par ailleurs pas d'évaluer la qualité de l'enseignement dispensé. En Allemagne, dans le cadre de la procédure d'asile, les demandeurs peuvent fournir les informations liées à leurs diplômes. Sur la base de ces données, il apparaît que 21 % des réfugiés syriens sont titulaires d'un diplôme universitaire, contre seulement 15 % du total des demandeurs d'asile. En Belgique, Actiris (pour Bruxelles) était, au début de 2016, le seul service public de l'emploi (SPE) disposant de données quant au niveau de qualification des réfugiés inscrits comme demandeurs d'emploi inoccupés (DEI). Ainsi, en 2015, 56 % d'entre eux seraient faiblement éduqués, contre 37 % du total des DEI à Bruxelles.

GRAPHIQUE 3 NOMBRE DE DEMANDES D'ASILE AU SEIN DE L'UE ET EN BELGIQUE
(milliers de personnes, données mensuelles)



Source : CE.

2. Évaluation de l'impact économique de l'arrivée de réfugiés

Compte tenu de la difficulté de procéder à une comparaison historique et du peu d'éléments disponibles concernant, notamment, le niveau d'éducation des demandeurs d'asile, il est ardu d'estimer l'impact économique de cette vague de nouveaux entrants. L'analyse se fondera donc,

(1) Données provenant du Programme des Nations Unies pour le développement (PNUD).

premièrement, sur les précédentes études consacrées à l'immigration en général et, deuxièmement, sur une série d'hypothèses reposant sur les données disponibles concernant les immigrés déjà installés sur le territoire. Un choc d'offre de travail sera alors introduit à un scénario de base afin de mesurer l'effet du nombre additionnel de demandeurs d'asile sur le PIB, l'emploi et les finances publiques.

2.1 Ce que les précédentes recherches nous apprennent

De nombreuses études ont tenté d'évaluer l'impact économique que peut exercer l'arrivée d'immigrés sur le territoire. Celles-ci concernent principalement le marché du travail, et notamment l'effet sur l'emploi et sur les salaires, mais aussi les finances publiques, ainsi que l'utilisation des systèmes sociaux. En revanche, très peu d'auteurs font la distinction entre les réfugiés et les migrants économiques. Les résultats qui suivent valent donc en majeure partie pour l'analyse des flux totaux d'entrées d'immigrés.

Impact de l'immigration sur le marché du travail

L'une des principales questions traitée dans la littérature existante est l'effet de l'immigration sur l'emploi et sur le salaire des natifs. Correspondant a priori à une augmentation de l'offre de travail, l'immigration pourrait avoir un impact négatif sur ces derniers dans le cas où les deux types de travailleurs (natifs et immigrés) seraient parfaitement substituables. Or, plusieurs études montrent que cette substituabilité est imparfaite, notamment en raison de leurs différents niveaux de compétences, de leurs préférences en matière de secteurs d'activité (Ottaviano et Peri, 2005), ou encore de leur moins bonne connaissance de la langue (Kerr et Kerr, 2011). Les immigrés deviendraient cependant de plus en plus substituables aux natifs à mesure qu'ils passent du temps dans le pays d'accueil (Zavodny et Orrenius, 2006).

Étant donné cette complémentarité, les recherches actuelles concluent à un effet neutre sur l'emploi agrégé des natifs. C'est le cas notamment pour l'immigration due à l'élargissement de l'UE (Kahanec et Zimmermann, 2008; Lemos et Portes, 2008), mais aussi pour l'arrivée de Syriens en Turquie (Akgunduz et al., 2015). L'analyse de tous les types d'immigrés confondus fait également apparaître une incidence positive ou nulle sur l'emploi des natifs (Docquier et al., 2014, dans leur étude pour la Belgique; Izquierdo et al., 2010, pour l'Espagne; Friedberg, 2001, pour Israël) et un impact neutre sur le chômage (Bruker et Jahn, 2011, et Bauer et al., 2011, pour l'Allemagne).

Des effets néfastes peuvent toutefois se révéler sur certains segments du marché du travail. Ainsi par exemple,

une augmentation importante du nombre d'immigrés peu qualifiés a une incidence négative sur l'emploi des jeunes natifs (Smith, 2012), mais également sur celui des immigrés déjà établis sur le territoire (Okkerse, 2008; Blau et Kahn, 2012). Ces derniers sont en effet plus semblables aux primo-arrivants et optent donc pour des emplois similaires. L'offre de travail des jeunes est également plus vite influencée par les changements de salaire induits par l'arrivée de nouveaux migrants.

En règle générale, l'impact dépendra de la répartition des niveaux d'éducation existants au sein de la région dans laquelle s'installent les immigrés, ainsi que de leur propre niveau d'éducation. Une répartition équitable des immigrés sur le territoire n'implique pas nécessairement une distribution équitable des effets sur le marché du travail (Glitz, 2012). L'équilibre des marchés ne s'opérera que moyennant une certaine mobilité des travailleurs, les immigrés réagissant généralement plus vite aux variations de la demande (Cadena et Kovak, 2013). L'immigration peut donc, à long terme, améliorer la flexibilité sur le marché du travail et la correspondance des qualifications. Notons que lorsque le travail légal leur est refusé, les migrants peuvent potentiellement venir gonfler la part du travail au noir. C'est notamment ce qui a été observé en Turquie à la suite de l'arrivée massive de Syriens non autorisés à exercer un emploi (Del Carpio et Wagner, 2015).

D'un point de vue salarial, une vague d'immigrés non anticipée et composée de travailleurs peu qualifiés pourrait, en théorie, entraîner des pressions à la baisse sur les salaires (De La Rica et al., 2013) en cas de flux importants. Cet impact théorique ne tient pas compte de l'existence d'un salaire minimum ou de conventions collectives de travail pouvant empêcher toute diminution nominale des salaires. On peut toutefois penser que l'effet se marquerait alors sur le taux de croissance de ces niveaux de salaires, qui serait plus faible qu'en l'absence de l'arrivée de migrants.

Comme dans le cas de l'emploi, si les immigrés sont complémentaires aux natifs, alors une hausse des salaires pourra même être observée pour les non-immigrés (Zavodny et Orrenius, 2006; Shapiro et Velluci, 2010). Les études empiriques, portant principalement sur les États-Unis (Ottaviano et Peri, 2012; Dustmann et al., 2008) ou sur l'élargissement de l'UE (Lemos et Portes, 2008; Kahanec et Zimmermann, 2008), montrent que si, en moyenne, il n'y a pas d'incidence négative sur le salaire agrégé des natifs, la décomposition par niveau d'éducation livre des résultats différents. Le salaire des natifs hautement éduqués est plus élevé à la suite de l'immigration, tandis que l'effet sur le salaire des peu éduqués est ambigu (Zavodny et Orrenius, 2006; Ottaviano

et Peri, 2005). Beerli et Peri (2015) concluent notamment que le salaire supérieur des natifs hautement éduqués se justifierait en partie par le fait qu'ils sont incités à exercer des fonctions de managers, l'augmentation de la population immigrée induisant une plus grande demande pour ce type de postes.

Plus substituables aux primo-arrivants, ce seraient de nouveau les immigrés déjà présents sur le territoire qui seraient affectés par la baisse des salaires. Ottaviano et Peri (2012) ont quantifié cet effet pour les États-Unis. Alors que le salaire moyen des natifs progresse d'environ 0,6 %, celui des anciens immigrés se contracte de près de 6,7 %. À long terme, l'incidence sur les salaires devrait néanmoins toujours être positive, en raison de l'accroissement des investissements en capital nécessaires pour faire face au plus grand nombre de travailleurs et de consommateurs (Shapiro et Velluci, 2010; Bruker et Jahn, 2011).

Impact de l'immigration sur les finances publiques

L'arrivée d'immigrés dans un pays engendre une charge budgétaire relativement importante, en raison des coûts des procédures d'asile, de la fourniture de logements et de biens matériels, de l'embauche de personnel supplémentaire, mais aussi des politiques d'intégration à mettre en place, et ce sans certitude quant à leur volonté de s'établir dans le pays. Les migrants peuvent également, du moins ceux en âge de travailler, apporter des recettes supplémentaires lorsqu'ils sont intégrés sur le marché du travail et épargner des coûts d'éducation et de soins par rapport à des citoyens nés dans le pays. De plus, étant relativement jeunes comparativement aux autochtones, les immigrés pourraient contribuer à réduire le choc du vieillissement démographique.

De nombreux chercheurs ont tenté de chiffrer l'impact fiscal net pour le pays d'accueil. Dans la plupart des pays de l'OCDE, cet impact est faible en termes de PIB. Aux alentours de 0 en moyenne, il oscillerait entre -1 et +1 % du PIB (Rowthorn, 2008; OECD, 2013; Vargas-Silva, 2015). Ces estimations dépendent fortement du niveau d'intégration des immigrés sur le marché du travail. Ainsi, dans son rapport de 2013, l'OCDE indique que la position fiscale nette⁽¹⁾ moins favorable des immigrés est presque exclusivement due à une moindre contribution en termes de taxes plutôt qu'à un recours plus massif aux avantages sociaux.

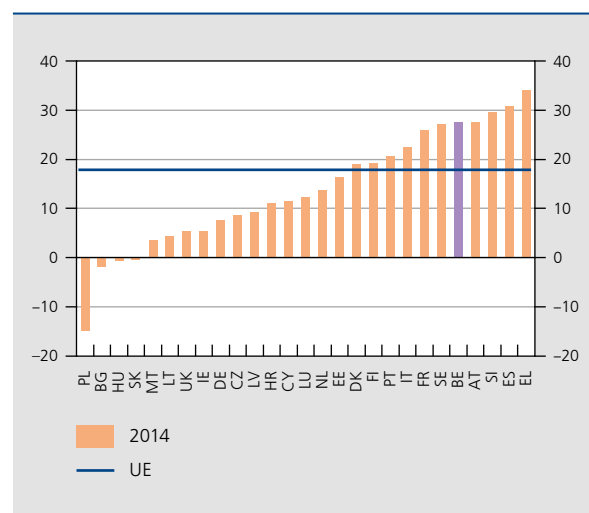
Les régimes sociaux en vigueur dans les différents pays d'accueil posent également de multiples questions quant

aux types d'immigrés qu'ils attirent, mais aussi par rapport à l'utilisation plus ou moins poussée des aides sociales par les migrants. Cohen et Razin (2008) ont développé un modèle théorique et une estimation pour les pays de l'OCDE, afin d'évaluer l'effet d'une augmentation de la générosité du système social sur l'évolution des caractéristiques des immigrés en termes de niveau d'éducation. Dans le cas d'une entrée libre sur le territoire, l'incidence serait négative. Les systèmes sociaux plus généreux attireraient plutôt les immigrés peu qualifiés puisque leurs contributions seraient inférieures aux sommes dont ils bénéficient.

Bien que, en théorie, un individu désireux de se rendre dans un pays d'accueil puisse orienter sa décision en fonction du système social en vigueur, il s'avère que les critères les plus souvent cités sont les différences en termes de niveaux de chômage et de salaire vis-à-vis du pays d'origine, la présence de réseaux sociaux et la proximité géographique (Giulietti, 2014). De nombreuses études empiriques révèlent d'ailleurs que les immigrés ne perçoivent pas nécessairement plus d'aide sociale que les natifs (Barrett et Maitre, 2011). Dustmann et Frattini (2014) ont même démontré, pour le Royaume-Uni, que les bénéfices sociaux des immigrés étaient en général moins élevés que ceux des natifs. L'analyse des immigrés turcs en Allemagne réalisée par Riphahn *et al.* (2013) fait état d'une plus grande propension à recourir aux systèmes sociaux que les natifs, mais cette différence disparaît lorsque les caractéristiques sociales et démographiques des populations sont prises en compte.

GRAPHIQUE 4 ÉCART DE TAUX DE RISQUE DE PAUVRETÉ OU D'EXCLUSION SOCIALE ENTRE LES NATIONAUX ET LES ÉTRANGERS

(points de pourcentage, population âgée de 18 ans et plus)



Source : CE.

(1) La position fiscale nette est la différence entre ce que la personne rapporte en termes de taxes et ce qu'elle coûte en termes de dépenses.

Les immigrés sont pourtant confrontés à un plus grand risque de pauvreté. Ainsi par exemple, en 2014 en Belgique, 45,5 % des étrangers de plus de 18 ans étaient en risque de pauvreté ou d'exclusion sociale, alors que ce taux est de 17,8 % pour les Belges. La moyenne européenne est de 40,6 % pour les étrangers et de 22,7 % pour les autochtones.

2.2 Évaluation de l'impact de la crise actuelle pour la Belgique

Sur la base des précédentes recherches ainsi que des estimations d'institutions internationales et d'une série d'hypothèses concernant la Belgique, cet article tente d'évaluer l'impact de l'arrivée de réfugiés sur l'économie belge, et plus particulièrement sur le PIB, sur l'emploi, sur le chômage et sur le solde budgétaire. Une première section est consacrée à l'explication du modèle et des hypothèses utilisées, tandis qu'une seconde section présente les résultats et les compare aux estimations effectuées par des institutions internationales telles que la Commission européenne (CE), le Fonds monétaire international (FMI) et l'Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE).

Hypothèses et méthodologie

Étant donné l'instabilité des principaux pays d'origine des réfugiés et au vu de leur nombre croissant en provenance de pays tels que la Turquie, le Liban et la Jordanie, mais aussi de Hongrie, d'Italie et de Grèce, on peut s'attendre à ce que le nombre de demandes d'asile introduites en Belgique reste élevé en 2016, et ce même si on constate un net ralentissement depuis janvier 2016. On estime donc que ce nombre sera plus ou moins équivalent en 2015 et en 2016, à respectivement 44 800 et 45 400, et on anticipe un retour à la normale d'ici 2017, soit 18 500 entrées. Le modèle utilisé ne tient compte que du nombre supplémentaire de demandeurs d'asile par rapport à une situation classique. Le choc enregistré ne concerne donc que les demandes d'asile qui se situent au-dessus de la moyenne observée entre 2008 et 2014, soit environ 1 500 par mois.

Afin de définir le choc d'offre de travail, on ne retient que la population réfugiée âgée de 15 à 64 ans. Seule une certaine proportion de celle-ci obtiendra le statut de réfugié et pourra donc rester de façon permanente en Belgique. Le taux de reconnaissance moyen en 2015 et en 2016 est de 61 %, alors qu'il était de 47 % en 2014. En supposant que, sans cette vague de migrants, le taux aurait été maintenu constant à son niveau de 2014, alors les demandes d'asile additionnelles sont en moyenne acceptées à 75 %.

Ce pourcentage ne semble pas irréaliste dans la mesure où un grand nombre de Syriens et d'Irakiens arrivent en Belgique et où leurs taux de reconnaissance s'élèvent à, respectivement, 98 et 72 %.

Une fois ces réfugiés comptabilisés comme faisant partie de la population en âge de travailler, il importe de connaître leurs taux d'emploi et de chômage afin de définir la population active. Selon les données des enquêtes sur les forces de travail (EFT), les taux d'emploi et de chômage des immigrés sont de respectivement environ 40 et 16 % de la population en âge de travailler après cinq années de résidence. Tandis que le taux d'emploi augmente progressivement, le taux de chômage demeure relativement constant tout au long de cette période. Ces deux taux ne sont appliqués qu'après un délai de quatre mois, ce qui correspond au temps d'attente nécessaire pour obtenir un permis de travail.

Le regroupement familial est également pris en compte dans les estimations. Celui-ci ne peut avoir lieu qu'une fois le statut de réfugié accordé. Seuls les membres directs (ascendants et/ou descendants) ont le droit de formuler une demande de regroupement familial. Le traitement du dossier prend ensuite environ 17 mois. Selon les données de Fedasil, 50 % des réfugiés sont actuellement isolés et sont susceptibles de faire venir leur famille sur le territoire. De plus, selon le SPF Intérieur, 63 % des membres d'un regroupement familial ont moins de 14 ans. Le modèle intègre donc une arrivée supplémentaire, après un délai d'environ deux ans, de trois personnes par réfugié isolé, dont deux sont considérées comme des mineurs et une comme faisant partie de la population en âge de travailler. Les mêmes hypothèses d'entrée sur le marché du travail que pour les réfugiés s'appliquent à ces personnes. La loi sur le regroupement familial des immigrés non européens a récemment été modifiée. Alors qu'ils pouvaient auparavant obtenir un permis de séjour illimité après trois années de présence sur le territoire, ce délai a été prolongé de deux ans au 14 avril 2016 afin d'être aligné sur les règles en vigueur pour les immigrés européens. Chaque individu issu du regroupement familial, quelle que soit sa nationalité, doit maintenant attendre cinq ans avant de pouvoir prétendre à un permis permanent.

Sur la base d'hypothèses de travail préalablement calibrées et à l'aide du modèle économétrique trimestriel « Noname » de la Banque, on a estimé l'incidence macro-économique de la crise des réfugiés sur l'économie belge à court et à moyen termes. Ce modèle décrit les principaux secteurs de l'économie belge à un niveau agrégatif relativement élevé, en se fondant sur le comportement d'un agent économique moyen (consommateur, travailleur, chef d'entreprise, épargnant, investisseur, etc.). Le modèle

TABLEAU 3 VUE D'ENSEMBLE DES INPUTS PRIS EN COMPTE DANS LE MODÈLE

(différences cumulées par rapport au scénario de base; moyennes annuelles; ex ante; nombre de personnes, sauf mention contraire)

	Court terme		Moyen terme
	2015	2016	2020
Population totale	+10 000	+37 900	+113 900
Population en âge de travailler	+1 800	+18 800	+57 600
Population active	+400	+6 000	+30 100
Population en emploi	+100	+3 000	+20 800
Population au chômage	+300	+3 000	+9 300
Population inactive	+1 400	+12 800	+27 500
Transferts aux ménages (millions d'euros, non cumulés)	+20	+185	+472
Consommation publique (millions d'euros, non cumulée)	+134	+608	+0

Sources: CE, CGRA, Documents budgétaires, BNB.

fait ressortir les effets typiques des différents chocs sur l'économie belge et peut dès lors prendre en compte, outre l'agrégation plutôt comptable des différents effets directs, ses effets de second tour. Le fonctionnement de l'économie belge totale étant représenté de manière fortement simplifiée, les résultats peuvent au mieux être considérés comme « indicatifs ». Ces derniers sont exprimés en termes d'écart par rapport à un scénario de base qui fait abstraction de l'incidence de la crise des réfugiés. Plus particulièrement, cela signifie également que ces calculs n'intègrent pas tous les nouveaux demandeurs d'asile, mais uniquement ceux qui se situent au-dessus du nombre moyen de demandeurs d'asile enregistré chaque année entre 2008 et 2014, lesquels font déjà partie du scénario de base.

Ces calculs s'appuient sur l'hypothèse que ce choc d'offre de travail n'exerce pas d'influence macroéconomique sur le processus de formation des salaires, d'où l'absence de nouveaux effets de prix et de compétitivité dans ce scénario. Cette hypothèse est cohérente non seulement avec les conclusions des publications récentes, mais également avec la rigidité à la baisse des salaires et l'existence dans notre pays d'un salaire minimum fixé par CCT.

S'agissant de l'accueil d'urgence des réfugiés, les administrations publiques doivent solliciter temporairement le secteur privé pour qu'il leur fournisse des biens et des services supplémentaires. Il peut ici s'agir des coûts liés à la mobilisation de personnel supplémentaire, mais également à l'achat de tentes et de vivres, à la location de logements d'appoint, etc. Les dépenses de ce type

gonflent la consommation publique. Composantes de la demande finale, une telle hausse des dépenses publiques (pour autant que les achats aient été effectués en Belgique) entraîne une augmentation directe de la croissance, de sorte qu'on observe dans un premier temps une détérioration du solde primaire. Les provisions supplémentaires nécessaires à ces dépenses additionnelles sont de l'ordre de 134, 608 et 304 millions d'euros respectivement pour 2015, 2016 et 2017. Signalons que le pacte de stabilité et de croissance laisse aux États membres une certaine marge de manœuvre, qui leur permet en principe d'assumer les dépenses résultant de l'afflux exceptionnel de demandeurs d'asile sans devoir assainir leurs finances d'un montant correspondant. Selon le volet préventif du pacte, un pays peut dévier provisoirement de sa trajectoire d'ajustement vers l'objectif à moyen terme notamment si l'écart résulte de circonstances inhabituelles indépendantes de sa volonté et ayant un effet négatif sensible sur la situation financière des administrations publiques.

La principale information nécessaire au modèle est la réaction nette du marché du travail à l'augmentation exogène de la population. Les nouveaux demandeurs d'emploi peuvent ainsi, après un certain temps, prétendre à une allocation de chômage, tandis que les personnes qui trouvent un emploi perçoivent un salaire. Les autres réfugiés peuvent quant à eux faire valoir un droit à l'aide sociale. Ces trois composantes accroissent toutes le revenu disponible des ménages, ce qui devrait engendrer une hausse quasi proportionnelle de la consommation privée. Notons que, sur la base des montants des allocations de

TABLEAU 4 ESTIMATIONS MACROÉCONOMIQUES
(écarts cumulés par rapport au scénario de base, moyennes annuelles)

	Court terme		Moyen terme
	2015	2016	2020
PIB (pourcentages de variation) . .	0,03	0,14	0,17
Emploi (personnes)	200	3 900	21 100
Chômage (points de pourcentage)	0,00	0,03	0,12
Solde primaire (pourcentages du PIB, non cumulé)	-0,04	-0,16	0,04

Source : BNB.

chômage et du revenu d'intégration moyens, le gouvernement belge devrait enregistrer des dépenses supplémentaires d'environ 185 millions d'euros en 2016. Un pic de dépenses sera atteint en 2019, avec 493 millions d'euros. Celles-ci se réduiront ensuite progressivement, à mesure que s'opère l'intégration sur le marché du travail. En 2020, elles s'élèveront à 472 millions d'euros.

Résultats du modèle et comparaison internationale

Toute une série de lenteurs d'ordres juridique et économique peuvent retarder l'absorption d'un tel afflux de réfugiés sur le marché de l'emploi. Dans ces estimations, il a été considéré que, à court terme, soit au cours de la période 2015-2016, seules quelque 3 900 personnes

trouveront un emploi. Le modeste élan de croissance supplémentaire, de l'ordre de 0,14 point de pourcentage, que cela insufflera à l'économie belge en 2015 et en 2016 est en grande partie à mettre au crédit de l'augmentation de la consommation publique. Lorsque cette contribution viendra à s'essouffler, la croissance sera davantage portée par un regain de consommation privée et par la demande d'investissements qui en découle. D'après ces calculs, à moyen terme, sur les quelque 28 900 nouveaux actifs, environ 21 100 trouveront un emploi. Le taux de chômage grimpera donc de 0,12 point de pourcentage d'ici 2020. Cette création d'emplois supplémentaires et les effets de second tour qu'elle entraînera permettent d'estimer que, en 2020, le niveau du PIB sera supérieur de quelque 0,17 % à celui postulé dans le scénario de base.

À court terme, ce sont les dépenses de consommation publique additionnelles, les allocations de chômage et les revenus d'intégration qui pèseront le plus lourd dans le budget de l'État. Les calculs font état d'une dégradation du solde primaire de l'ordre de 0,16 % du PIB pour 2016. À mesure que les dépenses supplémentaires en matière de consommation publique diminueront et que le taux d'activité de la population augmentera, non seulement les dépenses se contracteront, mais le regain de consommation privée entraînera un relèvement de la fiscalité indirecte. Ainsi, l'accroissement de la masse salariale viendra gonfler les recettes fiscales et parafiscales, tandis que la légère progression des bénéfices des entreprises poussera les impôts sur les sociétés à la hausse. À moyen terme, le solde primaire pourrait ainsi même enregistrer une légère embellie par rapport au scénario de base.

Plusieurs institutions internationales ont procédé à des évaluations de l'impact macroéconomique du récent

TABLEAU 5 RÉSULTATS DES ESTIMATIONS SUR LE PIB RÉALISÉES PAR LES INSTITUTIONS INTERNATIONALES
(pourcentages de variation cumulés par rapport au scénario de base)

	Union européenne			Allemagne		
	CE	FMI	OCDE	CE	FMI	OCDE
	Impact à court terme					
2015	0,06 – 0,09	0,05	n.	0,12 – 0,16	n.	0,25
2016	0,14 – 0,21	0,09	0,1 – 0,2	0,31 – 0,43	n.	0,5
	Impact à moyen terme					
2020	0,17 – 0,26	0,2 – 0,3	n.	0,47 – 0,72	0,5	n.

Sources : CE, FMI, OCDE.

afflux de réfugiés au sein de l'UE, et plus particulièrement en Allemagne. Bien que certaines de leurs hypothèses ne soient pas tout à fait équivalentes à nos estimations pour la Belgique, leurs résultats à court et à moyen termes sont relativement semblables aux nôtres, avec un effet quasiment négligeable en 2015 et en 2016 dans l'UE et une incidence légèrement plus marquée en 2020, avec une variation du PIB de l'ordre de 0,2 à 0,3 %. Les résultats pour l'Allemagne sont plus élevés, l'effet allant jusqu'à 0,5 % en 2016 et 0,7 % en 2020. Ceci n'est pas étonnant au vu du grand nombre de demandeurs d'asile que ce pays accueille.

3. L'intégration des immigrés sur le marché du travail en Belgique

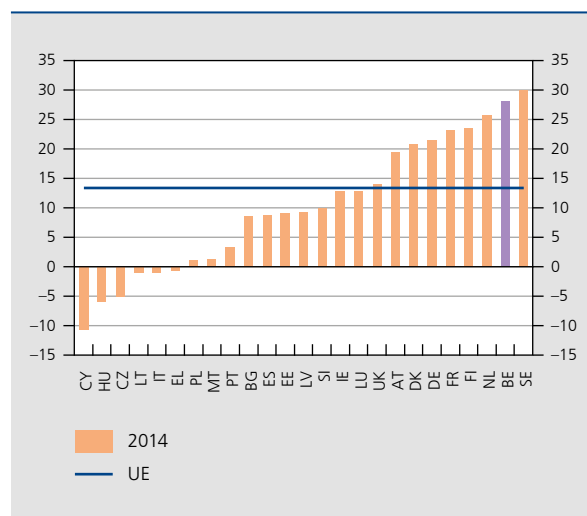
Les résultats présentés ci-dessus dépendent fortement de l'hypothèse de l'intégration des personnes d'origine étrangère sur le marché du travail. Or, en Belgique, les immigrés sont moins souvent en emploi, et ils occupent plus fréquemment des postes peu qualifiés assortis de conditions de travail moins favorables que la population native. Plusieurs obstacles freinent leur insertion sur le marché du travail, comme la reconnaissance de leur diplôme, la méconnaissance d'une des langues nationales, l'absence de réseaux, ou encore la discrimination. Malgré certaines politiques déjà mises en place, de nombreuses améliorations sont encore possibles et nécessaires.

3.1 Taux et qualité d'emploi

Partout en Europe, l'intégration des immigrés sur le marché du travail tend à être inférieure à celle des citoyens natifs; ainsi, en 2014, l'écart de taux d'emploi s'élevait en moyenne à 6,8 points de pourcentage pour la population âgée de 20 à 64 ans. Toutefois, au sein de la population immigrée, deux groupes distincts se dessinent: les ressortissants européens, d'une part, dont le taux d'emploi est très proche de celui des natifs, et les ressortissants non européens, d'autre part, pour lesquels l'insertion en emploi est beaucoup plus problématique; l'écart de taux d'emploi est de l'ordre de 13,4 points de pourcentage en moyenne dans l'UE.

En Belgique, le taux d'emploi des immigrés extra-européens âgés de 20 à 64 ans était de 40,5 % en 2014, contre 68,6 % pour les personnes de nationalité belge, ce qui représente un écart de 28,1 points de pourcentage. De tous les pays de l'UE, la Belgique est le deuxième pays affichant l'écart le plus important, le premier étant la Suède.

GRAPHIQUE 5 ÉCART DE TAUX D'EMPLOI ENTRE LES NATIONAUX ET LES RESSORTISSANTS NON EUROPÉENS
(points de pourcentage, population âgée de 20 à 64 ans)



Source: CE.

Outre qu'elles sont peu présentes sur le marché du travail, les personnes issues de l'immigration sont plus souvent occupées dans des emplois faiblement qualifiés, sous des contrats de travail temporaires, et pour lesquels elles sont davantage surqualifiées. Selon les EFT de 2014, en Belgique, 25 % des salariés immigrés issus de la première génération occupent un emploi faiblement qualifié, alors que ce taux n'est que de 9 % parmi les personnes d'origine belge. Cet écart tient en partie au fait que leur niveau d'éducation est en moyenne moins élevé que celui des Belges (25 % des natifs âgés de 15 à 64 ans sont faiblement éduqués, contre 40 % des immigrés de la première génération). Il n'en demeure pas moins que les immigrés sont plus fréquemment surqualifiés par rapport au travail demandé: 20 % de ces travailleurs estiment avoir des compétences supérieures à celles requises pour exercer leur fonction, contre seulement 8 % des natifs. Ce taux ne diminue pas en fonction du diplôme obtenu puisque 26 % des immigrés de la première génération possédant un diplôme de l'enseignement supérieur se disent surqualifiés pour leur emploi actuel. Ceci peut s'expliquer par la difficulté de transposer le capital humain acquis dans le pays d'origine, par le manque de connaissance de la langue nationale ou par la discrimination. L'inadéquation des qualifications ainsi créée entraîne un moins bon fonctionnement du marché du travail et, potentiellement, une croissance économique plus faible (Piracha et Vadean, 2012).

Ces personnes d'origine étrangère sont également plus souvent occupées dans le cadre de contrats de travail

temporaires (17 %, contre 7 % des natifs). Ce résultat est confirmé par le rapport de monitoring socio-économique du SPF Emploi, Travail et Concertation sociale (2015), selon lequel les personnes d'origine étrangère sont sur-représentées dans l'emploi intérimaire. Le secteur d'activité a également son importance puisque ces personnes sont plus employées dans les branches de l'horeca et du nettoyage, tandis qu'elles le sont nettement moins dans l'administration publique et dans l'enseignement. L'accès permanent à l'emploi public étant limité aux Belges et aux citoyens européens, ce constat n'a rien d'étonnant. Toutes ces données réunies font état d'une plus grande part d'ouvriers et d'une plus vaste proportion de bas salaires parmi la population étrangère extra-européenne.

3.2 Obstacles à l'emploi

Plusieurs facteurs peuvent expliquer la plus grande difficulté que rencontrent les personnes d'origine étrangère pour s'insérer sur le marché du travail. Il s'agit notamment du niveau d'éducation et du problème de reconnaissance des compétences, du manque de connaissance d'une des langues nationales, du manque de capital humain et culturel propre au pays d'accueil, de la région dans laquelle ils résident, de la faible participation des femmes au marché du travail, ou encore de la discrimination.

Parmi les trois régions du pays, c'est en Flandre que le taux d'emploi des étrangers non européens est le plus élevé, à près de 45 %, malgré un écart par rapport aux nationaux qui reste important, de l'ordre de 28,1 points de pourcentage. À Bruxelles et en Wallonie, ce ne sont pas seulement les étrangers qui affichent un taux d'emploi plus bas, mais également les Belges. Cela donne à penser que la meilleure intégration en Flandre tient en partie à la situation économique de cette région.

La position des femmes originaires de pays hors UE est interpellante: leur taux d'emploi ne dépasse pas 30,3 %, alors qu'il atteint 64,7 % pour les femmes belges et 60,5 % pour les ressortissantes européennes. Cette situation est notamment imputable à la faible présence des femmes sur le marché du travail dans certains pays d'origine. Blau *et al.* (2011) ont étudié la participation à l'emploi des femmes aux États-Unis et ont ainsi découvert que celles dont le pays d'origine enregistre une forte participation féminine au marché du travail seront également plus enclines à travailler dans leur pays d'accueil, tandis que l'inverse est vrai dans le cas d'une maigre offre de travail des femmes dans le pays d'origine. La responsabilité familiale peut être un second motif d'inactivité. En effet, les femmes célibataires avec des enfants sont les moins susceptibles d'avoir une carrière active comparées aux femmes célibataires sans enfants ou

aux femmes en couple, avec ou sans enfants, et ce quelle que soit leur nationalité (Rea et Wets, 2015).

Le manque de capital humain et culturel spécifique au pays d'accueil peut se résorber peu à peu avec le nombre d'années de résidence, ce qui peut contribuer à augmenter les chances de s'intégrer sur le marché du travail. Le taux d'emploi a de fait tendance à grimper au fil du temps passé en Belgique. Ainsi par exemple, Rea et Wets (2015), dans leur étude sur les demandeurs d'asile en Belgique, observent un accroissement net du taux d'emploi des réfugiés quatre ans après leur arrivée sur le territoire. De plus, l'acquisition de la nationalité belge semble favoriser l'insertion sur le marché du travail et réduire le risque d'inactivité.

Enfin, parmi les caractéristiques observables des immigrés, le niveau d'éducation peut jouer un rôle déterminant. De manière générale, les personnes faiblement éduquées enregistrent des taux d'emploi plus bas que les autres catégories de la population. Ce taux n'est que de 33 % pour

TABLEAU 6 TAUX D'EMPLOI SELON LA NATIONALITÉ, LA RÉGION, LE GENRE, LE NIVEAU D'ÉDUCATION ET LE NOMBRE D'ANNÉES DE RÉSIDENCE EN BELGIQUE

(pourcentages de la population âgée de 20 à 64 ans, 2014)

	Nationaux	Ressor-tissants UE	Ressor-tissants non-UE
Total	68,6	65,7	40,5
Régions			
Bruxelles	58,6	70,1	40,6
Flandre	72,9	70,3	44,8
Wallonie	63,2	56,3	32,1
Genre			
Hommes	72,6	70,6	51,2
Femmes	64,7	60,5	30,3
Années de résidence ⁽¹⁾			
D'un à cinq ans	–	69,6	40,5
De six à dix ans	–	71,9	48,5
Plus de dix ans	–	61,6	51,3
Niveau d'éducation			
Faible	47,6	49,3	33,0
Moyen	68,2	64,2	42,6
Élevé	83,0	81,0	52,9

Source : CE.

(1) Calculées sur base du pays de naissance et pas de la nationalité pour éviter l'effet de sélection potentiel: les personnes ne possédant pas la nationalité après dix ans sont peut-être aussi celles qui sont moins bien intégrées. Cela joue surtout pour les ressortissants non européens qui ont plus tendance à demander la nationalité belge.

les ressortissants non européens, contre 48 % pour les nationaux. Il faut notamment savoir que 48 % des étrangers non européens établis en Belgique appartiennent à cette catégorie, alors que seulement 24 % des Belges sont peu éduqués. Toutefois, même s'il permet un meilleur accès à un emploi permanent, un niveau d'éducation élevé n'améliore pas significativement l'intégration des étrangers sur le marché du travail (Feld *et al.*, 2006) : alors que le taux d'emploi des travailleurs belges hautement éduqués est supérieur à 80 %, celui des ressortissants non européens dépasse à peine 50 %.

Une partie du problème réside dans la reconnaissance des diplômes étrangers et dans la valorisation de ceux-ci sur le marché belge. À titre d'exemple, sur les 54 réfugiés interrogés dans le cadre d'une étude réalisée par Caritas International (2014), 37 étaient titulaires d'un diplôme de l'enseignement secondaire ou supérieur, mais seuls 9 d'entre eux avaient demandé l'équivalence. Les raisons évoquées étaient d'abord le coût de la demande, ensuite la longueur du délai d'attente avant l'obtention d'une réponse et, enfin, la non-possession du diplôme original et l'incapacité d'en demander une copie au pays d'origine en raison de l'instabilité géopolitique. Il apparaît également que les diplômes obtenus à l'étranger sont moins valorisés sur le marché du travail du pays d'accueil. Dans leur analyse des États-Unis, Arbeit et Warren (2013) expliquent que les immigrés possédant un diplôme étranger sont moins souvent en emploi que les immigrés détenant un diplôme américain et qu'ils sont également souvent

moins bien payés (salaires inférieurs de respectivement 17 et 11 % pour les femmes et pour les hommes).

Le plus faible niveau d'éducation des parents immigrés se répercute sur leurs enfants. Près de la moitié des enfants immigrés dont les parents sont peu éduqués posséderont à leur tour, au mieux, un diplôme du premier cycle de l'enseignement secondaire⁽¹⁾. Ce taux est inférieur de 11,7 points de pourcentage pour les personnes nées en Belgique de parents eux-mêmes nés sur le territoire. Selon l'étude PISA réalisée par l'OCDE, il y a un écart important entre les résultats des élèves ayant un historique migratoire et ceux des autres élèves, et ce même après avoir effectué le contrôle du statut socio-économique des parents. Les immigrés fréquentent également plus souvent des écoles socio-économiquement désavantagées. Cette même étude nous informe que, en moyenne dans les pays de l'OCDE, à peine 6 % des étudiants immigrés dont la position socio-économique est désavantageuse figuraient parmi les « top performers », alors que ce taux atteint 12 % pour leurs homologues natifs. Les étudiants de nationalité extra-européenne sont également plus nombreux à quitter l'école. Parmi les personnes âgées de 15 à 24 ans, 23,7 % des ressortissants hors UE sont sans emploi et ne participent ni à l'éducation, ni à la formation (NEET – Not in Education, Employment or Training). Ce taux n'est que de 11,3 % pour les Belges.

Les caractéristiques observables des immigrés telles que l'âge, le genre, la région d'établissement, le niveau d'éducation ou les compétences professionnelles, ne sont pas les seuls éléments permettant d'expliquer l'écart de taux d'emploi par rapport aux natifs. Celui-ci est également en partie dû à d'autres facteurs non observés, comme les préférences des individus, les effets de réseau ou encore la discrimination. Corluy et Verbist (2014) ont procédé à une décomposition d'Oaxaca-Blinder afin de mesurer la partie expliquée de l'écart de taux d'emploi entre les immigrés et les personnes nées en Belgique. Selon eux, les trois quarts de cet écart sont attribuables à des caractéristiques observées différentes de celles des natifs. Ce taux chute à un tiers seulement pour les personnes d'origine extra-européenne.

De nombreux auteurs ont tenté de quantifier la part associée à la discrimination. Pour ce faire, ils ont mis en place une expérience consistant à envoyer des curriculum vitae (CV) reprenant les mêmes caractéristiques individuelles mais des noms différents, à consonance soit native, soit étrangère. En Allemagne, Kaas et Manger (2011) estiment que le fait d'avoir un nom allemand augmente la probabilité d'être convoqué à un entretien de 14 %.

TABLEAU 7 INDICATEURS PISA : COMPARAISON INTERNATIONALE (2012)

	Différences de performance en mathématiques entre les étudiants immigrés et non immigrés ⁽¹⁾	Pourcentages d'étudiants dans les écoles socio-économiquement défavorisées	
		Total	Parmi les immigrés
BE	52 (455)	29	47
DE	25 (475)	28	58
FR	37 (441)	n.	n.
NL	35 (474)	23	51
DK	40 (442)	21	56
FI	65 (439)	16	25
SE	40 (432)	18	36
OCDE	21 (462)	26	37

Source : OCDE.

(1) Après avoir tenu compte du statut socio-économique des parents, entre parenthèses le score moyen obtenu en mathématiques par les jeunes immigrés.

(1) Données provenant des enquêtes sur les forces de travail, module *ad hoc* 2014.

Andriessen *et al.* (2012) remarquent également qu'il n'y a pas de distinction entre les diverses minorités ethniques, mais bien entre les étrangers et les Allemands. De plus, la discrimination serait d'autant plus forte lorsque l'emploi inclut un contact avec la clientèle. Les mêmes conclusions sont tirées par Oreopoulos (2011) pour le Canada et par Carlsson et Rooth (2008) pour la Suède, avec un taux de réponse significativement inférieur lorsque le candidat a un nom étranger. L'ampleur de la discrimination dépendrait de la difficulté à pourvoir le poste, mais aussi de l'origine du manager de l'entreprise. Lorsque peu de candidats postulent un emploi, il devient coûteux pour l'employeur d'exclure une partie de la population, et celui-ci est donc moins enclin à discriminer les candidats. À l'inverse, lorsque le poste peut être facilement pourvu, les étrangers doivent envoyer deux fois plus de CV que les natifs (Baert *et al.*, 2013). En outre, les managers ont tendance à engager des travailleurs de la même origine qu'eux (Aslund *et al.*, 2014). Les immigrés étant trop peu représentés dans ce type de fonctions, le risque de discrimination s'accroît.

3.3 Politiques favorisant l'intégration des immigrés

Au niveau fédéral, le SPF Personnel et Organisation a mis en place un plan d'action pour valoriser la diversité. La cellule Diversité est chargée de la coordination de cette politique au sein de l'administration fédérale. Celle-ci se focalise sur trois aspects : (1) l'égalité entre les hommes et les femmes ; (2) la participation à l'emploi public des personnes handicapées ; et (3) l'intégration des personnes d'origine étrangère dans l'administration. Tous les SPF et SPP ont signé en 2006 la Charte de la diversité, dans laquelle les présidents s'engagent en faveur de l'égalité des chances et de la diversité au sein de l'administration fédérale. Lors du recrutement, le Selor assure l'anonymat dans la sélection afin de ne pas défavoriser les groupes cibles. Il faut toutefois noter que les conditions d'accès aux postes dans la fonction publique ne sont pas les mêmes selon qu'on est un ressortissant non européen ou un citoyen de nationalité belge ou européenne. Seuls les emplois contractuels (pas de nomination à titre définitif et possibilité de contrats temporaires) sont accessibles aux personnes de nationalité extra-européenne.

Le pouvoir fédéral a également pris des actions visant à favoriser l'égalité des chances dans l'économie en général. Le SPF Emploi, Travail et Concertation sociale dispose d'une cellule « Entreprise multiculturelle » chargée de lutter contre les discriminations ethniques sur le marché du travail et de sensibiliser les secteurs professionnels et de l'administration à la nécessité d'informer les travailleurs et les employeurs.

Cette cellule gère également le Label Égalité Diversité lancé en 2006. Ce label est attribué à des entreprises qui se sont engagées activement dans la valorisation de la diversité et de l'égalité. Une fois ce label reçu, l'entreprise bénéficie, entre autres, des campagnes de communication prises en charge par les pouvoirs publics.

Sur le plan régional, c'est la Flandre qui s'est attelée la première, dès 1995, à la diversité au travers d'une politique inclusive et coordonnée. Parmi les instruments centraux, citons l'amélioration de la politique des ressources humaines et l'organisation du travail, ainsi que la création de nouveaux emplois. L'égalité des chances est également assurée au niveau de l'enseignement à travers le décret GOK⁽¹⁾ de 2002. Celui-ci repose sur trois piliers : (1) le droit à l'inscription (chaque parent a le droit d'inscrire son enfant dans l'école de son choix) ; (2) l'encadrement (les écoles doivent avoir l'opportunité de développer un encadrement renforcé pour assurer un meilleur soutien aux enfants issus de milieux défavorisés) ; et (3) la concertation au cas par cas (les plates-formes locales de concertation réalisent des enquêtes, donnent des avis et proposent des médiations). Enfin, en 2006, les autorités flamandes, désireuses d'encourager les initiatives de renforcement de la politique d'intégration sociale et de gestion de la diversité, ont lancé un appel à projets « On recherche : managers de la diversité ». Les entreprises proposant des projets de diversité concrets peuvent alors bénéficier d'une subvention.

En Région wallonne, la lutte contre la discrimination dans l'emploi a été définie par le gouvernement wallon à la fin de 2006. La problématique est abordée sous deux angles différents : le travailleur (ou le demandeur d'emploi), d'une part, et les entreprises, d'autre part. Du côté de l'offre de travail, une série de mesures correctrices sur le plan de l'insertion socioprofessionnelle ont été prises, visant, notamment, à faciliter l'intégration des personnes fragilisées, discriminées et particulièrement éloignées de l'emploi. La demande de travail est, pour sa part, traitée par des politiques de sanction des discriminations et par des mesures incitatives destinées à encourager et à valoriser les initiatives des entreprises et des organisations en matière de diversité.

Au sein du Ministère de la Région de Bruxelles-Capitale, la cellule « Égalité des chances et Diversité » est en charge de missions internes et externes. En interne, la cellule a élaboré un plan de gestion de la diversité à l'égard du personnel et elle mène des actions de sensibilisation, d'information et de communication. Au niveau externe, elle assure le suivi d'obtention de subsides par des associations bruxelloises en vue de financer des projets dans le

(1) GOK: Gelijke Onderwijskansen (égalité des chances en éducation).

domaine de l'égalité des chances et de la diversité. La cellule contribue également à l'exécution du pacte territorial pour l'emploi de la Région de Bruxelles-Capitale, en coordination avec Actiris. Ce pacte reprend les plans de diversité, la Charte de la diversité et la non-discrimination à l'embauche. Les plans de diversité impliquent que la participation au marché de l'emploi soit proportionnelle à la composition de la population professionnelle. D'une durée de deux ans, ils offrent aux entreprises la possibilité de bénéficier d'une aide à la mise en place d'une politique de diversité au travers d'un outil de management et d'une aide financière.

Pour ce qui est de la question plus spécifique des demandeurs d'asile, les trois régions ont mis en place un parcours

d'intégration prévoyant un module d'accueil auquel ces derniers sont tenus de participer dans les trois mois qui suivent leur entrée sur le territoire. Alors que ces parcours sont disponibles en Flandre depuis dix ans, Bruxelles ne les a mis en place qu'en juillet 2013 et la Wallonie qu'en février 2014. Ceux-ci sont primordiaux notamment dans l'apprentissage d'une des langues nationales. Ainsi, selon les données d'enquête de 2014, 24 % des immigrés demandeurs d'emploi de la première génération considéraient le manque de compétences linguistiques comme le principal obstacle pour décrocher un emploi.

Depuis septembre 2015, les demandeurs d'asile peuvent accéder au marché du travail quatre mois après leur

TABLEAU 8 ACCÈS AU MARCHÉ DU TRAVAIL POUR LES DEMANDEURS D'ASILE: COMPARAISON INTERNATIONALE⁽¹⁾
(de haut en bas du plus fermé au plus souple)

Pays	Délais	Test préalable	Secteurs d'activité limités	En pratique, limitations		
UK	1 an	Oui	Oui	Uniquement liste des fonctions en pénurie, pas sous le statut d'indépendant	Oui	En général, emploi non rémunéré
AT	3 mois	Oui	Oui	Uniquement tourisme, agriculture et sylviculture	Oui	Priorité aux nationaux et aux Européens, quotas, maximum 6 mois, pas d'enregistrement possible auprès des SPE
DE	3 mois	Oui	Oui	Pas sous le statut d'indépendant	Oui	Pas si en centre d'accueil; permis de travail requis; fournir la preuve d'une offre de travail; après 15 mois contrôle d'adéquation au poste par les SPE
EL	Immédiat	Oui	Non		Oui	Priorité aux nationaux, aux Européens et aux réfugiés reconnus, permis de travail temporaire
SE	1 jour	Non	Oui	Uniquement dans les activités non qualifiées	Oui	Autorisation de travailler sans permis, en cas de réponse négative, possibilité de se diriger vers une migration économique si fonction en pénurie
FR	9 mois	Non	Non		Oui	Permis de travail temporaire (maximum 3 mois), renouvelable, fournir la preuve d'une offre de travail
BE	4 mois	Non	Non		Oui	Permis de résidence provisoire jusqu'à l'obtention du statut de réfugié, non équivalence des diplômes et discrimination sur le marché du travail
IT	2 mois	Non	Non		Oui	Difficultés pour obtenir un permis de résidence nécessaire pour travailler, limitation du nombre de programmes d'intégration

Source: AIDA.

(1) Les pays sont sélectionnés sur la base de leur taux d'emploi des ressortissants non européens. Le Royaume-Uni, l'Italie et la Grèce affichent les taux les plus élevés (ou les écarts les plus faibles par rapport aux natifs), tandis que la Suède, la France, l'Allemagne et l'Autriche enregistrent les taux les plus faibles (ou les écarts les plus élevés). Ils sont présentés dans le tableau selon le degré d'ouverture de leur marché du travail aux demandeurs d'asile (existence ou non d'un test préalable; limitation ou non des secteurs d'activité; longueur du délai pour accéder au marché du travail). De haut en bas, on trouve des pays de plus en plus souples sur la base de ces critères théoriques.

enregistrement auprès de l'Office des étrangers. Auparavant, ce délai était de six mois. À la suite de cette réforme, la Belgique se situe parmi les pays européens où le délai d'obtention du permis de travail est le moins long. Seules la Grèce et la Suède appliquent des délais plus courts, avec une entrée immédiate, ainsi que l'Autriche et l'Allemagne, où l'attente est de trois mois. Le temps d'attente maximum est d'un an, comme c'est le cas en Bulgarie, en Croatie, en France, à Malte et au Royaume-Uni.

Contrairement à la Belgique, certains pays imposent un test préalable à l'obtention du permis de travail. Celui-ci n'a pas nécessairement pour fonction d'évaluer les compétences du demandeur d'asile, mais plutôt de s'assurer qu'un résident national ou européen ne convoite pas le poste vacant. Les autres restrictions couramment rencontrées sont la limitation dans le temps des contrats de travail et la délimitation des secteurs d'activité au sein desquels les demandeurs d'asile peuvent travailler. À cela viennent s'ajouter les restrictions d'accès au travail indépendant, notamment en Allemagne et au Royaume-Uni. Même si elle affiche le deuxième plus grand écart de taux d'emploi pour les ressortissants extra européens, la Belgique fait donc preuve d'une plus grande ouverture quant aux possibilités d'accès au marché du travail.

Conclusion

La vague de réfugiés actuelle reste pour l'instant comparable à certains épisodes du passé et ne constitue qu'une petite partie du flux migratoire qui arrive en Belgique chaque année. L'impact sur notre économie devrait donc rester limité puisque ces demandeurs d'asile ne représentent que 0,36 % de la population totale, ou encore 0,44 % de la population en âge de travailler et 0,52 % de la population active. Ces entrées n'impliquent pour l'instant pas un choc majeur pour le marché du travail. De plus, malgré les coûts importants qu'elles peuvent engendrer en raison des dépenses en logements, matériels, accueil, etc., nos estimations font état, à politique inchangée, d'un retour à l'équilibre budgétaire à moyen terme.

Afin de bénéficier des avantages que ces demandeurs d'asile peuvent apporter à notre pays d'un point de vue économique, il est primordial qu'ils puissent bien s'intégrer sur le marché du travail, faute de quoi ils encourront un plus grand risque de pauvreté et seront plus dépendants de l'aide sociale, mais il est également plus probable qu'ils viennent augmenter la part de travail au noir. Afin de pallier les différents obstacles que les immigrants rencontrent pour trouver un emploi, certaines pistes

peuvent être envisagées. D'abord, une reconnaissance systématique du diplôme obtenu dans le pays d'origine permettrait de mieux définir leur niveau de qualification et leurs aptitudes utiles au marché du travail. Dans le cas d'une impossibilité de fournir les documents requis, un instrument standardisé d'évaluation des qualifications et des compétences pourrait être développé.

Ensuite, la connaissance d'au moins une des langues nationales est indispensable et devrait être dispensée à tous, aux actifs comme aux inactifs. Cette formation linguistique pourrait s'inscrire dans le cadre d'une première expérience professionnelle. Une insertion rapide sur le marché du travail pourrait aussi être favorisée par le suivi de formations adaptées aux besoins des entreprises, en tenant compte des aptitudes des migrants. Ces derniers pourraient ainsi être répartis non pas de façon homogène sur le territoire, mais en fonction des besoins des marchés locaux. Enfin, il convient d'améliorer les trajectoires scolaires des enfants d'immigrés en évitant de les ghettoïser dans des établissements socio-économiquement désavantagés.

Une intégration rapide sur le marché du travail est bénéfique pour la participation future tout au long de la carrière. Il importe donc d'accorder rapidement le droit de travail aux demandeurs d'asile. La mise en place d'une politique d'accompagnement ciblée durant toute la procédure de demande d'asile, et plus encore une fois le statut de réfugié accordé, reste un instrument essentiel pour assister ces personnes. Pour les immigrés en général, il est nécessaire de promouvoir l'emploi dans les services publics, ainsi que les différentes formes de contrats temporaires, dans la mesure où ils constituent un tremplin vers un emploi plus stable.

Enfin, les politiques sociales et de lutte contre la discrimination pourraient être étendues. Les plans de diversité devraient, en concertation avec les partenaires sociaux, être développés plus systématiquement. Afin de favoriser l'emploi des femmes, et plus spécifiquement des mères, les parents pourraient être davantage informés de l'existence de structures d'accueil pour les enfants en bas âge.

Plus que d'autres pays de l'UE, la Belgique éprouve des difficultés pour intégrer la population immigrée extra-européenne sur son marché du travail. L'afflux de réfugiés actuel place cette problématique au cœur de l'actualité et offre l'opportunité d'entamer une réflexion globale sur les politiques à suivre pour accroître la participation de ce groupe sous-représenté sur le marché du travail, tout comme celle des autres groupes dont le taux de participation ou d'emploi est trop faible, tels les personnes faiblement qualifiées, les jeunes ou les plus de 55 ans.

Bibliographie

Akgunduz Y. E., M. Van Den Berg et W. Hassink (2015), *The impact of refugee crises on host labor markets: The case of the Syrian refugee crisis in Turkey*, IZA, Discussion Paper 8841.

Andriessen I., E. Nievers, J. Dagevos et L. Faulk (2012), « Ethnic discrimination in the Dutch labor market: Its relationship with job characteristics and multiple group membership », *Work and Occupations*, 39(3), 237-269.

Arbeit C. A. et J. R. Warren. (2013), « Labor market penalties for foreign degrees among college educated immigrants », *Social Science Research*, 42(3), 852-871.

Aslund O., L. Hensvi et O. N. Skans (2014), « Seeking similarity: How immigrants and natives manage in the labor market », *Journal of Labor Economics*, 32(3), 405-441.

Baert S., B. Cockx, N. Gheyle et C. Vandamme (2013), *Do employers discriminate less if vacancies are difficult to fill? Evidence from a field experiment*, IZA, Discussion Paper 7145.

Barrett A. et B. Maître (2011), *Immigrant welfare receipt across Europe*, IZA, Discussion Paper 5515.

Bauer T., R. Flake et M. G. Sinning. (2011), *Labor market effects of immigration: Evidence from neighborhood data*, IZA, Discussion Paper 5707.

Beerli A. et G. Peri (2015), *The labor market effects of opening the border: New evidence from Switzerland*, NBER, Working Paper 21319.

BFP (2016), *Perspectives démographiques, Afflux de réfugiés: hausse de la croissance démographique à court terme, Analyses et Prévisions économiques*, Communiqué de presse du 14 mars.

Blau F.D., L. M. Kahn et K. L. Papps (2011), « Gender, source country characteristics, and labor market assimilation among immigrants », *The Review of Economics and Statistics*, 93(1), 43-58.

Blau F. D. et L. M. Kahn (2012), *Immigration and the distribution of incomes*, NBER, Working Paper 18515.

Brucker H. et E. J. Jahn (2011), « Migration and wage-setting: Reassessing the labor market effects of migration », *The Scandinavian Journal of Economics*, 113(2), 286-317.

Cadena B. C. et B. K. Kovak (2013), *Immigrants equilibrate local labor markets: Evidence from the Great Recession*, NBER, Working Paper 19272.

Caritas International (2014), *Réfugié ch. Travail: Résultats d'une étude sur la formation et l'emploi menée auprès de réfugiés*.

Carlsson M. et D. O. Rooth. (2008), *Is it your foreign name or foreign qualifications? An experimental study of ethnic discrimination in hiring*, IZA, Discussion Paper 3810.

CGRA (2015), *Statistique d'asile*, Rapport mensuel, décembre.

Cohen A. et A. Razin (2008), *The skill composition of immigrants and the generosity of the welfare state: Free vs. policy controlled migration*, NBER, Working Paper 14459.

Corluy V. et G. Verbist (2014), *Can education bridge the gap? Education and the employment position of immigrants in Belgium*, Improve Discussion Paper 14/02.

Cortes K.E. (2004), « Are refugees different from economic immigrants? Some empirical evidence on the heterogeneity of immigrant groups in the United States », *The review of Economics and Statistics*, 86(2), 465-480.

De la Rica S., A. Glitz et F. Ortega (2013), *Immigration in Europe: Trends, policies and empirical evidence*, IZA, Discussion Paper 7778.

Del Carpio X. V. et M. Wagner (2015), *The impact of Syrian refugees on the Turkish labor market*, World Bank Group, Policy Research Working Paper 7402.

Docquier F., C. Ozden et G. Peri (2014), « The labor market impact of immigration and emigration in OECD countries », *The Economic Journal*, 124(579), 1106-1145.

Docquier F. et J. Machado (2015), *Crise des réfugiés: quelques clarifications s'imposent !*, UCL, Regards économiques 119.

Dustmann C., T. Frattini et I. Preston (2008), *The effect of immigration along the distribution of wages*, Centre for Research and Analysis of Migration (CREAM), Department of Economics, University College London, Discussion Paper 0803.

Dustmann C. et T. Frattini (2014), « The fiscal effects of immigration to the UK », *The Economic Journal*, 124(580), F593-F643.

EC (2015), *European Economic Forecast*, Institutional paper 011, November.

Esipova N., J. Ray et R. Srinivasan (2011), *The world's potential migrants. Who they are, where they want to go, and why it matters*, Gallup Inc, Washington DC.

Feld S., M. Nantcho et S. Perin (2006), *Educational factors in the economic integration of the foreign population in Belgium*, European Population Conference.

Friedberg R. M. (2001), « The impact of mass migration on the Israeli labor market », *Quarterly Journal of Economics*, 116(4), 1373-1408.

Giulietti C. (2014), *The welfare magnet hypothesis and the welfare take-up of migrants*, IZA, World of Labor.

Glitz A. (2012), « The labor market impact of immigration: A quasi-experiment exploiting immigrant location rules in Germany », *Journal of Labor Economics*, 30(1), 175-213.

IMF (2015a), *International migration: recent trends, economic impacts, and policy implications*, Staff background paper for G20 Surveillance note.

IMF(2015b), *The refugee surge in Europe: Economic challenges*, Staff Discussion note.

Izquierdo M., J. F. Jimeno et J. A. Rojas (2010), « On the aggregate effects of immigration in Spain », *SERIEs*, 1(4), 409-432.

Jeanfils Ph. et K. Burggraeve (2005), *Noname – A new quarterly model for Belgium*, NBB, Working Paper 68.

Kaas L. et Manger C. (2011), « Ethnic discrimination in Germany's labour market: A field experiment », *German Economic Review*, 13(1), 1-20.

Kahanec M. et K. F. Zimmermann (2008), *Migration in an Enlarged EU: A challenging solution?*, IZA, Discussion Paper 3913.

Kerr S. P. et W. R. Kerr (2011), *Economic impacts of immigration: A survey*, NBER, Working Paper 16736.

Lemos S. et J. Portes (2008), *The impact of migration from the new European Union Member States on native workers*, Working Paper 52, London, Department of Work and Pensions, Working Paper 52, Leeds, June.

- OECD (2013), *The fiscal impact of immigration in OECD countries*, International Migration Outlook.
- OECD (2015a), *Is this humanitarian migration crisis different?*, Migration Policy Debates 7.
- OECD (2015b), *Economic Outlook*.
- OECD (2015c), *Indicators of immigrant integration: Settling in*.
- Okkerse L. (2008), « How to measure labour market effects of immigration: A review », *Journal of Economic Surveys*, 22(1), 1-30.
- Oreopoulos P. (2011), « Why do skilled immigrants struggle in the labor market? A field experiment with thirteen thousand resumes », *American Economic Journal*, Economic Policy 3, 148-171.
- Ottaviano G.I.P. et G. Peri, (2005), *Rethinking the gains from immigration: Theory and evidence from the U.S.*, NBER, Working Paper 11672.
- Ottaviano G.I.P. et G. Peri, (2012), « Rethinking the effect of immigration on wages », *Journal of the European Economic Association*, 10(1), 152-197, February.
- Piracha M. et F. Vadean (2012), *Migrant educational mismatch and the labour market*, IZA, Discussion Paper 6414.
- Rea A. et M. Martiniello (2012), *Brève histoire de l'immigration en Belgique*, Fédération Wallonie-Bruxelles, décembre.
- Rea A. et J. Wets (2015), *La longue et sinueuse route menant à l'emploi*, European Migration Network.
- Riphahn R. T., M. Sander et C. Wunder (2013), « The welfare use of immigrants and natives in Germany: the case of Turkish immigrants », *International Journal of Manpower*, 34(1), 70-82.
- Rowthorn R. (2008), « The fiscal impacts of immigration on advanced economies », *Oxford Review of Economic Policy*, 24(3), 560-580.
- Shapiro, R. et J. Vellucci, (2010), *The impact of immigration and immigration reform on the wages of American workers*, New Policy Institute.
- Smith C. L. (2012), « The impact of low-skilled immigration on the youth labor market », *Journal of Labor Economics*, 30(1), 55-89.
- SPF ETCS (2015), *Monitoring socio économique: Marché du travail et origine*, Centre interfédéral pour l'égalité des chances, Bruxelles, novembre.
- Vargas-Silva C. (2015), *The fiscal impact of immigration in the UK*, The Migration Observatory at the University of Oxford, May.
- Zavodny M., et P. M. Orrenius (2006), *Does immigration affect wages? A look at occupation-level evidence*, IZA, Bonn, Discussion Paper 2481.

Ressources internes, crédit bancaire et autres sources de financement : quelles alternatives pour les entreprises en Belgique ?

Ch. Piette
M.-D. Zachary

Introduction

En Belgique comme ailleurs, le système bancaire joue un rôle essentiel dans le financement des entreprises. Il leur permet d'obtenir des liquidités supplémentaires lorsqu'elles viennent à en manquer et, plus important encore, il leur procure souvent les fonds nécessaires quand elles souhaitent investir dans de nouvelles capacités de production. Si les différentes formes de crédit proposées par les banques répondent en grande partie aux besoins des entreprises, ces dernières tirent aussi largement parti d'autres sources de financement.

L'une d'elles est le financement interne, qui correspond à la part des bénéfices allouée aux fonds propres au terme de chaque exercice comptable. Certaines entreprises, liées à des groupes belges ou étrangers, peuvent en outre obtenir des fonds sous la forme de capital social ou de prêts interentreprises auprès de leur maison mère ou de sociétés sœurs. Les options sont plus réduites pour les sociétés qui fonctionnent de manière autonome et qui cherchent à renforcer leur assise financière, mais ces dernières disposent elles aussi d'alternatives au financement bancaire.

L'une de ces alternatives est de tirer parti de l'épargne des particuliers. À cette fin, les entreprises peuvent théoriquement émettre des actions ou des obligations, mais le

recours à ce mode de financement, qui concerne surtout les plus grandes d'entre elles, est généralement très limité⁽¹⁾, soit parce que l'accès aux marchés de capitaux est difficile, soit, plus simplement, parce que cela n'est dans la plupart des cas pas considéré comme nécessaire. Une pratique plus courante consiste à obtenir des fonds de gré à gré auprès de proches ou de connaissances.

D'autres secteurs institutionnels que les banques et les particuliers sont également susceptibles de contribuer au financement des entreprises, comme les compagnies d'assurances et d'autres types d'intermédiaires financiers, parmi lesquels on retrouve notamment les sociétés de *private equity* et de *venture capital*, ainsi que les *business angels*. Ces bailleurs de fonds se caractérisent généralement par leur plus forte appétence pour le risque, et leur offre de financement est de ce fait plus accessible aux firmes qui proposent des projets innovants et potentiellement très rentables, mais dont les perspectives de succès sont plus incertaines.

Ces modes de financement alternatifs aux crédits bancaires, qu'ils soient réalisés par le biais des marchés financiers ou au travers de placements privés, revêtent par ailleurs un certain intérêt en ce qui concerne la stabilité financière. Une diversification accrue des sources de financement renforcerait en effet la résilience du secteur financier en cas de choc macroéconomique ou financier majeur, en raffermissant sa capacité de fournir des fonds aux entreprises. A contrario, une trop grande dépendance vis-à-vis du financement bancaire, comme c'est actuellement encore le cas en Belgique et dans d'autres pays européens, pourrait s'avérer dommageable si les institutions de crédit se voyaient contraintes d'assainir leur bilan

(1) À titre d'illustration, seules sept entreprises ont fait leur entrée sur Euronext ou Alternext en 2015.

au détriment de leurs activités de prêt. Cette diversification des sources de financement constitue d'ailleurs l'un des principaux objectifs du projet d'union des marchés de capitaux auquel œuvre actuellement la Commission européenne et qui vise, de manière plus générale, à alléger les coûts de financement des entreprises résidentes par une réduction des barrières aux investissements transfrontaliers au sein de l'Union.

C'est dans ce contexte que le présent article dresse un état des lieux du recours des entreprises belges aux différents instruments de financement interne ou externe, ainsi que des facteurs susceptibles d'influencer leurs choix en la matière. La première partie de l'article donne une vue d'ensemble de la structure et des sources de financement des sociétés non financières. Elle opère notamment une distinction entre le financement intra-groupe qui, bien qu'il ne concerne qu'une minorité d'entreprises, joue un rôle significatif en Belgique, et le financement des entreprises autonomes. La deuxième partie est consacrée à l'analyse des facteurs déterminant l'utilisation des différents modes de financement, en particulier les facteurs de demande. Les résultats empiriques y sont notamment interprétés au travers du prisme de la théorie de la hiérarchie des préférences (*pecking order theory*) et de celle du cycle de croissance financière (*financial growth cycle theory*). La troisième partie s'intéresse quant à elle à la structure de l'offre de financement en Belgique. Enfin, la conclusion résume les principaux enseignements de l'analyse.

1. Vue d'ensemble du financement des sociétés belges

Pour appréhender le financement des sociétés non financières établies en Belgique, il convient d'opérer une distinction entre celles qui sont liées à un groupe, belge ou étranger, et celles qui ne le sont pas. Les premières présentent en effet quelques spécificités en ce qui concerne la structure de leur bilan, de même qu'elles disposent de certaines facilités en matière de financement dont ne bénéficient pas les entreprises isolées, pour lesquelles le crédit bancaire revêt dès lors davantage d'importance. Ces divers aspects sont abordés dans les quatre sections qui composent cette partie de l'article.

1.1 Importance des différents modes de financement

Comme le montre le graphique 1, les sociétés non financières sont principalement financées par leurs fonds propres. Ces derniers englobent à la fois les capitaux

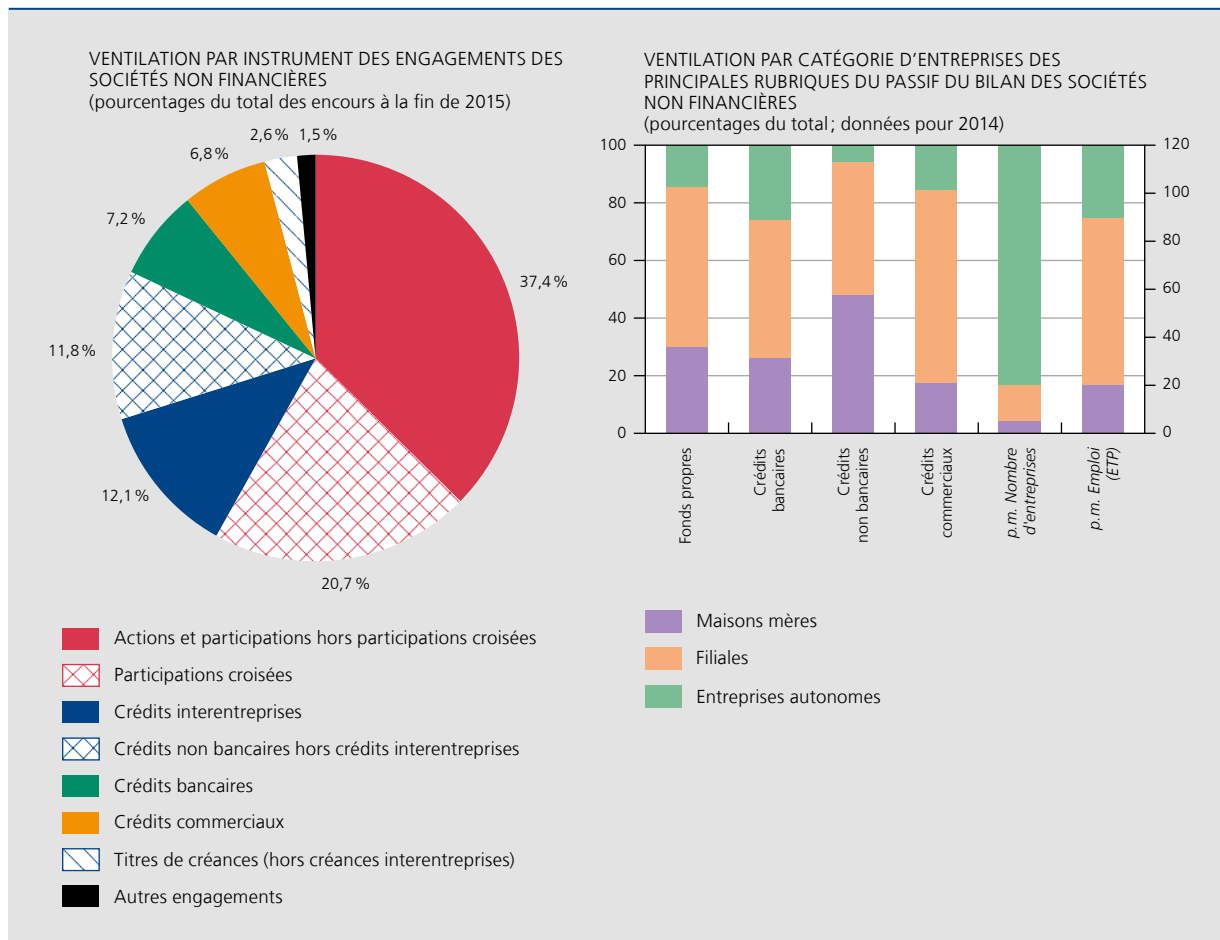
apportés par les actionnaires ou par les associés au moment de la création de l'entreprise et ceux injectés ultérieurement, de même que les bénéfices reportés et les réserves, qui composent le financement interne. Une part non négligeable des fonds propres investis dans les entreprises belges proviennent d'autres firmes résidentes et d'investisseurs directs étrangers. Ces participations croisées constituaient, à la fin de 2015, 20,7 % du total des engagements des sociétés établies en Belgique, tandis que les actions et les participations détenues directement par des particuliers ou des investisseurs institutionnels en représentaient 37,4 %.

Les autres financements externes consistent, pour leur part, largement en des crédits non bancaires, ce qui reflète aussi l'importance des liens financiers intra-groupe, les crédits interentreprises correspondant à eux seuls à 12,1 % du total des engagements des sociétés non financières. Les crédits accordés par les autres secteurs institutionnels portent notamment sur des prêts, subordonnés ou non, obtenus auprès de compagnies d'assurances ou de sociétés de prêts spécialisées (comme des sociétés de leasing), ou encore sur des avances reçues de particuliers. À cela s'ajoutent les dettes commerciales, qui équivalaient à 6,8 % du total des engagements. Elles relèvent pour l'essentiel des délais accordés par les fournisseurs pour le paiement des factures. À titre de comparaison, le financement par crédits bancaires représentait 7,2 % des engagements des entreprises.

1.2 Entreprises faisant partie d'un groupe et entreprises autonomes: deux structures de financement différentes

La ventilation des engagements des sociétés non financières, telle qu'elle est schématisée dans le volet gauche du graphique 1, masque une très forte concentration des montants investis au moyen de ces différents instruments au sein d'un nombre relativement restreint d'entreprises faisant partie d'un groupe. On a estimé que ces dernières équivalaient à 17 % du nombre total des sociétés non financières établies en Belgique et qu'elles condensaient, au passif de leur bilan, 86 % de l'encours total des fonds propres⁽¹⁾. Parmi les entreprises faisant partie d'un groupe, une distinction peut être établie entre deux catégories, qu'on désignera dans la suite du texte sous les vocables de « maisons mères » et de « filiales ». Les maisons mères sont définies comme des entreprises belges qui possèdent des participations dans d'autres entreprises, en Belgique même ou à l'étranger,

(1) Ces estimations sont basées sur les comptes annuels relatifs à 2014, soit la dernière année couverte par les données de la Centrale des bilans au moment de la préparation de cet article.



Source : BNB (Centrale des bilans et comptes financiers).

tout en n'appartenant elles-mêmes pas, que ce soit directement ou indirectement, à une ou plusieurs autres sociétés. Les filiales sont quant à elles des entreprises détenues (via des participations directes ou indirectes) soit par des maisons mères établies en Belgique, soit par des sociétés étrangères⁽¹⁾. Les autres entreprises, pour lesquelles aucun lien de participation n'est recensé, sont considérées comme des « entreprises autonomes »⁽²⁾. Elles constituent la grande majorité (83 %) des sociétés non financières établies en Belgique.

Les maisons mères et les filiales se distinguent des entreprises autonomes par la structure de leur bilan – synthétisée au tableau 1 – qui, dans le cas des deux premières catégories, reflète notamment l'importance des participations croisées. En effet, dans une perspective globale, les immobilisations financières des maisons mères et des filiales – qui incluent les participations dans des entreprises liées et les prêts qui leur sont octroyés – représentent respectivement 54,5 et 63,6 % de leurs actifs.

Cette rubrique du bilan correspond à 15,2 % du total des actifs des entreprises autonomes ; elle concerne essentiellement des placements et des créances diverses. Les liens de participations croisées au sein des groupes transparaissent bien entendu aussi dans le passif des sociétés qui les composent. Les fonds propres constituent en effet 47,1 % du total bilanciel des filiales, contre 39,1 % de celui des entreprises autonomes. La part des fonds propres est plus grande (52,2 %) parmi les maisons mères,

(1) Les entreprises résidentes détenues par des sociétés étrangères sont identifiées au moyen des résultats de l'enquête sur les investissements directs conduite par la BNB.

(2) Certaines entreprises ayant bénéficié d'apports en capital de la part de sociétés de private equity ou de venture capital (y compris les p.ricaf), de même que d'autres sociétés d'investissement, ne sont pas considérées comme faisant partie d'un groupe. Elles sont dès lors classées parmi les entreprises autonomes (ou parmi les maisons mères si elles détiennent des participations). Les différentes sociétés d'investissement sont identifiées par l'Institut des comptes nationaux dans sa classification des secteurs institutionnels. Par ailleurs, une partie des actions émises par certaines sociétés cotées peuvent être aux mains d'autres sociétés, sans que ces dernières ne possèdent suffisamment de parts dans leur capital social pour les contrôler. Ces liens de participation ne sont pas non plus pris en compte, et les sociétés cotées concernées sont répertoriées parmi les maisons mères ou parmi les entreprises autonomes, selon qu'elles disposent ou non de filiales.

qui, par définition, se situent à l'échelon le plus élevé des structures de participation.

Un autre élément qui différencie la structure de financement des groupes de celle des entreprises autonomes est la part plus large occupée par les crédits non bancaires dans le total du passif, et ce davantage pour les filiales (21,3 %) que pour les maisons mères (15,3 %). Elle s'explique principalement par les prêts interentreprises reçus des maisons mères ou d'autres filiales du même groupe, qui viennent le cas échéant compléter d'autres types de crédits non bancaires, tels des emprunts subordonnés ou des avances diverses. Ceux-ci sont également utilisés par les entreprises autonomes, pour lesquelles

la part des crédits non bancaires dans le total du bilan s'établit à 8,8 %.

En dépit des différences en termes de structure de financement, les entreprises autonomes ne sont pas nécessairement moins rentables que celles qui sont intégrées à un groupe. Elles affichent même une rentabilité nette des capitaux propres après impôts (8,6 %) qui est en moyenne supérieure à celles des maisons mères (6,0 %) et des filiales (5,2 %). Leur position financière s'avère en outre un peu plus solide que celle des filiales. En particulier, leur ratio de liquidité au sens strict est en moyenne plus élevé (1,3, contre 1,1 pour les filiales), et il en va de même du ratio de solvabilité (40,5 contre 40,1 %). Ce dernier est

TABLEAU 1 BILAN DES SOCIÉTÉS NON FINANCIÈRES PAR CATÉGORIE D'ENTREPRISES
(données pour 2014)

	Maisons mères	Filiales	Entreprises autonomes
Nombre d'entreprises ⁽¹⁾	19 767	41 094	288 741
dont :			
Petites entreprises	16 941	24 869	286 889
Moyennes entreprises	2 418	14 339	1 720
Grandes entreprises	408	1 886	132
Emploi moyen (en ETP)	15,8	26,0	1,6
Structure de l'actif (encours en pourcentage du total)			
Immobilisations corporelles et incorporelles	24,4	13,3	42,9
Immobilisations financières	54,5	63,6	15,2
Créances commerciales	6,7	9,1	10,9
Autres	14,3	14,1	31,0
Structure du passif (encours en pourcentage du total)			
Fonds propres	52,2	47,1	39,1
Crédits bancaires	13,4	9,5	23,2
dont: Crédits à un an au plus	2,8	2,9	3,6
Crédits non bancaires	15,3	21,3	8,8
dont: Crédits à un an au plus	3,5	5,6	0,5
Dettes commerciales	6,2	7,9	9,9
Autres	12,9	14,1	19,0
Ratios financiers (moyennes ⁽²⁾)			
Rentabilité nette des capitaux propres après impôts ⁽³⁾	6,0	5,2	8,6
Ratio de liquidité au sens strict ⁽⁴⁾	0,9	1,1	1,3
Solvabilité ⁽⁵⁾	44,9	40,1	40,5
Nombre de jours de crédit fournisseurs ⁽⁶⁾	58,0	58,5	51,9

Source : BNB (Centrale des bilans).

(1) Les sociétés actives dans les services financiers, l'administration publique et l'enseignement sont exclues de la population étudiée.

(2) Moyennes calculées sur un échantillon expurgé des valeurs extrêmes sur la base de l'écart interquartile.

(3) Bénéfice de l'exercice divisé par les capitaux propres, en pourcentage.

(4) Somme des créances à un an au plus, des placements de trésorerie et des valeurs disponibles, divisée par les dettes à un an au plus.

(5) Rapport entre les capitaux propres et le total du bilan, en pourcentage.

(6) Rapport entre les dettes commerciales et la somme des achats de marchandises, de services et de biens divers et de la TVA portée en compte de l'entreprise, multiplié par 365. Cet indicateur n'est calculé que pour les entreprises ayant établi leurs comptes annuels sur la base du schéma complet.

toutefois plus favorable pour les maisons mères, étant donné qu'il traduit aussi leur plus forte capitalisation.

La vaste proportion de capitaux propres et de crédits non bancaires au sein des sociétés liées à un groupe, qu'il s'agisse de maisons mères ou de filiales, peut en partie s'expliquer par le dispositif belge de déduction fiscale pour capital à risque. Destiné à remplacer le régime spécifique jusque-là appliqué aux centres de coordination, ce dispositif a été mis en œuvre pour la première fois lors de l'exercice d'imposition 2007. Il consiste à retirer de la base imposable des sociétés un montant d'intérêts notionnels, calculé comme le produit d'un taux de référence (basé sur celui des OLO à dix ans) et des capitaux propres, duquel sont toutefois soustraits certains montants afin de prévenir d'éventuels abus visant à obtenir des déductions fiscales en cascade par le biais de la multiplication des participations croisées. Les capitaux propres « corrigés » sont notamment minorés des encours des participations dans des sociétés liées. Les créances vis-à-vis de ces mêmes sociétés ne sont toutefois pas prises en compte dans cette correction. Ainsi, pour maximiser le montant de la déduction pour capital à risque, les groupes nationaux ou étrangers sont incités à concentrer des capitaux propres dans des sociétés situées en Belgique et à réallouer ensuite les fonds à d'autres sociétés du groupe – résidentes ou non – sous la forme de prêts interentreprises, les intérêts payés pour ces derniers étant déductibles au titre de charges⁽¹⁾.

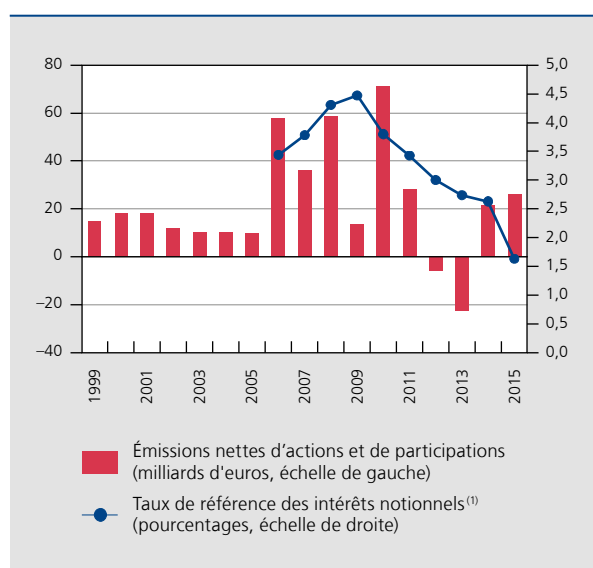
L'introduction de ce dispositif fiscal s'est traduite, dès 2006, par une forte hausse des montants investis dans les sociétés non financières résidentes sous la forme de capitaux propres, comme l'illustre le graphique 2. La baisse progressive du taux de référence, amorcée en 2010, a cependant rendu l'incitatif fiscal de moins en moins attractif, et cela s'est reflété dans l'évolution des émissions nettes d'actions et de participations des sociétés non financières. Les années 2012 et 2013 ont d'ailleurs été marquées par d'importantes réductions des capitaux propres dans certaines sociétés. La déduction fiscale pour capital à risque favorisant également, outre la concentration de capitaux propres dans certaines sociétés, l'octroi de prêts interentreprises, elle peut aussi en partie expliquer l'ampleur des crédits d'origine non bancaire dans les engagements contractés par les entreprises faisant partie d'un groupe, en particulier par les filiales.

1.3 Financement à court terme des entreprises liées

Une partie non négligeable des prêts interentreprises ont une maturité inférieure à un an. Ils sont vraisemblablement liés aux besoins en fonds de roulement des différentes sociétés qui font partie du groupe. Pour y subvenir, celles-ci ont en effet la possibilité de puiser dans des réserves de liquidités communes, comme le suggère l'élasticité des crédits non bancaires des filiales par rapport à leurs besoins en fonds de roulement. Sur la base d'une analyse économétrique, cette dernière a été estimée à 0,85 (cf. tableau 2). Cela signifie qu'une hausse de 1 point de pourcentage de leurs besoins en fonds de roulement par rapport à leur total bilanciel se traduit en moyenne par une augmentation de 85 points de base du montant de leurs emprunts non bancaires, également exprimés en pourcentage du total du bilan. Cette élasticité est pratiquement nulle (0,07) dans le cas des entreprises autonomes, qui, lorsqu'elles sont confrontées à un manque de liquidités, se tournent quant à elles plus souvent vers les banques pour obtenir une ligne de crédit, ce qui se reflète dans l'élasticité de leurs emprunts bancaires à court terme par rapport à leurs besoins en fonds de roulement, qui s'établit à 0,60.

Par ailleurs, les facilités de financement dont jouissent les entreprises qui font partie d'un groupe ne semblent pas se limiter à l'accès à des trésoreries communes. Les indicateurs relatifs aux nombres de jours de crédit fournisseurs

GRAPHIQUE 2 ÉVOLUTION DES CAPITAUX PROPRES DES SOCIÉTÉS NON FINANCIÈRES ET INTÉRÊTS NOTIONNELS



Source : BNB (comptes financiers).

(1) Basé sur le taux moyen des obligations linéaires à dix ans émises par l'État belge au cours de l'année précédente.

(1) Burggraeve *et al.* (2008) fournissent une description plus détaillée de la teneur de la loi du 22 juin 2005, qui a instauré la déduction fiscale pour capital à risque, ainsi qu'une discussion approfondie de son incidence sur la structure de financement des sociétés.

TABEAU 2 ÉLASTICITÉ DES CRÉDITS À COURT TERME PAR RAPPORT AUX BESOINS EN FONDS DE ROULEMENT⁽¹⁾

(estimations sur la période 2005-2014)

	Crédits bancaires	Crédits non bancaires
Maisons mères	0,29	0,07
Filiales	0,04	0,85
Entreprises autonomes	0,60	0,07

Source : BNB (Centrale des bilans et calculs propres).

(1) Élasticités calculées en régressant les montants des dettes bancaires ou non bancaires à un an au plus, exprimées en pourcentage du total du bilan, sur la différence entre les besoins en fonds de roulement et le fonds de roulement, également exprimée en pourcentage du total du bilan, ainsi que sur le nombre d'employés en ETP, la productivité du travail, la rentabilité nette des capitaux propres après impôts, l'âge de l'entreprise, la solvabilité, une variable binaire par branche d'activité et une autre variable binaire pour chaque année faisant partie de la période d'estimation.

calculés sur la base des données des comptes annuels, qui sont plus élevés pour les maisons mères et les filiales, suggèrent que ces dernières bénéficient d'une plus grande flexibilité en matière de délais de paiement que les entreprises autonomes. Il est possible que cela soit lié au fait que les entreprises appartenant à un même groupe réalisent une large part de leurs transactions commerciales avec des entreprises sœurs.

La possibilité qu'ont les filiales et les maisons mères d'obtenir des financements intra-groupe n'exclut cependant pas la nécessité de faire appel au système bancaire lorsqu'il s'agit de financer des investissements importants ou de couvrir des besoins de liquidités. À cet égard, les maisons mères subviennent souvent à leurs besoins de liquidités – et probablement aussi à ceux des filiales auxquelles elles octroient des prêts interentreprises – en contractant des crédits bancaires à long terme⁽¹⁾. Cela peut d'ailleurs expliquer la part plus élevée des crédits bancaires dans le passif de leur bilan que dans celui des filiales. Le financement bancaire et les dispositions prises par chaque groupe d'entreprises pour gérer sa trésorerie constituent ainsi deux systèmes complémentaires : les banques accordent des crédits qui complètent les fonds propres d'une ou de plusieurs entités du groupe, et ces financements additionnels peuvent, le cas échéant, être réalloués à d'autres sociétés sous la forme de prêts interentreprises.

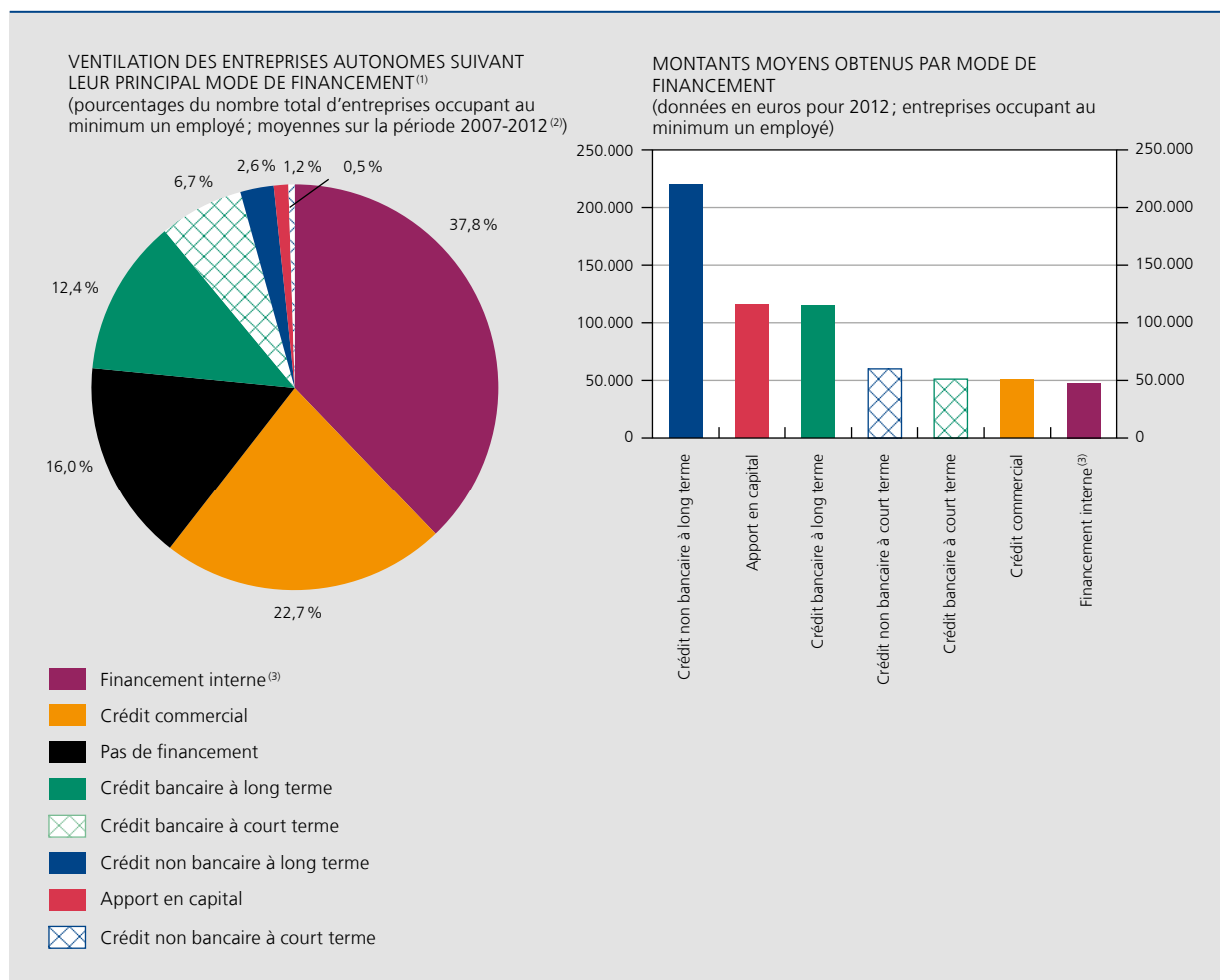
(1) C'est notamment ce qui ressort des résultats de l'analyse économétrique décrite en annexe au présent article. Selon ces estimations, il existe une relation significativement négative entre la quantité de liquidités détenues par une maison mère et la probabilité qu'elle se finance au moyen d'un crédit bancaire à long terme. Ces mêmes résultats confirment la relation entre le manque de liquidités des entreprises autonomes et leur propension à recourir à des crédits bancaires à court terme.

1.4 Sources de financement des entreprises autonomes

Ne disposant pour leur part pas de telles réserves de liquidités, les entreprises autonomes se financent le plus souvent au moyen de leur propres ressources, c'est-à-dire celles générées par leur excédent d'exploitation et qui ne sont pas redistribuées aux actionnaires ou aux associés après la clôture des comptes annuels. Entre 2007 et 2012, le financement interne a été privilégié par, en moyenne, près de 38 % des entreprises autonomes occupant au moins un employé (cf. graphique 3), tandis que d'autres – en moyenne 22,7 % au cours de cette même période – ont le plus souvent contracté des dettes commerciales. Le recours aux crédits bancaires est plus rare. Les crédits bancaires à long terme, en particulier, ont été le principal mode de financement de 12,4 % entreprises autonomes. Il faut toutefois souligner qu'ils concernent généralement des montants plus élevés que ceux obtenus par le biais des instruments de financement à court terme, qui sont essentiellement utilisés comme appoint par les entreprises en manque de liquidités, par exemple pour payer les salaires ou pour honorer d'autres dettes arrivant bientôt à échéance. Les crédits à long terme, bancaires ou non, servent quant à eux plus fréquemment à financer des actifs pérennes, comme du capital fixe, ou, éventuellement, à constituer un fonds de roulement dans le but de limiter les besoins de liquidités, et donc le recours à des instruments de financement à court terme. C'est également le cas des apports en capital réalisés après la phase de démarrage des activités de l'entreprise, et donc après les premières mises de fonds des actionnaires ou des associés. Ce mode de financement, qui englobe, entre autres, des investissements en capital social par des sociétés de *private equity* et de *venture capital* venant pallier une éventuelle insuffisance des fonds propres détenus par des particuliers, est néanmoins peu fréquent.

2. Déterminants des modes de financement des entreprises

Les données relatives aux entreprises autonomes présentées dans la section précédente laissent entrevoir une hiérarchie parmi les différents modes de financement utilisés par les entreprises ou, du moins, un recours privilégié à certains d'entre eux. La littérature économique consacrée à la structure de financement des entreprises peut apporter une explication à ce profil observé dans les données. Celle-ci est succinctement passée en revue dans les paragraphes qui suivent. Les choix en matière de financement des entreprises autonomes sont ensuite examinés à la lumière des données des comptes annuels, à l'aide d'un modèle économétrique.



Source: BNB (Centrale des bilans et calculs propres).

- (1) Un mode de financement est considéré comme le mode de financement principal d'une entreprise dès lors que le montant qu'elle a obtenu par ce biais est supérieur à ceux obtenus grâce aux autres modes de financement mentionnés dans le graphique. Les montants obtenus au moyen de chaque instrument sont déduits en calculant les différences des encours rapportés dans les rubriques correspondantes du passif des bilans de deux années consécutives.
- (2) Les années 2013 et 2014 n'ont pas été prises en compte dans le calcul des moyennes présentées dans ces deux graphiques. Ces années ont été caractérisées par des transferts d'une partie des bénéfices réinvestis et des réserves vers les « réserves de liquidation » intégrées aux capitaux propres dans le cadre de la période transitoire prévue par la loi-programme du 28 juin 2013, qui relève de 10 à 25 % le précompte mobilier sur les bonis de liquidation. Ces transferts affectent fortement les données relatives aux apports en capital pour 2013 et pour 2014, les rendant peu représentatives des transactions habituellement réalisées par les sociétés non financières.
- (3) Le financement interne englobe les bénéfices réinvestis et les montants affectés aux réserves.

2.1 Cadre théorique: hiérarchie des préférences et cycle de croissance financière

La hiérarchie des instruments de financement, qui ressort des données relatives aux entreprises autonomes, affiche une grande cohérence avec la théorie de la hiérarchie des préférences (pecking order theory) historiquement présentée par Myers (1984) et qui apporte des arguments en faveur d'un ordre de préférence des modes de financement des entreprises en se fondant sur la théorie de l'agence, les asymétries informationnelles et la théorie du signalement⁽¹⁾. Elle s'inscrit également particulièrement bien dans le cadre de la théorie du cycle de croissance

financière, qui postule que les modes de financement auxquels les entreprises ont accès varient en fonction de leur stade de développement. Ces deux modèles théoriques sont brièvement décrits ci-après.

2.1.1 Théorie de la hiérarchie des préférences

L'idée générale de la théorie de la hiérarchie des préférences est que, pour éviter de transférer et de diluer la

(1) L'élaboration de cette théorie a bénéficié des travaux menés par Jensen et Meckling (1976) sur la théorie de l'agence, par Myers et Majluf (1984) sur les asymétries informationnelles et par Ross (1977) sur la théorie du signalement. Développée à l'origine pour les entreprises cotées, elle est aussi bien documentée pour les petites et moyennes entreprises par de nombreux travaux internationaux (pour une revue de cette littérature, cf. Domenichelli (2008) et Watson, et Wilson (2002)).

propriété de l'entreprise, de divulguer des informations cruciales à un tiers, de rendre des comptes au marché ou de payer des coûts de transaction trop importants, les entreprises privilégient l'autofinancement. Si leurs besoins de financement d'investissements profitables dépassent les possibilités de recours au financement interne, elles optent pour le financement externe. Elles font alors appel en priorité à l'endettement (émission d'obligations ou, plus généralement, recours à l'emprunt) plutôt qu'à l'augmentation de capital, compte tenu du transfert éventuel de droits et du contenu informatif véhiculé par chacune des deux modalités, ainsi que des coûts de transaction.

Le recours préférentiel au financement interne résulte avant tout de la volonté des entrepreneurs (en particulier des propriétaires-dirigeants) de garder le contrôle de leur société. C'est la raison pour laquelle ils sont très réticents à accepter de nouveaux actionnaires et essaient de trouver les capitaux nécessaires à leurs activités par le biais du financement interne. Si celui-ci ne suffit pas, les gestionnaires choisiront plutôt des sources de financement qui n'impliquent aucune restriction en termes de contrôle : d'abord, la dette à court terme, pour laquelle aucune garantie n'est requise et aucune clause imposée, ensuite l'endettement à plus long terme, puis, enfin, l'émission d'actions.

On trouve dans la littérature économique des confirmations que la structure de propriété influe sur le type de financement (Mac an Bhaird et Lucey, 2010; Ferrando et Griesshaber, 2011). Lorsque les propriétaires de l'entreprise sont liés par des liens familiaux ou équivalents, ou s'il s'agit d'un propriétaire unique, la société opte moins souvent pour le financement externe et, en particulier, pour des fonds qui impliqueraient une perte de contrôle de l'entreprise. Les entreprises non liées à un groupe mobilisent également des instruments qui sont généralement plus flexibles, en s'efforçant d'éviter toute perte de contrôle.

Par ailleurs, le recours au financement interne se révèle moins coûteux qu'un endettement supplémentaire, qui est lui-même moins onéreux que l'émission de nouvelles actions. L'existence de coûts de transaction dont le montant varie selon la source de fonds utilisée explique aussi la hiérarchie dans les choix de financement des entreprises autonomes. En outre, ces coûts sont révélateurs de l'accès limité des PME aux marchés de capitaux, ce qui se traduit par un déficit de financement (*finance gap*) pour ces entreprises. Celui-ci peut être scindé en deux composantes : d'une part, un déficit d'offre (manque de fonds ou coûts trop élevés) et, d'autre part, un déficit de connaissances, les dirigeants de PME étant en général moins conscients de toutes les possibilités de financement externes et de

leurs caractéristiques (Sanchez-Vidal et Martin-Ugedo, 2005). Il en résulte que la principale source de financement à long terme est constituée des fonds internes et, au besoin, des crédits bancaires.

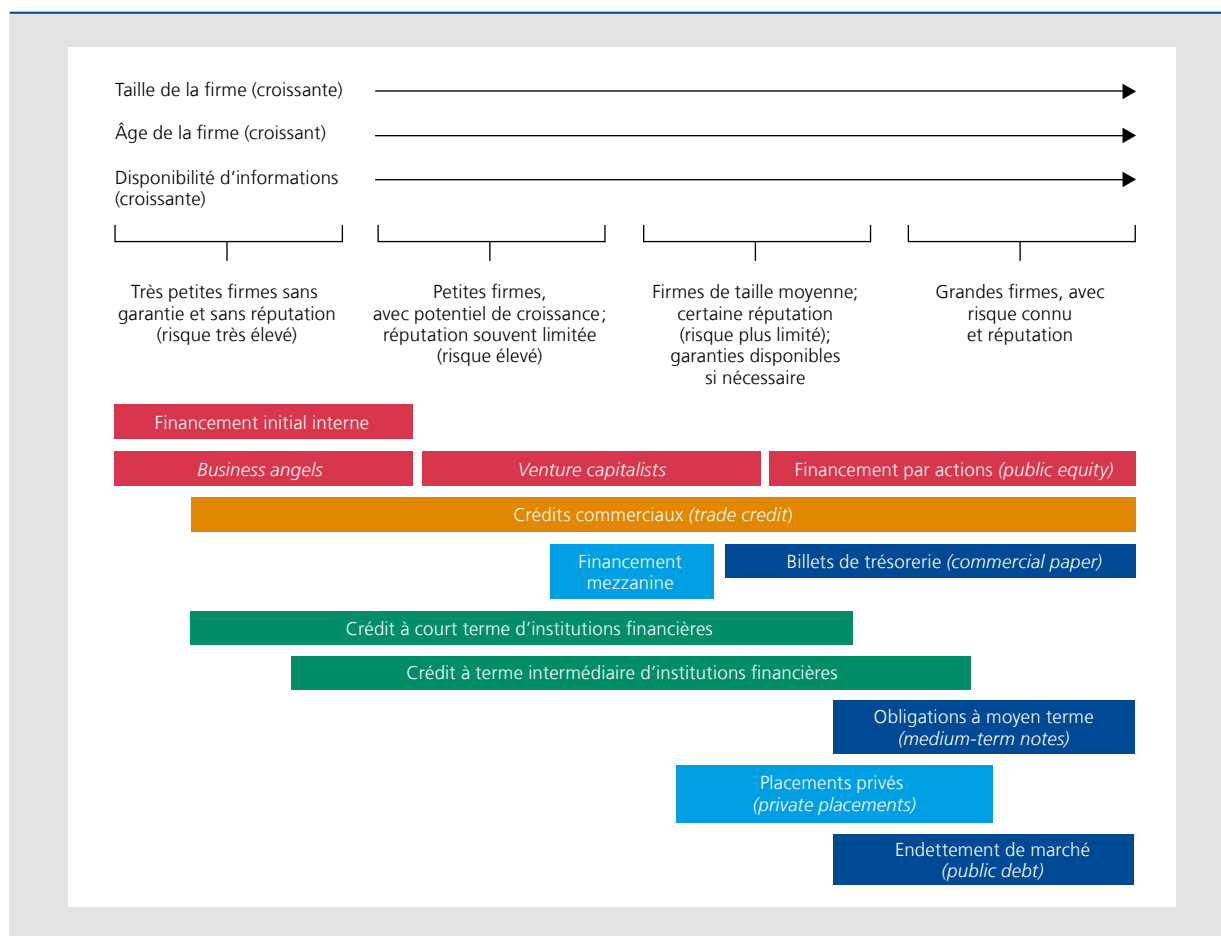
Selon la hiérarchie des préférences, l'endettement l'emporte sur l'augmentation de capital, non seulement en raison des coûts inférieurs qu'il occasionne, mais aussi parce que le recours à l'emprunt est perçu comme le signal d'une confiance du dirigeant dans la capacité de l'entreprise d'honorer ses dettes et d'éviter la faillite. Il est interprété par les marchés comme un signe positif et engendre une appréciation du cours boursier ou de la valeur de l'entreprise. A contrario, l'augmentation de capital provoque une baisse du cours de l'action ou de la valeur de l'entreprise car l'asymétrie informationnelle entre les managers, qui agissent dans l'intérêt des actionnaires présents (dans le cas des PME autonomes, ce sont souvent les mêmes personnes), et les investisseurs extérieurs implique que l'entreprise qui procède à une augmentation de capital doit s'acquitter d'une prime de risque suffisante pour attirer de nouveaux capitaux et pour couvrir les aléas liés au financement du projet industriel. Les nouvelles actions doivent dès lors être émises à un prix inférieur à leur valeur de marché. Dans le cas d'une émission d'obligations, cette prime est plus faible compte tenu du moindre risque pris par les investisseurs.

2.1.2 Théorie du cycle de croissance financière

D'autres facteurs peuvent également affecter le(s) mode(s) de financement privilégié(s) par une entreprise. Parmi les plus importants, on trouve son stade de développement, approché dans la suite de l'analyse par l'âge ou par la taille de l'entreprise, et sa croissance (approximée par la progression de l'emploi). Pour les prendre en considération, il convient de recourir à un autre cadre théorique, à savoir celui du cycle de croissance financière (*financial growth cycle*). Ce dernier se base sur les sources de financement auxquelles les entreprises ont accès à mesure qu'elles grandissent, que leur réputation s'améliore et qu'elles deviennent moins opaques sur le plan informationnel (cf. graphique 4). Ce paradigme prend donc en compte toute la vie d'une entreprise et englobe ses différents stades de développement. Il postule que la structure optimale de capital varie en fonction du cycle de vie de l'entreprise. Ce modèle a été mis au point par Berger et Udell (1998).

Les entreprises les plus petites et les plus jeunes, qui éprouvent de grandes difficultés pour convaincre les investisseurs ou les prêteurs de leur qualité (en raison d'une opacité informationnelle, d'un manque d'actifs à mettre en garantie, d'un manque de références et d'antécédents de crédit, etc.), tendent à se reposer sur le financement

GRAPHIQUE 4 CYCLE DE VIE DE L'ENTREPRISE ET SOURCES DE FINANCEMENT



Source: d'après Berger et Udell (1998).

Cette représentation schématique donne une idée générale des sources de financement importantes aux différents stades du cycle de croissance financière; les bornes de chaque moyen de financement ne doivent toutefois pas être interprétées comme étant absolues. Par exemple, de très grandes entreprises peuvent encore se financer par des emprunts bancaires ou par des placements privés.

initial apporté par l'entrepreneur lui-même, par sa famille ou par ses amis (Chavis *et al.*, 2011), sur les crédits commerciaux et, dans certains cas, sur les fonds investis par des *business angels*. Il s'agit le plus souvent de financements à court terme, ce qui offre aux bailleurs de fonds davantage de flexibilité pour mettre un terme aux contrats en cas de doute sur la viabilité du projet industriel. En effet, l'opacité informationnelle est plus forte pour les entreprises de petite taille et jeunes, ce qui rend les bailleurs de fonds réticents à leur octroyer des financements sur le long terme. Pour ce type de capitaux, les PME peuvent se tourner vers des opérateurs spécialisés en private equity.

Lorsque l'entreprise grandit et que sa réputation s'affirme, elle commence à avoir accès à des sources de financement intermédié (actions et endettement). À ce stade, le financement par du capital provenant de *venture capitalists* peut devenir une option mais, dans la plupart des cas, les fonds sont fournis par des banques ou par d'autres types

d'intermédiaires financiers. En particulier, les entreprises en forte croissance, dont les ressources internes ne suffisent pas à financer l'activité, ont proportionnellement plus recours à des financements externes, dont la nature dépendra bien entendu aussi de leur âge et de leur taille. Elles se financeront aussi à l'aide d'une plus large gamme d'instruments que les autres et constitueront notamment un public cible pour les *venture capitalists* attirés par des perspectives de rendement intéressantes. À mesure que les entreprises deviennent plus âgées et qu'elles grandissent, l'accumulation des bénéfices reportés peut aussi devenir une vaste source de financement (López-Gracia et Aybar-Arias (2000), notamment, montrent que les entreprises de plus grande taille ont un niveau d'autofinancement plus élevé), tout en fournissant une caution de leurs performances pour d'éventuels bailleurs de fonds. Par ailleurs, lorsque leur rentabilité est en hausse, les entreprises voient leur capacité de financement interne augmenter. Elles ont donc la possibilité de substituer de l'endettement

à long terme par de l'autofinancement, des dettes à court terme et des crédits commerciaux, ce qui leur permet de diminuer leur levier d'endettement et d'accroître la flexibilité de leurs financements.

Pour les entreprises les plus grandes, plus matures et dont la réputation est établie en termes d'antécédents de crédit ou d'autres formes de financement, la participation aux marchés de capitaux (actions et obligations) devient une option. Ces entreprises conservent en outre la possibilité de faire appel aux sources de financement également accessibles aux entreprises plus jeunes (à l'exception des *business angels* et du *venture capital*, qui sont des acteurs spécialisés dans les stades de développement précoces des entreprises) et peuvent donc diversifier davantage leurs financements.

Selon cette typologie, les entreprises qui se trouvent à un stade très précoce de leur développement (*start-ups*) ne peuvent donc généralement pas prétendre au financement bancaire. Ce n'est que lorsque leur activité est bien lancée et qu'elles ont acquis un certain niveau d'immobilisations corporelles que les sociétés peuvent avoir accès à de l'endettement externe, en particulier bancaire. Durant leur phase de croissance, les entreprises pourront successivement faire appel à des *business angels*, au *private equity*, au financement bancaire et à d'autres types de financement.

Enfin, d'autres facteurs influençant la structure de financement des entreprises, qui ne sont pas directement mentionnés dans les deux théories exposées brièvement ci-avant mais qui sont fréquemment répertoriés dans la littérature économique, constituent des variables d'intérêt. En premier lieu, la branche d'activité dans laquelle les firmes opèrent influence directement les financements auxquels elles ont accès. Dans les branches intensives en capital, les actifs immobilisés sont plus nombreux et peuvent servir de garantie pour l'obtention de financements à long terme, tels les crédits bancaires ou le leasing. En revanche, les branches exigeantes en fonds de roulement recourent davantage aux financements à court terme et basés sur les relations commerciales (Degryse *et al.*, 2012).

En second lieu, il convient de citer le cas particulier des entreprises innovantes, qui, pour les investisseurs, sont associées à un risque plus important et sont entachées d'une plus grande opacité informationnelle; elles sont de ce fait confrontées à de plus lourdes contraintes de financement. En outre, l'octroi de crédits à ces entreprises est également plus risqué, en raison de l'absence d'actifs à mettre en garantie. Dès lors, le recours au capital externe est plus onéreux, et elles optent en général plus souvent

pour l'autofinancement. Si elles ont besoin de fonds externes, elles peuvent s'adresser à des opérateurs spécialisés tels les *venture capitalists* ou les investisseurs en *private equity*, qui sont plus à même de gérer les risques liés aux asymétries informationnelles et aux aléas moraux (Cosh *et al.*, 2009). Les emprunts subsidiés ou garantis par une structure étatique représentent aussi une option pour elles.

2.2 Analyse empirique : choix des entreprises autonomes quant aux modes de financement

Les effets de ces différents déterminants sur les choix des entreprises belges quant aux modes de financement ont été mesurés sur la base d'une analyse économétrique des données disponibles auprès de la Centrale des bilans. La méthodologie adoptée à cet effet, qui repose sur l'estimation d'un modèle « logit multinomial », est décrite en détail dans l'annexe au présent article. En substance, l'approche suivie permet d'apprécier la mesure dans laquelle une caractéristique propre à une entreprise peut amener celle-ci à privilégier un mode de financement en particulier⁽¹⁾. Différentes caractéristiques ont été prises en compte dans le cadre de l'analyse, pour autant qu'elles soient quantifiables au moyen des informations disponibles dans les comptes annuels. Certaines des variables intégrées dans le modèle, à savoir l'âge des entreprises, leur taille et leur croissance, permettent de situer leur stade de développement, tandis que d'autres, notamment la rentabilité, la liquidité, la solvabilité ou la présence de garanties publiques pour une partie des dettes existantes, ont été incluses afin de prendre en considération les effets liés à la santé financière ainsi qu'à certains besoins spécifiques en matière de financement. C'est par exemple le cas du ratio de liquidité, qui peut refléter l'existence d'un besoin de financement à court terme. Dans le même ordre d'idées, les besoins de financement à long terme sont pris en compte au travers de variables binaires indiquant si, à un moment donné, une entreprise réalise des investissements en capital fixe ou en capital de connaissances (c'est-à-dire des dépenses en recherche et en développement, des acquisitions de brevets, de logiciels, etc.). La présence d'actifs pouvant être utilisés en garantie lors de la négociation d'un prêt est quant à elle approchée par l'importance du stock de capital fixe (les immobilisations corporelles) dans le total de l'actif.

Les résultats détaillés des estimations économétriques figurent également dans l'annexe. Le tableau 3 ci-après

(1) Comme dans la partie précédente (cf. graphique 3), on considère ici le mode de financement par le biais duquel l'entreprise a obtenu le plus gros financement au cours d'un même exercice comptable.

TABEAU 3 EFFETS ESTIMÉS DES DIFFÉRENTS FACTEURS SUR LES MODES DE FINANCEMENT AUXQUELS RECOURENT LES ENTREPRISES AUTONOMES

(ratios de risque relatif⁽¹⁾ par rapport à l'absence de financement, estimés au moyen d'un modèle « logit multinomial » sur la période 2007-2014)

	Financement interne	Crédit commercial	Crédit bancaire à court terme	Crédit bancaire à long terme	Crédit non bancaire	Apport en capital
Constante	4,269 ⁽²⁾	2,018 ⁽²⁾	0,521 ⁽²⁾	0,262 ⁽²⁾	0,129 ⁽²⁾	0,088 ⁽²⁾
Âge	0,991 ⁽²⁾	0,989 ⁽²⁾	0,994 ⁽²⁾	0,986 ⁽²⁾	0,988 ⁽²⁾	0,986 ⁽²⁾
Taille	1,247 ⁽²⁾	1,368 ⁽²⁾	1,429 ⁽²⁾	1,403 ⁽²⁾	1,382 ⁽²⁾	1,425 ⁽²⁾
Croissance	1,311 ⁽²⁾	1,330 ⁽²⁾	1,189 ⁽²⁾	1,422 ⁽²⁾	1,317 ⁽²⁾	1,320 ⁽²⁾
Rentabilité	1,003 ⁽²⁾	1,000	1,000	1,003 ⁽²⁾	1,000	1,000
Liquidité	1,000	1,000	0,974 ⁽²⁾	1,000	1,000	1,000
Solvabilité	1,000 ⁽²⁾	1,000	1,000	1,000	1,000	1,001
Stock de capital fixe	1,277 ⁽²⁾	1,190 ⁽²⁾	1,685 ⁽²⁾	4,027 ⁽²⁾	3,835 ⁽²⁾	1,331 ⁽²⁾
Garanties publiques	1,194 ⁽²⁾	1,151 ⁽²⁾	1,478 ⁽²⁾	1,356 ⁽²⁾	1,161	1,173
Investissements en capital fixe	2,215 ⁽²⁾	2,563 ⁽²⁾	1,923 ⁽²⁾	20,640 ⁽²⁾	7,166 ⁽²⁾	3,365 ⁽²⁾
Investissements en capital de connaissances	1,194 ⁽²⁾	1,540 ⁽²⁾	1,635 ⁽²⁾	1,818 ⁽²⁾	1,988 ⁽²⁾	1,786 ⁽²⁾

Source : BNB.

(1) Un ratio de risque relatif mesure l'effet de l'augmentation d'une unité d'une variable explicative sur la probabilité qu'une entreprise recoure à un mode de financement en particulier, exprimée par rapport à la probabilité qu'elle ne se finance pas, et ce toutes autres choses étant égales par ailleurs. Plus un ratio de risque relatif est supérieur aux autres ratios repris dans la même ligne du tableau, plus il est probable qu'une « entreprise-type » s'orientera davantage vers le mode de financement auquel il est associé lorsque la variable explicative concernée augmente, pour autant qu'il soit supérieur à 1 (si le ratio est inférieur à 1, la relation s'inverse; l'entreprise aura tendance à délaisser le mode de financement si la variable en question augmente). Par exemple, une entreprise qui investit en capital fixe multiplie par 20,64 ses chances de se financer à l'aide d'un crédit bancaire à long terme par rapport à celles de ne pas contracter de nouveaux engagements et par 9,32 (soit 20,64 divisé par 2,215) la probabilité qu'elle utilisera ce même mode de financement par rapport à celle de s'autofinancer. L'annexe au présent article fournit de plus amples détails sur la méthode économétrique appliquée, sur la définition des variables explicatives et sur la manière dont ces ratios sont calculés.

(2) Significatif à un niveau de 1 %.

reprend, de manière simplifiée, ceux obtenus pour les entreprises autonomes. Ils sont représentés sous la forme de ratios de risque relatif, qui mesurent l'effet des différentes variables explicatives sur le mode de financement principal auquel recourt une « entreprise-type ». Chacun de ces ratios s'interprète comparativement à ceux se rapportant à la même variable; plus un ratio de risque relatif est supérieur aux autres ratios, plus il est probable que l'entreprise s'orientera davantage vers le mode de financement auquel il est associé si la valeur de la variable en question augmente.

Les estimations obtenues pour les constantes du modèle, qui correspondent aux préférences d'une entreprise-type lorsque tous les autres déterminants potentiels demeurent inchangés, confirment les prédictions de la théorie de la hiérarchie des préférences évoquée plus haut, à savoir une très nette prédilection pour le financement interne et une certaine réticence à recourir aux financements externes, en particulier à ceux qui prennent la forme d'apports en capital. Plutôt que ces derniers, les entreprises privilégient généralement les crédits bancaires et, dans une moindre mesure, les crédits non bancaires.

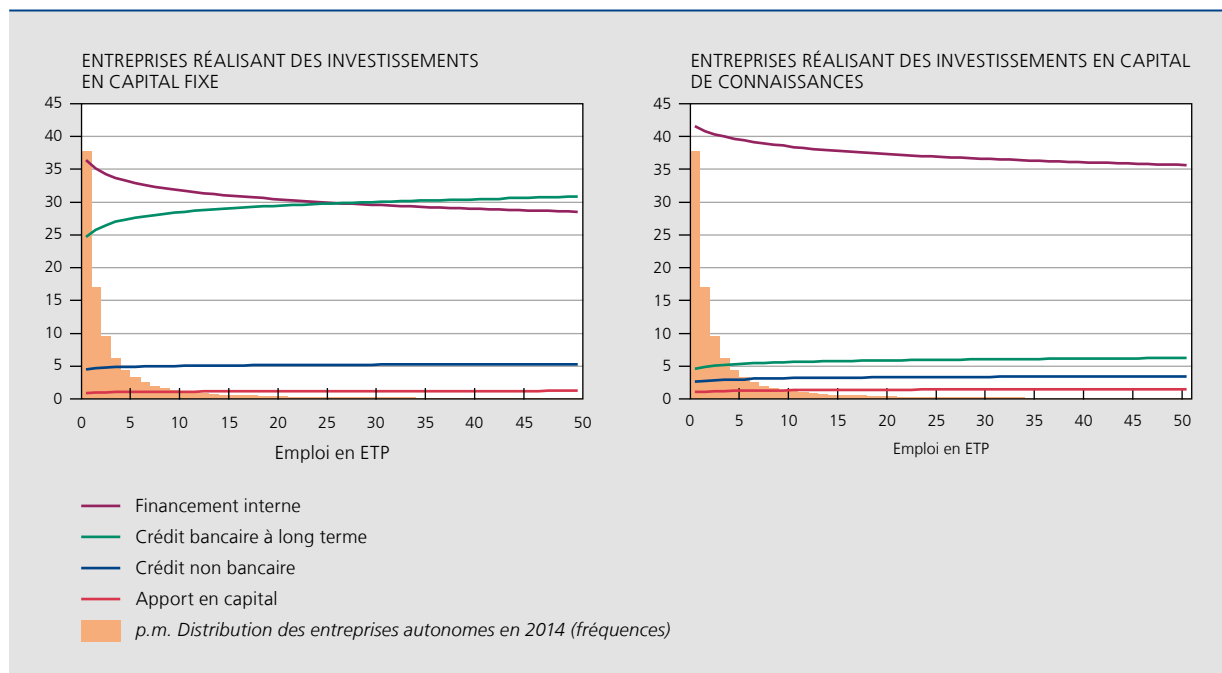
La théorie du cycle de croissance financière est aussi en grande partie confirmée par les résultats empiriques. Il

existe notamment bel et bien un lien significatif entre la taille des entreprises autonomes et la probabilité que celles-ci sollicitent des sources de financement externes, et plus particulièrement les crédits bancaires et les apports en capital. Lorsque les sociétés d'une taille relativement importante cherchent à élargir leurs capacités de production en investissant dans du capital fixe, elles affichent toutefois une nette préférence pour le premier de ces deux modes de financement. L'accès au crédit bancaire est cependant conditionné par une position financière suffisamment solide. L'obtention d'un crédit bancaire est en effet d'autant plus probable que la firme est rentable et qu'elle dispose d'un stock de capital fixe pouvant éventuellement être proposé en garantie lors de la négociation d'un emprunt. L'existence de garanties publiques facilite elle aussi l'obtention d'un prêt bancaire.

La relation entre la taille de l'entreprise et ses préférences en matière de mode de financement à long terme dans le cas spécifique des sociétés qui investissent dans du capital fixe est illustrée dans le volet gauche du graphique 5, qui montre notamment que les entreprises de plus petite taille, qui accèdent généralement plus difficilement au crédit bancaire, recourent plus fréquemment au financement interne lorsqu'elles procèdent à de tels investissements. La probabilité qu'une firme

GRAPHIQUE 5 PROBABILITÉS DE RECOURS AUX MODES DE FINANCEMENT À LONG TERME PAR LES ENTREPRISES AUTONOMES EN FONCTION DE LEUR TAILLE

(probabilités générées par le modèle économétrique pour une entreprise-type⁽¹⁾, sauf mention contraire)



Source : BNB (Centrale des bilans et calculs propres).

(1) Les valeurs des variables explicatives du modèle autres que l'emploi sont fixées aux médianes de l'échantillon.

bénéficie d'une injection de nouveaux capitaux, que ce soit au travers de placements privés ou en faisant appel aux marchés financiers, augmente légèrement à mesure qu'elle grandit, ce qui est conforme à la théorie du cycle de croissance financière. Cependant, les résultats empiriques suggèrent que le financement bancaire reste, de loin, le mode de financement externe le plus souvent privilégié par les entreprises autonomes, y compris par celles de grande taille. En outre, les firmes plus anciennes, dont les outils de production sont déjà en place et qui ont accumulé des bénéfices réinvestis tout au long de leur existence, requièrent moins de financement externe que celles créées plus récemment.

Les entreprises recourent beaucoup moins fréquemment aux crédits bancaires lorsqu'elles investissent dans du capital de connaissances, par exemple en réalisant des dépenses en recherche et en développement ou en acquérant des brevets existants (cf. volet droit du graphique 5). Pour ce type d'investissements, c'est le financement interne qui prédomine. Les résultats rapportés dans le tableau 3 font en outre état d'une relation significative entre les investissements en capital de connaissances et la probabilité qu'une entreprise s'oriente vers un crédit non bancaire pour se financer,

ce qui est cohérent avec l'intuition selon laquelle les entreprises innovantes présentent souvent, du point de vue d'un bailleur de fonds, un profil plus risqué en raison du caractère plus incertain de leur rentabilité future, mais aussi parce que les investissements incorporels – comme les dépenses en recherche et en développement – ne peuvent pas être utilisés en garantie dans le cadre d'un emprunt bancaire.

Les difficultés qu'éprouvent certains entrepreneurs pour offrir des garanties les amènent quelquefois à emprunter des fonds auprès d'amis ou de membres de leur famille. Ces emprunts constituent d'ailleurs une très grande partie des crédits non bancaires octroyés aux jeunes entreprises. Selon les données issues d'une enquête réalisée en 2014 par le SPF Économie, PME, Classes moyennes et Énergie (cf. tableau 4), 18,6 % des sociétés débutantes interrogées ont fait appel à cette source de financement, contre seulement 3,7 % des PME dont les activités avaient démarré plus de quatre ans auparavant. En outre, 8,5 % d'entre elles ont déclaré avoir contracté un emprunt subordonné, soit deux fois plus que le nombre de celles ayant bénéficié de l'intervention d'un *business angel* (4,1 % des firmes interrogées). Seules 1 % des entreprises débutantes

TABLEAU 4 ORIGINES DES FINANCEMENTS NON BANCAIRES DES PME

(pourcentages des entreprises interrogées ayant eu recours à un instrument de financement au cours des douze mois précédant l'enquête)

	Entreprises débutantes ⁽¹⁾	Entreprises non débutantes	
		Micro-entreprises ⁽²⁾	PME ⁽³⁾
Aucun	34,0	63,9	49,0
Financement interne	9,3	16,5	24,2
Capital social			
Apports en capital d'associés existants	35,1	8,1	5,2
<i>Business angels</i>	4,1	0,0	0,4
Capital à risque	1,0	0,0	0,2
<i>Crowdfunding</i>	0,0	0,0	0,2
Dettes			
Prêts d'amis ou de la famille	18,6	7,4	3,7
Avances d'associés	5,2	7,7	6,1
Financement intra-groupe	1,0	0,4	10,4
Leasing	7,2	2,1	14,4
Emprunts subordonnés	8,2	1,1	1,7
Crédits commerciaux			
Crédits fournisseurs	8,2	4,6	5,2
Affacturage	0,0	0,0	3,3
Autres	4,1	0,7	1,8
<i>p.m. Pourcentages d'entreprises ayant obtenu un crédit bancaire</i>	<i>23,1</i>	<i>27,0</i>	<i>48,9</i>

Sources: SPF Économie, PME, Classes moyennes et Énergie (enquête sur le financement des PME en 2014, conduite par l'Observatoire des PME) et calculs propres.

(1) Entreprises actives depuis moins de quatre ans.

(2) Entreprises occupant moins de dix employés et réalisant un chiffre d'affaires de moins de deux millions d'euros.

(3) Entreprises occupant plus de dix employés ou réalisant un chiffre d'affaires de deux millions d'euros ou plus.

ont obtenu des fonds sous la forme de capital à risque, tandis que l'usage du *crowdfunding* est encore anecdotique. Dans l'ensemble, les données de cette enquête confirment donc elles aussi que les PME belges se tournent plus fréquemment vers les crédits non bancaires que vers les apports en capital.

En résumé, au vu des statistiques et des résultats économétriques présentés plus haut, le recours des entreprises autonomes aux instruments de financement non bancaires s'avère relativement marginal. Cela peut en grande partie s'expliquer par des facteurs de demande. D'une part, les crédits bancaires répondent certainement aux besoins de bon nombre d'entreprises, qu'il s'agisse de les renflouer en liquidités ou d'accroître leur capacité de production par le biais d'investissements en capital fixe. D'autre part, les financements bancaires permettent aussi aux entrepreneurs de conserver le contrôle sur leur société. Cet aspect est certainement pertinent en Belgique, où le tissu économique se caractérise par la présence de nombreuses petites firmes, souvent

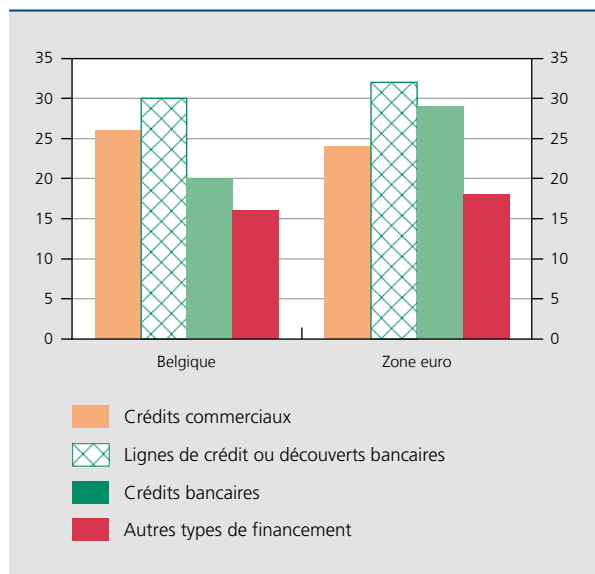
familiales et dont une très large majorité occupe moins de dix employés.

3. Offre de financements en Belgique

Au-delà des aspects liés à la demande évoqués dans la partie précédente, d'autres éléments, qui tiennent à des facteurs d'offre, pourraient contribuer à expliquer le faible degré d'utilisation des financements non bancaires par les entreprises belges. En particulier, deux d'entre eux pourraient éventuellement limiter l'offre de ce type de financements au sein de l'économie. D'une part, il pourrait s'agir d'une aversion pour le risque plus élevée de la part des secteurs institutionnels les plus susceptibles de les octroyer, comme les ménages et les sociétés financières spécialisées. D'autre part, il y a le fait que la disponibilité des capitaux ou des crédits que les entreprises peuvent obtenir auprès d'autres acteurs que les banques est tributaire du volume d'épargne que ces derniers parviennent à canaliser. Dès lors, si l'épargne

GRAPHIQUE 6 PART DES ENTREPRISES⁽¹⁾ AYANT RENCONTRÉ DES OBSTACLES DANS L'ACCÈS AUX DIFFÉRENTS TYPES DE FINANCEMENT

(pourcentages des répondants, moyennes des vagues 2010-2015)



Source : Enquête SAFE.

(1) Entreprises n'ayant pas sollicité par peur d'essayer un refus, ayant sollicité mais n'ayant reçu qu'une partie limitée du montant demandé, ayant renoncé en raison des coûts trop élevés, ou dont la demande a été refusée.

des ménages transite essentiellement par le canal bancaire, cela peut naturellement affecter l'offre émanant des autres sources de financement. Ces deux hypothèses sont examinées ci-après.

Les données tirées d'enquêtes tendent à invalider la première d'entre elles. Selon les résultats de l'enquête SAFE reproduits au graphique 6, seules 16 % des PME belges intéressées par un financement autre qu'un crédit bancaire ou commercial ont signalé s'être heurtées à un refus total ou partiel ou ne pas avoir sollicité celui-ci par crainte d'essayer un refus. Comparable à la moyenne des autres pays de la zone euro, ce pourcentage suggère que les PME ont plus aisément accès aux financements alternatifs qu'aux crédits bancaires à court et à long termes. Cette relative facilité d'accès s'explique peut-être par le fait qu'une partie des fonds concernés portent sur des prêts accordés aux entrepreneurs par certains de leurs proches (cf. supra).

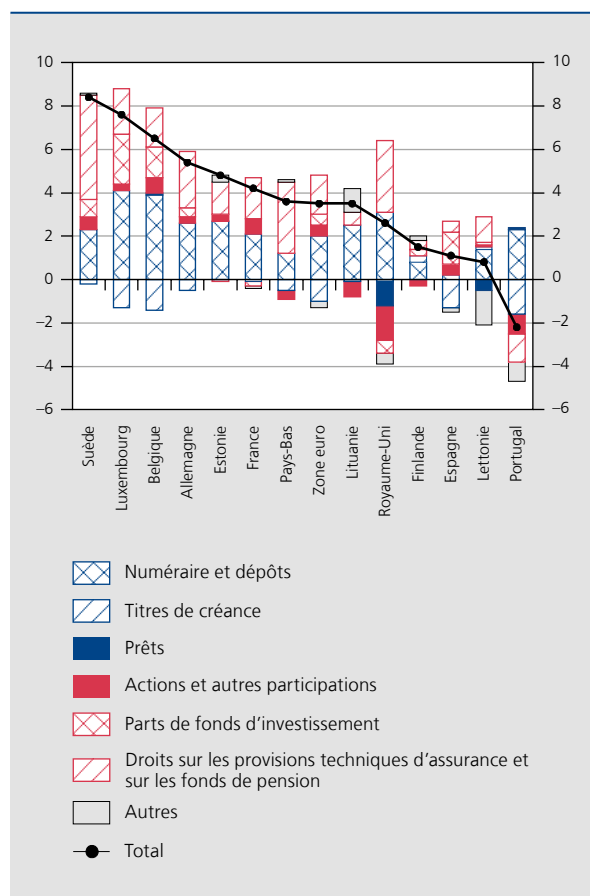
S'agissant de la deuxième hypothèse, la prépondérance du recours aux crédits bancaires, notamment par rapport aux instruments de marché, peut effectivement en partie être attribuée au fait que les institutions de crédit recueillent une très grande partie de l'épargne des ménages belges. Comme le montre le graphique 7, ces derniers dégagent globalement un volume d'épargne, exprimé en

pourcentage du PIB, plus important que dans la plupart des autres pays de l'Union européenne. Ils se singularisent toutefois par la forte proportion de leur épargne qui est déposée sur des comptes bancaires, qui contraste avec ce qu'on observe dans beaucoup d'autres pays européens. Au sein de ces derniers, une plus large part de l'épargne des ménages est placée dans des fonds d'investissement ou dans des fonds de pension.

L'ampleur des fonds ainsi introduits dans le circuit bancaire se reflète naturellement dans le volume des prêts octroyés aux entreprises résidentes par les institutions de crédit. En effet, abstraction faite des prises de participations croisées et des prêts interentreprises, ainsi que des autres engagements contractés avec des non-résidents, les crédits bancaires ont été le principal vecteur de financement des sociétés non financières, après les apports en capital des ménages, au cours des cinq dernières années, comme l'illustre le graphique 8. Les injections de capitaux propres auxquelles ont procédé les fondateurs des entreprises

GRAPHIQUE 7 ACQUISITIONS NETTES D'ACTIFS FINANCIERS PAR LES MÉNAGES

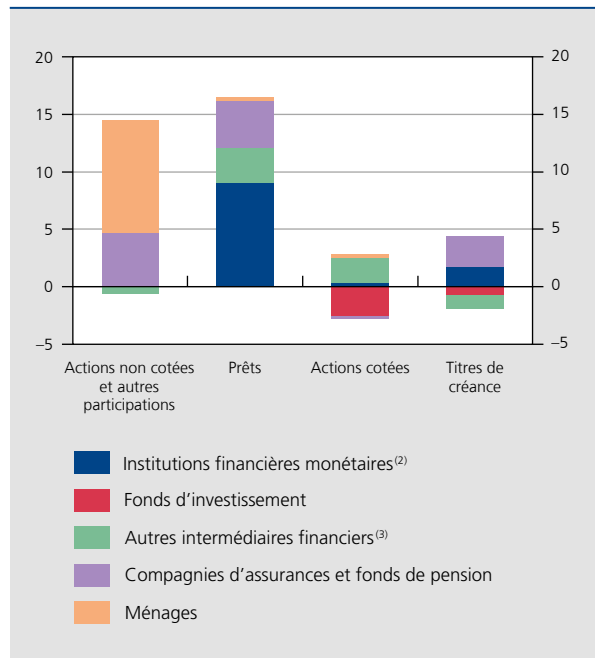
(cumul des transactions de 2011 à 2015, en pourcentage du PIB)



Source : CE.

GRAPHIQUE 8 NOUVEAUX ENGAGEMENTS FINANCIERS CONTRACTÉS PAR LES SOCIÉTÉS NON FINANCIÈRES BELGES AUPRÈS DES AUTRES SECTEURS PRIVÉS INTÉRIEURS⁽¹⁾

(transactions nettes sur la période 2011-2015, milliards d'euros)



Source : BNB (comptes financiers).

- (1) Les données figurant dans ce graphique excluent les transactions entre sociétés non financières et les fonds provenant des institutions financières captives, des prêteurs non institutionnels, des administrations publiques et du reste du monde.
 (2) Y compris les sociétés-écrans effectuant des opérations de titrisation.
 (3) Les « autres intermédiaires financiers » comprennent notamment les sociétés de bourse, les sociétés financières spécialisées (sicafis, pricafis, sociétés de *private equity* et de *venture capital*), les institutions financières (autres que bancaires) accordant des prêts, ainsi que diverses sociétés d'investissement.

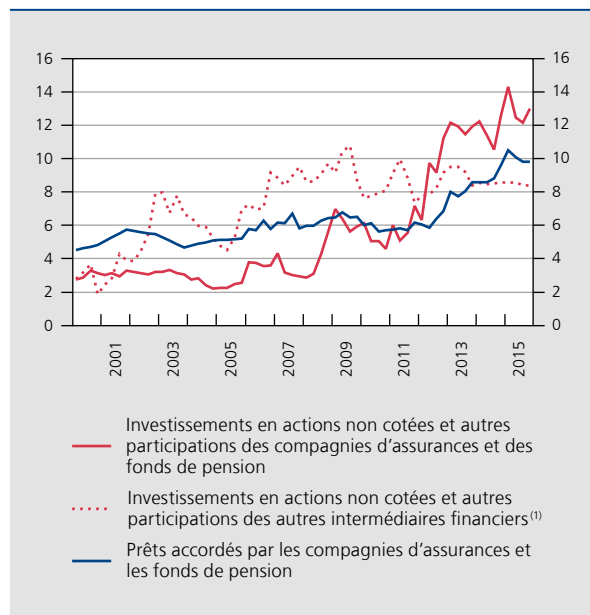
constituent bien entendu leur première source de financement au moment de leur création. Les montants des prêts des ménages aux entreprises, qu'ils proviennent des associés eux-mêmes ou d'autres particuliers, par exemple au travers du dispositif des *winwinleningen* (les prêts « *win-win* ») mis en place en Région flamande, sont quant à eux beaucoup plus restreints.

Les financements récoltés par les entreprises belges au moyen d'instruments de marché, à savoir les actions cotées et les titres de créance, ont eux aussi été assez limités au cours des cinq dernières années, notamment parce que des fonds d'investissement belges ont réduit une partie de leurs placements dans des sociétés résidentes.

En revanche, l'implication grandissante des compagnies d'assurances et des fonds de pension dans le financement des entreprises belges mérite d'être soulignée. Amorcée en 2011, cette évolution (représentée au graphique 9) est vraisemblablement liée à une réallocation d'une partie de

GRAPHIQUE 9 ENGAGEMENTS DES SOCIÉTÉS NON FINANCIÈRES VIS-À-VIS D'INSTITUTIONS FINANCIÈRES NON BANCAIRES

(encours en milliards d'euros)



Source : BNB (comptes financiers).

- (1) Les « autres intermédiaires financiers » comprennent notamment les sociétés de bourse, les sociétés financières spécialisées (sicafis, pricafis, sociétés de *private equity* et de *venture capital*), les institutions financières (autres que bancaires) accordant des prêts, ainsi que diverses sociétés d'investissement.

leurs actifs à la suite de la forte baisse des taux d'intérêt, qui a par ailleurs sensiblement affecté les rendements de leurs placements traditionnels en bons d'État ou en obligations d'entreprise. Dans ce contexte, les compagnies d'assurances ont accru leurs investissements sous la forme d'actions ou de participations dans des sociétés non financières, de même que leurs prêts à ces dernières. Elles ont ainsi contribué à la progression totale des prêts non bancaires octroyés aux entreprises belges. Bien que demeurant marginale en comparaison de l'encours des crédits bancaires, l'implication toujours plus vive des compagnies d'assurances dans le financement de l'économie réelle contraste avec la stagnation des investissements en actions et des autres participations des autres intermédiaires financiers, comme les sociétés de *private equity* et de *venture capital* et d'autres types de sociétés d'investissement, telles que les pricafis⁽¹⁾.

- (1) Les pricafis sont des organismes de placement collectif destinés à canaliser l'épargne des particuliers vers des investissements dans des sociétés non cotées.

4. Conclusion

De manière générale, les sociétés non financières se financent le plus souvent sur la base des ressources qu'elles parviennent à générer elles-mêmes grâce à leur excédent d'exploitation. Outre aux coûts liés au financement externe, qui sont plus élevés, entre autres, pour des raisons d'asymétrie informationnelle, cette préférence est vraisemblablement attribuable à la volonté des fondateurs des entreprises d'en conserver le contrôle. Si des fonds supplémentaires leur sont nécessaires, par exemple en cas de pénurie de liquidités ou lorsqu'elles sont amenées à réaliser d'importants investissements, les firmes peuvent faire appel à différentes sources de financement externes.

Les instruments auxquels elles ont effectivement recours dépendent non seulement de leurs coûts respectifs, déterminés par les conditions de marché, mais également de la nature de leurs besoins et de leurs caractéristiques propres. En particulier, les entreprises liées à un groupe, qu'il s'agisse de maisons mères ou de leurs filiales, disposent de quelques facilités. Certaines d'entre elles bénéficient notamment d'un accès à des réserves de liquidités communes à leur groupe, qui peuvent les aider à subvenir à leurs besoins en fonds de roulement. Le cas échéant, des injections de capitaux peuvent également être réalisées au travers de participations croisées, de manière à leur permettre de financer leurs activités sur le long terme.

La plupart des entreprises belges ne font toutefois pas partie d'un groupe et ne disposent donc pas de telles facilités de financement. Elles se tournent dès lors le plus souvent vers

le crédit bancaire lorsque leurs ressources internes ne leur permettent plus de couvrir leurs besoins en fonds de roulement ou de réaliser des investissements en capital fixe. Le crédit bancaire apparaît ainsi comme un élément essentiel au développement des capacités de production des entreprises et, partant, à l'élargissement du potentiel de croissance de l'économie. Son rôle dans le financement des immobilisations incorporelles reste cependant plus limité.

Les résultats empiriques présentés dans cet article suggèrent par ailleurs que les entreprises innovantes peuvent manifester un certain intérêt pour les crédits non bancaires, tels les emprunts subordonnés accordés par des particuliers ou par des sociétés financières spécialisées. Le financement de ces entreprises, souvent jeunes et non liées à un groupe, n'est toutefois pas dénué de risques. C'est vraisemblablement pour cette raison que beaucoup d'entrepreneurs sont tributaires des fonds que leur prêtent certains de leurs proches.

Le financement bancaire est par ailleurs fortement soutenu par la structure de l'épargne des ménages belges. Ces dernières années, la majeure partie de celle-ci a abouti sur des dépôts à vue et sur des comptes d'épargne, c'est-à-dire au passif du bilan des institutions financières monétaires. De ce fait, ce sont principalement ces dernières qui canalisent les moyens de financement générés par l'épargne des Belges vers des investissements productifs. Cela peut tendre à favoriser l'allocation des ressources vers des projets relativement sûrs, mais peut-être moins innovants, les banques prenant en compte le facteur de risque dans leur politique de prêts.

Annexe: Analyse économétrique des facteurs influençant les modes de financement des entreprises en Belgique

Modèle économétrique

Les effets des caractéristiques des entreprises belges sur l'usage qu'elles font des différents modes de financement ont été mesurés à l'aide d'un modèle « logit multinomial ». Il s'agit d'un modèle à choix discret qui comporte plusieurs équations, chacune d'entre elles ayant pour variable dépendante la probabilité qu'un individu ou, en l'occurrence, une entreprise opte pour un des choix qui lui sont offerts. Comme dans chaque modèle économétrique, cette variable dépendante peut être influencée par plusieurs variables explicatives, qui sont identiques pour chaque équation.

Dans le cas présent, il est implicitement supposé que les bénéfices qu'une entreprise i retire de l'utilisation d'un mode de financement j au cours d'une année t sont déterminés par une fonction linéaire de ses propres caractéristiques, regroupées dans un vecteur $X_{i,t} = [1, x_{i,t}^{(1)}, x_{i,t}^{(2)}, \dots, x_{i,t}^{(l)}, \dots, x_{i,t}^{(L)}]$, et par l'environnement macrofinancier au sein duquel elle évolue. Ce dernier est approché par une série de variables binaires (notées D_t) qui peuvent absorber, entre autres, les effets conjoncturels et les variations des coûts de financement. Moyennant ces hypothèses, les bénéfices liés au choix du mode de financement j peuvent être définis par l'équation :

$$\Pi_{i,j,t} = \beta_j' X_{i,t} + \gamma_j' D_t + \varepsilon_{i,j,t}$$

où $j = \{0, 1, \dots, J\}$ est l'un des J modes de financement considérés, $j = 0$ correspondant à l'absence du recours à de nouveaux financements au cours d'une année donnée. Le bénéfice que l'entreprise peut retirer d'un mode de financement en particulier ne s'entend pas au sens purement financier du terme. Il peut aussi englober d'autres aspects, tels ceux liés au maintien du contrôle des associés sur l'entreprise (qui peut être conservé avec un emprunt bancaire ou être en partie altéré par des apports en capital provenant de tiers), ou encore à la réponse qu'un instrument de financement peut apporter à certains besoins spécifiques.

On suppose également qu'une entreprise privilégie le mode de financement j par rapport au mode de financement k dès lors que le bénéfice qu'elle retire de la première de ces options est supérieur à celui de la deuxième, c'est-à-dire si $\Pi_{i,j,t} > \Pi_{i,k,t}$. La probabilité que l'entreprise i choisisse le mode de financement j est donc :

$$Prob(Y_{i,t} = j) = Prob(\Pi_{i,j,t} > \Pi_{i,k,t})$$

En supposant que les termes d'erreur ($\varepsilon_{(i,j,t)}$) suivent une distribution de Weibull et en normalisant les coefficients qui se rapportent à l'absence de financement à 0 ($\beta_0 = 0$), cette probabilité peut être formulée comme :

$$Prob(Y_{i,t} = j) = \frac{e^{\beta_j' X_{i,t} + \gamma_j' D_t}}{1 + \sum_{k=1}^J e^{\beta_k' X_{i,t} + \gamma_k' D_t}}$$

Spécifié de la sorte, le modèle, qui comporte en tout J équations, peut être estimé en recourant à la méthode du maximum de vraisemblance.

Les coefficients de ce modèle ne s'interprètent pas comme des élasticités, comme c'est notamment le cas d'un modèle linéaire standard estimé par la méthode des moindres carrés. Ils n'ont d'ailleurs aucune interprétation économique si on les considère de manière individuelle. En revanche, la comparaison des coefficients qui se rapportent à la même variable dans des équations différentes permet de déterminer dans quel sens la variable en question oriente le choix d'une entreprise vers tel ou tel mode de financement. Cela peut être démontré en revenant sur le modèle décrit ci-dessus, qui implique que :

$$\frac{Prob(Y_{i,t} = j)}{Prob(Y_{i,t} = k)} = e^{(\beta_j - \beta_k)' X_{i,t} + (\gamma_j - \gamma_k)' D_t} = e^{\sum_{l=1}^L (\beta_j^{(l)} - \beta_k^{(l)}) x_{i,t}^{(l)} + (\gamma_j - \gamma_k)}$$

ce qui, converti en logarithmes, donne:

$$\ln \left[\frac{\text{Prob}(Y_{i,t} = j)}{\text{Prob}(Y_{i,t} = k)} \right] = (\beta'_j - \beta'_k) X_{i,t} + (\gamma'_j - \gamma'_k) D_t = \sum_{l=1}^L (\beta_j^{(l)} - \beta_k^{(l)}) x_{i,t}^{(l)} + (\gamma_j^{(l)} - \gamma_k^{(l)})$$

Cette équation montre que le ratio de la probabilité du choix j par rapport à celle du choix k est une fonction positive de la différence entre les coefficients $\beta_j^{(l)}$ et $\beta_k^{(l)}$. Dès lors, une variable $x_{i,t}^{(l)}$ fera en sorte que l'entreprise orientera davantage son choix vers le mode de financement j plutôt que vers le mode de financement k si $\beta_j^{(l)} > \beta_k^{(l)}$.

Une autre façon d'évaluer l'impact des différentes variables du modèle sur l'orientation des choix de financement des entreprises consiste à calculer des ratios de risque relatif. Un ratio de risque relatif, qui mesure l'effet d'une augmentation d'une unité d'une variable en particulier sur la probabilité relative du choix j par rapport au choix k , est défini comme suit:

$$e^{(\beta_j^{(l)} - \beta_k^{(l)})} = \frac{e^{\beta_j^{(l)}}}{e^{\beta_k^{(l)}}}$$

Ce ratio signifie que, toutes autres choses étant égales par ailleurs, une entreprise aurait en moyenne $e^{\beta_j^{(l)}} / e^{\beta_k^{(l)}}$ fois plus de chances d'opter pour j plutôt que pour k si la variable $x_{i,t}^{(l)}$ augmentait d'une unité. Si les probabilités sont exprimées par rapport au choix de référence, en l'occurrence par rapport à la probabilité que l'entreprise ne se finance pas, le dénominateur est ramené à 1 (puisque $\beta_0^{(l)} = 0$), et le ratio de risque relatif est donc simplement $e^{\beta_j^{(l)}}$.

Définition des variables

La variable dépendante du modèle ne pouvant prendre qu'une valeur unique par observation, elle est définie sur la base du principal mode de financement auquel recourt chaque entreprise durant une même année. Cela signifie que si une entreprise utilise plusieurs modes de financement au cours d'un même exercice comptable, le mode de financement retenu pour définir la valeur prise par la variable dépendante du modèle ($Y_{i,t}$) est celui qui correspond au montant le plus élevé. Les montants liés à chaque mode de financement sont quant à eux déterminés en calculant les premières différences des valeurs des rubriques correspondantes du passif des bilans relatifs à deux exercices comptables successifs.

La variable dépendante incorpore en tout sept options différentes, à savoir le financement interne (qui correspond à la réaffectation des bénéfices des entreprises aux fonds propres, soit aux réserves, soit aux bénéfices reportés), les dettes commerciales, les crédits bancaires à court terme, les crédits bancaires à long terme⁽¹⁾, les crédits non bancaires⁽²⁾ (qui regroupent notamment les emprunts obligataires et subordonnés, les avances des associés et celles éventuellement reçues d'autres personnes), les apports en capital et, enfin, l'absence de financement, qui constitue en quelque sorte le choix par défaut ($j=0$). On considère qu'une entreprise ne se finance pas au cours d'une année donnée lorsque les rubriques du passif du bilan correspondant aux modes de financement précités n'augmentent pas par rapport à l'année précédente.

La liste des variables explicatives incluses dans le modèle est reprise dans le tableau A.1 ci-après. Les variables ont été sélectionnées de façon à pouvoir approcher au mieux les différents facteurs susceptibles d'influencer le choix des entreprises en matière de financement parmi ceux énumérés dans la deuxième partie du présent article. Dès lors, on retrouve, parmi ces variables, l'âge de l'entreprise, c'est-à-dire le nombre d'années écoulées depuis le début de ses activités, sa taille, mesurée par le nombre d'employés exprimé en équivalents temps plein, et sa croissance, approchée par celle du nombre de ses employés. Sa rentabilité est déterminée sur la base de la rentabilité nette des capitaux propres, tandis que le ratio de liquidité au sens strict et le rapport entre les capitaux propres et le total du bilan sont utilisés pour tenir compte de sa santé financière. L'intensité en capital, mesurée sur la base du rapport entre les immobilisations corporelles et le total des actifs, reflète, d'une part, un besoin de financement à long terme et, d'autre part, la disponibilité d'actifs qui pourraient, le cas échéant, servir de garantie lors de la négociation d'un emprunt. L'existence d'éventuelles garanties publiques sur les dettes existantes peut également faciliter l'obtention

(1) Les crédits bancaires à long terme englobent également les dettes de location-financement qui, dans les comptes annuels établis sur la base du schéma abrégé, ne sont pas dissociables des dettes contractées avec les établissements de crédit.

(2) Les crédits non bancaires à court et à long termes ont été regroupés en une seule catégorie. Trop peu d'entreprises autonomes utilisent les crédits non bancaires à court terme pour qu'il soit possible d'estimer une équation séparée pour cet instrument de financement dans le modèle « logit multinomial ».

d'un crédit, et elle est donc aussi prise en compte au moyen d'une variable binaire. Deux autres variables binaires sont incluses dans la spécification du modèle: la première pour signaler des investissements en capital fixe au cours d'une année, qu'on identifie par une augmentation des immobilisations corporelles, et la seconde pour indiquer si l'entreprise a investi dans son capital de connaissances. Ce dernier est défini par les immobilisations incorporelles, qui comprennent notamment la capitalisation des dépenses en recherche et en développement, les brevets et les logiciels acquis par l'entreprise, ainsi que le goodwill. Hormis les binaires relatives aux investissements en capital fixe et en capital de connaissances et à l'âge de l'entreprise, les variables explicatives sont retardées d'une période afin de prévenir d'éventuels problèmes d'endogénéité.

TABLEAU A.1 VARIABLES EXPLICATIVES PRISES EN COMPTE DANS LE MODÈLE « LOGIT MULTINOMIAL »

Variable explicative	Définition	Incluse avec un retard
Âge	Nombre d'années écoulées depuis le début des activités de l'entreprise	Non
Taille	Logarithme du nombre d'employés en équivalents temps plein majoré d'une unité	Oui
Croissance	Différence logarithmique du nombre d'employés en équivalents temps plein par rapport à l'année précédente	Oui
Rentabilité	Rentabilité nette des capitaux propres après impôts (bénéfices de l'exercice divisés par les capitaux propres)	Oui
Liquidité	Liquidité au sens strict (somme des créances à un an au plus, des placements de trésorerie et des valeurs disponibles, divisée par les dettes à un an au plus)	Oui
Solvabilité	Rapport entre les capitaux propres et le total du bilan	Oui
Stock de capital fixe	Rapport entre les immobilisations corporelles et le total du bilan	Oui
Garanties publiques	Variable binaire indiquant si une partie des dettes de l'entreprise bénéficie d'une garantie des pouvoirs publics belges	Oui
Investissements en capital fixe	Variable binaire indiquant si l'entreprise a investi dans des immobilisations corporelles	Non
Investissements en capital de connaissances	Variable binaire indiquant si l'entreprise a investi dans des immobilisations incorporelles	Non

Source : BNB.

Échantillon et résultats des estimations

Les paramètres du modèle ont été estimés séparément pour les trois catégories d'entreprises considérées dans le cadre de cet article, à savoir les maisons mères, les filiales et les entreprises autonomes. Afin de pouvoir inclure les variables relatives à la taille et à la croissance des entreprises, qui sont toutes deux approchées sur la base du nombre d'employés exprimé en équivalents temps plein, les régressions ont été effectuées sur un échantillon constant d'entreprises ayant occupé au moins un employé au cours de la période examinée, soit 2005-2014. Cette restriction exclut dès lors les entreprises n'ayant pas eu d'activité économique significative au cours de cette période, de même que celles qui n'ont eu qu'une existence éphémère. Par ailleurs, le calcul de la croissance de l'emploi et le retard imposé à cette même variable donnent lieu à une perte de deux années par rapport à la période initialement couverte par les données, limitant ainsi la période d'estimation à 2007-2014. Enfin, comme cela est aussi le cas pour les statistiques décrites dans l'article, les entreprises qui ne sont pas comprises dans la définition usuelle du secteur des sociétés non financières, notamment celles actives dans les services financiers, l'administration publique et l'enseignement, ne sont pas prises en compte dans la population étudiée.

Au final, l'échantillon des maisons mères sélectionné sur la base de ces critères comprend 5 503 entreprises, celui des filiales 19 345 et celui des entreprises autonomes 74 283. Les paramètres estimés pour les trois modèles, correspondant chacun à une de ces catégories d'entreprises, sont repris au tableau A.2. Ces paramètres sont exprimés sous la forme de ratios de risque relatif par rapport à la probabilité de non-financement.

TABLEAU A.2 RÉSULTATS DES ESTIMATIONS DU MODÈLE « LOGIT MULTINOMIAL » POUR CHAQUE CATÉGORIE D'ENTREPRISES

(estimations par maximum de vraisemblance pour la période 2007-2014; ratios de risque relatif par rapport à l'absence de financement)

	Financement interne	Dette commerciale	Crédit bancaire à court terme	Crédit bancaire à long terme	Crédit non bancaire	Apport en capital
Variable dépendante: modes de financement utilisés par les maisons mères						
Constante	7,461***	2,562***	0,729***	0,605***	0,373***	0,283***
Âge	0,993***	0,991***	0,998	0,988***	0,997	0,986***
Taille	1,044***	1,174***	1,194***	1,022	1,247***	1,179***
Croissance	1,358***	1,293***	1,275***	1,424***	1,081	1,432***
Rentabilité	0,999	1,001	1,001	0,999	1,077***	0,996
Liquidité	1,000	1,000	0,994***	0,987***	0,990***	1,000
Solvabilité	1,000	1,000	1,000	1,002	0,993***	1,006
Stock de capital fixe	1,210**	1,121	2,354***	5,276***	2,034***	1,685***
Garanties publiques	0,969	0,946	1,036	1,292	0,956	1,331
Investissements en capital fixe	1,941***	2,206***	2,279***	11,23***	3,197***	3,026***
Investissements en capital de connaissances	1,169*	1,551***	1,477***	1,763***	1,659***	1,809***
Variables binaires						
2008	0,752***	0,796**	0,866	0,798***	0,870	0,787*
2009	0,639***	0,690***	0,757***	0,683***	0,799**	0,660***
2010	0,663***	0,831**	0,798**	0,629***	0,785**	0,696**
2011	0,65***	0,879	0,763***	0,645***	0,728***	0,772*
2012	0,718***	0,806**	0,807**	0,712***	0,745**	0,726**
2013	0,571***	0,742***	0,729***	0,629***	0,742***	2,451***
2014	0,621***	0,720***	0,684***	0,612***	0,844	2,509***
Nombre d'observations: 43 976						
Pseudo-R ² : 0,0434						
Variable dépendante: modes de financement utilisés par les filiales						
Constante	5,162***	3,035***	0,615***	0,316***	0,180***	0,154***
Âge	0,998***	0,995***	1,000	0,995***	0,996***	0,989***
Taille	1,087***	1,114***	1,159***	1,057***	1,350***	1,310***
Croissance	1,321***	1,432***	1,467***	1,471***	1,134**	1,424***
Rentabilité	1,037***	1,037***	0,999	1,018	1,001	0,998*
Liquidité	1,000	1,000	0,972***	1,000	1,000	1,000
Solvabilité	1,000	1,000	1,003	1,008	1,000	1,000
Stock de capital fixe	1,343***	1,161***	1,835***	6,391***	3,611***	1,753***
Garanties publiques	1,353***	1,568***	2,068***	2,057***	1,422**	2,156***
Investissements en capital fixe	1,827***	2,302***	2,032***	12,34***	3,125***	2,660***
Investissements en capital de connaissances	1,112***	1,421***	1,706***	1,630***	1,835***	2,529***
Variables binaires						
2008	0,770***	0,716***	0,947	0,811***	0,855**	0,686***
2009	0,557***	0,505***	0,648***	0,605***	0,643***	0,581***
2010	0,669***	0,797***	0,800***	0,663***	0,690***	0,668***
2011	0,627***	0,753***	0,787***	0,659***	0,746***	0,622***
2012	0,550***	0,588***	0,708***	0,593***	0,671***	0,576***
2013	0,531***	0,601***	0,668***	0,603***	0,609***	0,813***
2014	0,570***	0,625***	0,684***	0,611***	0,655***	0,719***
Nombre d'observations: 154 465						
Pseudo-R ² : 0,0367						

Source: BNB.

(1) Note: les signes « * », « ** » et « *** » indiquent des niveaux de significativité de, respectivement, 10, 5 et 1 %.

TABLEAU A.2 RÉSULTATS DES ESTIMATIONS DU MODÈLE « LOGIT MULTINOMIAL » POUR CHAQUE CATÉGORIE D'ENTREPRISES (suite)
(estimations par maximum de vraisemblance pour la période 2007-2014; ratios de risque relatif par rapport à l'absence de financement)

	Financement interne	Dette commerciale	Crédit bancaire à court terme	Crédit bancaire à long terme	Crédit non bancaire	Apport en capital
Variable dépendante: modes de financement utilisés par les entreprises autonomes						
Constante	4,269***	2,018***	0,521***	0,262***	0,129***	0,088***
Âge	0,991***	0,989***	0,994***	0,986***	0,988***	0,986***
Taille	1,247***	1,368***	1,429***	1,403***	1,382***	1,425***
Croissance	1,311***	1,330***	1,189***	1,422***	1,317***	1,320***
Rentabilité	1,003***	1,000	1,000	1,003***	1,000	1,000
Liquidité	1,000	1,000	0,974***	1,000*	1,000	1,000
Solvabilité	1,000***	1,000	1,000	1,000*	1,000	1,001
Stock de capital fixe	1,277***	1,190***	1,685***	4,027***	3,835***	1,331***
Garanties publiques	1,194***	1,151***	1,478***	1,356***	1,161**	1,173*
Investissements en capital fixe	2,215***	2,563***	1,923***	20,64***	7,166***	3,365***
Investissements en capital de connaissances	1,194***	1,540***	1,635***	1,818***	1,988***	1,786***
Variables binaires						
2008	0,834***	0,885***	1,014	0,893***	0,910***	0,792***
2009	0,708***	0,750***	0,879***	0,720***	0,738***	0,711***
2010	0,757***	0,907***	0,893***	0,761***	0,799***	0,689***
2011	0,715***	0,933***	0,837***	0,740***	0,738***	0,709***
2012	0,725***	0,758***	0,839***	0,666***	0,681***	0,575***
2013	0,589***	0,743***	0,760***	0,595***	0,626***	5,286***
2014	0,709***	0,756***	0,744***	0,640***	0,678***	4,650***

Nombre d'observations: 592 723

Pseudo-R²: 0,0584

Source: BNB.

(1) Note: les signes «*», «**» et «***» indiquent des niveaux de significativité de, respectivement, 10, 5 et 1%.

Bibliographie

Berger A.N. et G.F. Udell (1998), «The Economics of Small Business Finance: The Roles of Private Equity and Debt Markets in Financial Growth Cycle», *Journal of Banking & Finance*, 22, 613-673.

Burggraeve K., Ph. Jeanfils, K. Van Cauter et L. Van Meensel (2008), «Impact macroéconomique et budgétaire de la déduction fiscale pour capital à risque», BNB, *Revue économique*, septembre, 7-49.

Chavis L.W., L.F. Klapper et I. Love (2011), «The impact of the business environment on young firm financing», *The World Bank Economic Review*, 25 (3), 486-507.

Cosh A., D. Comins et A. Hughes (2009), «Outside Entrepreneurial Capital», *The Economic Journal*, 119, 1494-1533.

Degryse H., P. de Goeij et P. Kappert (2012), «The impact of firm and industry characteristics on small firms' capital structure», *Small Business Economics*, 38 (4), 431-447.

Domenichelli O. (2008), «The pecking order theory in the context of small and medium-sized enterprises: a note», *Rivista piccolo impresa/Small business*, 2, 61-71.

Ferrando A. et N. Griesshaber (2011), *Financing obstacles among euro area firms: Who suffers the most?*, ECB, Working Paper 1293.

Jensen M.C. et W.H. Meckling (1976), «Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure», *Journal of Financial Management*, 3 (4), 323-329.

López-Gracia J. et C. Aybar-Arias (2000), «An Empirical Approach to the Financial Behaviour of Small and Medium Sized Companies», *Small Business Economics*, 14 (1), 55-63.

Mac an Bhaird C. et B. Lucey (2010), «Determinants of capital structure in Irish SMEs», *Small Business Economics*, 35 (3), 357-375.

Myers S.C. (1984), «The Capital Structure Puzzle», *Journal of Finance*, 39 (3), 575-592.

Myers S.C. et N.S. Majluf (1984), «Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have», *Journal of Financial Economics*, 13, 187-221.

Ross S.A. (1977), «The Determination of Financial Structure: The Incentive-Signalling Approach», *The Bell Journal of Economics*, 8, 23-40.

Sánchez-Vidal J. et J.F. Martín-Ugedo (2005), «Financing Preferences of Spanish Firms: Evidence on the Pecking Order Theory», *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 25, 341-355.

Watson R. et N. Wilson (2002), «Small and Medium Size Enterprise Financing: A Note on Some of the Empirical Implications of a Pecking Order», *Journal of Business Finance & Accounting*, 29 (3/4), 557-578.

Le bilan social 2014

P. Heuse

Introduction

À l'exception des ASBL, des fondations et des autres personnes de droit privé occupant moins de 20 travailleurs équivalents temps plein (ETP), toutes les entreprises employant du personnel et exerçant une activité en Belgique sont tenues de remplir un bilan social. Les informations contenues dans ce document permettent d'analyser la composition des effectifs des entreprises qui le complètent, de mesurer le volume des heures ouvrées et le montant des frais de personnel, de même que l'ampleur des mouvements de travailleurs en cours d'année. Le bilan social est aussi une source statistique privilégiée en ce qui concerne les efforts que les entreprises réalisent chaque année en faveur de la formation de leurs travailleurs.

La première partie de cet article est consacrée à l'évolution (de la composition) du volume de travail entre 2000 et 2014. Pour la première fois depuis que les résultats des bilans sociaux font l'objet d'une publication annuelle dans la Revue économique, l'analyse porte sur l'ensemble des bilans sociaux déposés – soit 85 572 pour l'année 2014⁽¹⁾ –, ce qui permet de situer les résultats relatifs à cet exercice dans leur contexte historique, même si des ruptures de série sont survenues au cours de la période sous revue.

La deuxième partie porte sur l'écart salarial entre les hommes et les femmes. Cet écart est devenu mesurable pour les firmes déposant un schéma complet à la suite de l'introduction, dans le bilan social, d'une ventilation par genre des effectifs, des heures ouvrées et des frais de personnel pour les exercices débutant à partir du 1^{er} janvier 2012. Les résultats sont à présent disponibles

depuis trois ans, ce qui a permis de mesurer l'évolution de l'écart salarial. L'étude se base sur une population d'un peu moins de 2 000 firmes, alors que quelque 13 500 schémas complets ont été déposés pour l'exercice 2014. Certaines ventilations par genre sont en effet manquantes car le cadre légal permet aux entreprises, dans une optique de protection de la vie privée, de ne pas remplir ces rubriques lorsque celles-ci concernent trois travailleurs ou moins. D'autres sont inexploitablement parce que la qualité du reporting laisse à désirer. Les conséquences en sont déplorables en matière d'analyse tant économique – la représentativité des résultats est très réduite – que politique – on passe à côté de l'objectif de la loi, qui était, notamment, de permettre une comparaison des profils sociaux des déposants.

La troisième et dernière partie aborde brièvement les conséquences, au niveau du bilan social, de la loi du 18 décembre 2015, qui transpose en droit belge la directive 2013/34/UE du Parlement européen et du Conseil relative aux états financiers annuels, aux états financiers consolidés et aux rapports y afférents de certaines formes d'entreprises.

L'article comporte par ailleurs une annexe méthodologique, qui explique le mode de constitution des populations d'analyse, ainsi qu'une série de tableaux faisant apparaître les évolutions historiques des variables et ratios les plus intéressants calculés au départ des bilans sociaux.

1. Volume de travail : principales évolutions survenues entre 2000 et 2014 sur la base des bilans sociaux

Le bilan social permet d'appréhender le volume de travail de différentes manières.

(1) La population d'analyse reprend les bilans sociaux répondant aux critères de qualité définis à l'annexe 1.

Le tableau relatif à l'état des personnes occupées⁽¹⁾ au cours de l'exercice comprend deux rubriques qui mesurent le volume de travail. La rubrique 1003 mesure le nombre moyen d'ETP occupés pendant l'exercice⁽²⁾. La rubrique 1013 recense les heures de travail réellement ouvrées et rémunérées durant l'exercice considéré, c.-à-d. sans tenir compte des heures supplémentaires non rémunérées, des vacances, des congés de maladie, des absences de courte durée et des heures perdues pour cause de grève ou pour tout autre motif. Ce dernier concept colle au plus près à la réalité de l'activité de l'entreprise, ce qui en fait un précieux indicateur. Ces deux rubriques sont ventilées selon le régime de travail et sont donc disponibles séparément pour les travailleurs à temps plein et pour ceux occupés à temps partiel. Pour les entreprises qui déposent un schéma complet, une ventilation par genre est également disponible depuis 2012.

Le tableau relatif à l'état des personnes occupées à la date de clôture de l'exercice, identique pour les schémas abrégés et complets, contient lui aussi une variable qui permet d'appréhender le volume de travail : il s'agit de la rubrique 1053, qui mesure le nombre d'ETP en fin d'exercice. Il s'agit du pendant, à la date de clôture, de la rubrique 1003, relative à la moyenne de l'exercice. Il peut y avoir des différences sensibles entre la variable mesurée en moyenne annuelle et celle mesurée en fin d'exercice. Celles-ci peuvent découler du caractère saisonnier de l'activité de certaines entreprises, dont le pic d'activité se situe en dehors de la date de clôture de l'exercice⁽³⁾. Elles peuvent aussi traduire des opportunités ou des difficultés (ponctuelles ou structurelles) propres à l'entreprise. Enfin, plus largement, des écarts peuvent apparaître en fonction de la position du secteur d'activité, voire de l'économie entière, dans le cycle conjoncturel : en cas d'embellie, le volume de travail mesuré en fin d'exercice est plus élevé que celui mesuré en moyenne annuelle, tandis que l'inverse est observé en cas de détérioration de l'activité. La rubrique 1053 présente un avantage indéniable à des fins d'analyse : elle se décline selon le type de contrat, le genre, la catégorie professionnelle et, depuis 2008, le niveau d'études, à la fois pour les travailleurs à temps plein et pour ceux occupés à temps partiel. Cette variable permet donc d'affiner l'analyse et de quantifier les changements dans la composition du volume de travail.

Le personnel pour lequel l'entreprise a introduit une déclaration DIMONA, qui est concerné par le reporting des deux tableaux cités ci-dessus, ne constitue pas la seule force de travail dans les sociétés : les travailleurs intérimaires sont une main-d'œuvre d'appoint appréciée, dont le volume peut facilement être adapté en fonction

des besoins de l'employeur. Les entreprises qui utilisent le modèle complet sont tenues de comptabiliser les travailleurs engagés sous contrat de travail intérimaire dans un tableau ad hoc⁽⁴⁾. La firme déposante doit mentionner à la fois le nombre d'ETP et le nombre d'heures ouvrées. Comme ces rubriques ne sont pas remplies par les sociétés qui déposent un schéma abrégé, et comme celles qui déposent un schéma complet ne le remplissent pas toujours de façon systématique et correcte, le volume de travail intérimaire recensé dans les bilans sociaux ne représente qu'une fraction – 50 % en 2014 – de celui enregistré par Federgon, la Fédération des prestataires de services RH.

Pour analyser l'évolution du volume de travail, le choix s'est porté sur la rubrique 1053, soit le volume de l'emploi exprimé en ETP en fin d'exercice, parce qu'elle est ventilée selon plusieurs caractéristiques intéressantes. Il faut cependant garder à l'esprit que ce volume est calculé au départ de la durée de travail contractuelle et que la durée de travail réelle peut s'en écarter à certains moments, pour les raisons mentionnées plus haut.

1.1 Population d'analyse

1.1.1 Sélection des entreprises

Comme c'est traditionnellement le cas pour la publication annuelle relative aux bilans sociaux, la population d'entreprises prise en considération dans le cadre de l'analyse est une population épurée par rapport à l'ensemble des firmes qui déposent un bilan social auprès de la Centrale des bilans.

Pour des raisons d'homogénéité et de cohérence des résultats, seuls les bilans sociaux relatifs à un exercice comptable de douze mois clôturé au 31 décembre sont pris en considération. Le fait d'imposer un exercice correspondant à la durée d'une année civile limite considérablement la population. Pour l'exercice 2014, 15 % des déposants – occupant la même proportion de travailleurs – ont en effet clôturé leur exercice à une date autre que le 31 décembre. Ces

(1) Par personnes occupées, on entend les travailleurs pour lesquels l'entreprise a introduit une déclaration DIMONA ou qui sont inscrits au registre général du personnel.

(2) Pour le calcul de cette rubrique, un travailleur occupé à temps plein est compté comme une unité, tandis qu'un travailleur à temps partiel est comptabilisé au prorata de sa durée de travail, par comparaison avec un travailleur occupé à temps plein dans l'entreprise ou exerçant le même travail que le travailleur concerné. Le prorata est calculé en fonction du contrat de travail du travailleur à temps partiel.

(3) C'est la raison pour laquelle de nombreuses entreprises du secteur de la distribution clôturent leur exercice en septembre, en dehors des périodes de (préparation des) soldes et des fêtes de fin d'année. En revanche, de nombreuses entreprises du secteur agricole clôturent en fin d'année civile, période au cours de laquelle l'activité est moins soutenue.

(4) Ce dernier enregistre également le nombre de personnes mises à la disposition de la société par une autre entreprise. Lorsque le personnel mis à disposition est prêté par une société qui dépose un bilan social, celui-ci est comptabilisé à la fois dans le bilan social de l'entreprise « prêteuse » (rubrique 1003) et dans celui de l'entreprise utilisatrice (rubrique 1502), ce qui induit des doubles comptages.

proportions varient considérablement selon les branches, puisque près d'un tiers du volume de l'emploi est exclu de la population d'analyse dans le commerce et le transport, tandis que cette proportion tombe à moins de 3 % dans la branche de la santé et de l'action sociale.

Les entreprises doivent par ailleurs répondre à des critères d'activité (elles doivent relever du secteur privé⁽¹⁾; leur activité économique doit être clairement identifiée; elles ne peuvent appartenir aux branches NACE-BEL 84 – administration publique et défense, sécurité sociale obligatoire –, 85 – enseignement – et 78 – activités liées à l'emploi), de taille (elles doivent occuper au moins un travailleur ETP) et de qualité (il ne peut y avoir de différences entre les données communiquées dans le bilan social et dans les comptes annuels⁽²⁾; elles ne peuvent pas présenter de valeurs aberrantes en matière de frais de personnel horaires ou de durée de travail).

La procédure de tri conduit à exclure certaines entreprises de la population d'analyse de façon systématique pendant toute la période couverte, par exemple celles qui ont clôturé leur exercice chaque année à une date différente de

la fin de l'année civile ou celles qui exercent une activité en dehors du champ d'analyse, tandis que d'autres sont exclues ponctuellement, par exemple parce qu'elles ont changé leur date de clôture ou qu'elles ont mal rempli certaines rubriques et que les ratios qui en découlent sont incorrects pour un exercice particulier.

1.1.2 Une population d'analyse non homogène

La procédure de tri s'applique de façon identique pour chacun des exercices comptables considérés, soit les exercices 2000 à 2014. En 2000, la population d'analyse comptait 69 939 sociétés; en 2014, ce nombre était passé à 85 572, soit plus de 15 600 firmes supplémentaires. Le taux de représentativité exprimé en termes d'emplois⁽³⁾ était de 76,4 % en 2014. Ce pourcentage a progressé au cours de la période sous revue, gagnant 3,4 points de pourcentage depuis 2000.

La modification des obligations comptables des grandes ASBL et fondations à partir de l'exercice 2006 explique en partie cette progression: ces entités se sont en effet vu imposer un schéma de reporting structuré, dont l'annexe inclut le bilan social. Même si elles étaient déjà soumises à l'obligation de dépôt d'un bilan social avant cette date, dans la pratique, une partie de ces entités n'y satisfaisaient pas. L'obligation de dépôt de comptes annuels structurés a donné lieu à un accroissement sensible du nombre de bilans sociaux déposés par ces associations et fondations – surtout actives

- (1) L'emploi dans le secteur privé est défini comme l'emploi enregistré dans l'économie totale (S.1), duquel on soustrait l'emploi dans le secteur public (S.13) et dans le secteur des ménages (S.14).
- (2) Ceci revient à exclure les entreprises dont une partie des travailleurs sont occupés à l'étranger ou ne figurent pas au registre du personnel (personnel statutaire).
- (3) Le taux de représentativité est calculé en comparant le nombre de personnes occupées par les entreprises de la population d'analyse à l'emploi correspondant – en termes de secteurs institutionnels et de branches d'activité – dans les comptes nationaux.

GRAPHIQUE 1 ÉVOLUTION DES POPULATIONS D'ANALYSE ENTRE 2000 ET 2014

(unités)



Source: BNB (bilans sociaux).

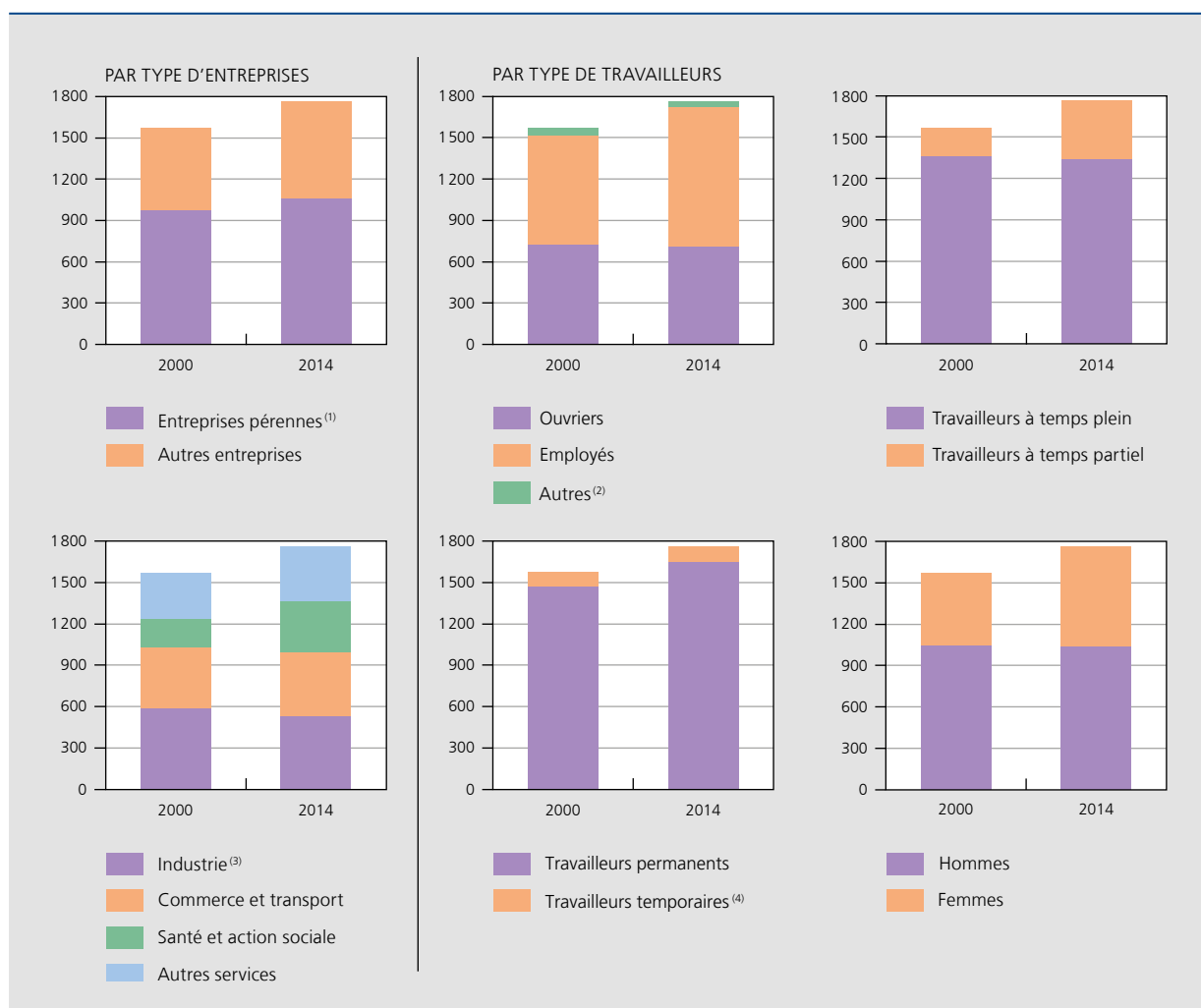
dans la santé et l'action sociale – dans les années qui ont suivi, lequel dépasse annuellement les 3 500 unités depuis le début de la dernière décennie. La couverture en termes d'emplois s'est considérablement élargie, car il s'agit en général d'entités occupant un grand nombre de salariés.

Au cours de la période sous revue, de nouvelles entreprises ont été créées, tandis que d'autres ont fait faillite, entraînant des changements dans la composition de la population d'analyse. Sur les 69 939 entreprises présentes en 2000, seules 31 266 l'étaient encore en 2014, soit 45 % de la population de départ et 37 % de la population d'arrivée. Pendant les 14 années qui séparent le début de

la fin de la période d'analyse, ces entreprises pérennes ont elles aussi pu subir des modifications importantes, par exemple à la suite d'une restructuration, d'une cession d'une partie de leur activité ou de l'absorption d'une (partie d'une) autre entité.

Les populations d'analyse ne peuvent dès lors pas être considérées comme une seule et même entité dont on pourrait mesurer l'évolution au cours du temps. On s'attachera dès lors davantage à examiner les modifications de la répartition du volume de travail entre les branches – au besoin en faisant exception de la santé et de l'action sociale – et entre les différentes catégories de travailleurs.

GRAPHIQUE 2 ÉVOLUTION (DE LA STRUCTURE) DU VOLUME DE TRAVAIL ENTRE 2000 ET 2014
(milliers d'ETP)



Source : BNB (bilans sociaux).

(1) Les entreprises pérennes sont celles qui sont présentes dans la population d'analyse à la fois en 2000 et en 2014.

(2) Personnel de direction, autres (travailleurs), notamment les stagiaires.

(3) Y compris la branche de la construction.

(4) Travailleurs sous contrat à durée déterminée, de remplacement, ou engagés pour l'exécution d'un travail déterminé.

1.2 Évolution (de la structure) du volume de travail

Entre 2000 et 2014, le nombre de bilans sociaux pris en considération a augmenté de plus de 15 600 unités; dans le même temps, le volume de l'emploi a gonflé de plus de 193 000 ETP. Près de la moitié de cette hausse est le fait d'entreprises pérennes, présentes tant en 2000 qu'en 2014, ce qui correspond à une croissance du volume de travail de 10 % en l'espace de 14 ans.

1.2.1 Selon la branche d'activité des entreprises

En 2014, dans les 85 572 entreprises de la population d'analyse, le volume de l'emploi en fin d'exercice mesuré en ETP s'élevait à 1 764 819 unités. Les travailleurs de l'industrie – auxquels ont été joints ceux occupés dans la construction – fournissaient 30 % du volume de travail total, ceux de la branche du commerce et du transport 26,4 %, et ceux de la santé et de l'action sociale 20,7 %. Le solde, soit 22,6 % du volume de travail, était assuré par les autres branches des services, les plus importantes étant celles des services aux entreprises (10,2 % du volume de travail) et des services financiers et d'assurance (5,4 %).

Étant donné qu'un nombre accru d'hôpitaux ont introduit un bilan social à partir de 2006, le volume de l'emploi recensé dans la branche de la santé et de l'action sociale a fortement progressé, d'un peu moins de 162 000 unités au total. Près de 72 000 des emplois supplémentaires dans cette branche (soit 44 % du total) sont cependant le fait d'entreprises pérennes, ce qui peut s'expliquer par le fort mouvement de concentration observé au cours de la période étudiée, de nombreuses petites structures s'étant regroupées ou ayant été absorbées par de plus grandes pour rationaliser les dépenses de santé.

Si l'on excepte la santé et l'action sociale, l'évolution du volume de travail a été nettement moins importante, atteignant à peine un peu moins de 32 000 ETP. Parmi ceux-ci, 22 000 ETP supplémentaires ont été enregistrés dans des entreprises pérennes.

Le volume de travail a également sensiblement augmenté dans la branche des services aux entreprises et dans celle des autres services, dans lesquelles sont notamment comptabilisées les entreprises subventionnées par le biais du système des titres-services, qui ont largement contribué, depuis le début des années 2000, à la pérennisation

TABLEAU 1 POPULATION D'ANALYSE EN 2014: VENTILATION SELON LA BRANCHE D'ACTIVITÉ

	Entreprises	Emploi en fin d'exercice, exprimé en ETP			Entreprises	Emploi en fin d'exercice, exprimé en ETP
		Niveaux	Variations entre 2000 et 2014			
			Total	dont: Entreprises pérennes ⁽¹⁾		
		(unités)				
Industrie ⁽²⁾	22 249	529 991	-54 549	-8 841	26,0	30,0
Commerce et transport	33 647	465 563	+18 380	+19 877	39,3	26,4
Santé et action sociale	4 544	364 797	+161 568	+71 708	5,3	20,7
Autres services	24 249	399 601	+68 904	+10 921	28,3	22,6
dont:						
Information et communication	2 611	69 686	-3 370	-7 290	3,1	3,9
Finance et assurance	3 660	96 082	-12 889	-6 200	4,3	5,4
Immobilier	1 844	11 333	-1 012	+1 474	2,2	0,6
Services aux entreprises	12 332	180 718	+65 884	+21 161	14,4	10,2
Autres services	3 802	41 782	+20 291	+1 775	4,4	2,4
Total⁽³⁾	85 572	1 764 819	+193 442	+93 654	100,0	100,0

Source : BNB (bilans sociaux).

(1) Les entreprises pérennes sont celles qui sont présentes dans la population d'analyse à la fois en 2000 et en 2014.

(2) Y compris la branche de la construction.

(3) Y compris l'agriculture, non reprise ailleurs.

d'activités auparavant largement effectuées au noir. Ces hausses ont amplement contrebalancé la forte contraction du volume de travail (de 12 % du volume initial) observée dans la branche des services financiers et d'assurance et celles, plus modérées, enregistrées dans les branches de l'information et de la communication et de l'immobilier.

Dans le commerce et le transport, un accroissement du volume de travail, plus modeste, a été observé entre 2000 et 2014, même si celui-ci a été partiellement amputé par le repli de l'activité consécutif à la crise de 2008.

L'industrie a au contraire vu sa main-d'œuvre diminuer – bien que le volume de travail ait grimpé dans la construction, incluse dans cette branche pour les besoins de l'analyse –, les effets de la crise s'additionnant à une baisse structurelle du volume de la main-d'œuvre déjà en cours avant 2008. Près de 55 000 emplois ETP y ont été supprimés au total, soit 9 % du volume de travail initial, dont plus des trois quarts après la crise de 2008.

1.2.2 Selon la catégorie professionnelle des travailleurs

Les premiers pas vers une harmonisation des statuts d'ouvrier et d'employé ont été réalisés en 2014 par le biais de l'uniformisation des dispositions en matière de préavis et de jour de carence. Certaines entreprises ont pris les devants en proposant un contrat d'employé à tous leurs travailleurs. Dans la plupart des sociétés, des différences fondamentales persistent cependant entre ces catégories de travailleurs.

En 2000, les employés étaient responsables de 50,6 % du volume de travail fourni et les ouvriers de 46,2 %. Le solde, soit 3,2 %, était assuré par deux autres catégories de travailleurs recensées dans le bilan social: le personnel de direction et les « autres » travailleurs. Le nombre d'employés a augmenté de près de 218 000 ETP au cours des années qui ont suivi, tandis que, dans le même temps, le volume de travail délivré par les autres groupes de travailleurs a décru, de quelque 24 000 ETP au total, de sorte que, en 2014, les employés ont assuré 57,4 % du volume de travail total, tandis que la part des ouvriers et celle des autres catégories de travailleurs est revenue à respectivement 40,4 et 2,1 % du total.

C'est dans l'industrie que la baisse du volume de travail ouvrier a été la plus prononcée: le nombre d'ETP ouvriers y a reculé de plus de 71 000 unités, de sorte que la part relative du volume de travail ouvrier est retombée de 70,2 à 63,9 % du total entre 2000 et 2014. On observe également un affaiblissement de l'importance relative de l'emploi ouvrier dans le commerce et le transport, qui ne représentait plus que 26,9 % du volume de travail total

en 2014, soit 2,3 points de pourcentage de moins qu'en 2000. En revanche, dans les autres services, la hausse de l'emploi ouvrier – sans doute soutenue par le développement des titres-services – a été supérieure à celle du volume de travail fourni par les employés; la part relative du volume de travail ouvrier y a dès lors progressé de 2,1 points de pourcentage, pour atteindre 23,2 % du total de la branche en 2014.

1.2.3 Selon le régime de travail des travailleurs

Le nombre de salariés occupés à temps plein a reculé de près de 23 000 unités entre 2000 et 2014; en revanche, l'emploi à temps partiel exprimé en ETP a crû de plus de 216 000 unités, de sorte que la main-d'œuvre occupée à temps réduit a assuré 24 % du volume de travail total en 2014, contre 13,1 % seulement 14 ans plus tôt.

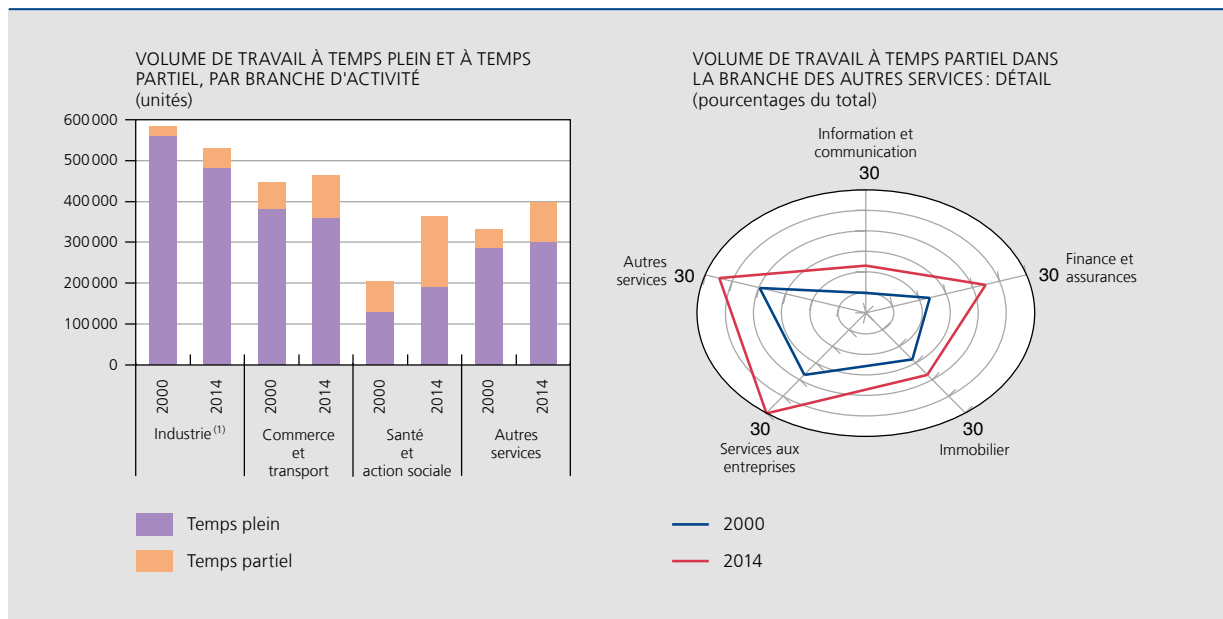
L'amélioration du reporting dans la branche de la santé et de l'action sociale influence largement l'évolution observée au niveau de la population, puisque le volume de l'emploi à temps partiel y a grimpé de près de 98 000 ETP, tandis que l'emploi à temps plein a enregistré un redressement plus limité, de l'ordre d'un peu moins de 64 000 ETP. Il faut cependant souligner que, dans les entreprises pérennes de cette branche, la hausse de l'emploi à temps partiel a été nettement plus soutenue que celle de l'emploi à temps plein – avec environ un emploi supplémentaire à temps plein pour trois nouveaux ETP à temps partiel –, alors que l'inverse s'est produit dans les entreprises non pérennes.

Dans l'industrie comme dans le commerce et le transport, le volume de travail fourni par des travailleurs à temps complet s'est contracté. Dans la première branche, le développement du volume de travail fourni par les travailleurs à temps partiel n'a que partiellement contrecarré cette baisse – sévère –, tandis que, dans le commerce et le transport, il a autorisé une expansion du volume de travail global. Au total, la part relative du volume de travail à temps partiel a progressé de 5,4 points de pourcentage dans l'industrie et de 7,8 points dans le commerce et le transport entre 2000 et 2014, pour s'élever à respectivement 9,3 et 22,2 % en 2014.

Dans la branche des autres services, enfin, tant les effectifs à temps plein que ceux à temps partiel ont augmenté, mais dans des proportions très différentes; pour un emploi à temps plein créé, on comptait en effet 3,5 ETP à temps partiel supplémentaires. Le gonflement de la part relative du volume de travail à temps partiel – de 13,3 à 24,4 % au total entre 2000 et 2014 – a été conséquent dans toutes les sous-branches d'activité. Ainsi, les travailleurs à temps partiel ont fourni 30 % du

GRAPHIQUE 3 ÉVOLUTION DU VOLUME DE TRAVAIL : VENTILATION PAR RÉGIME DE TRAVAIL

(unités, emploi en fin d'exercice exprimé en ETP)



Source : BNB (bilans sociaux).

(1) Y compris la branche de la construction.

volume d'activité total dans les services aux entreprises en 2014, contre 18,6 % 14 ans plus tôt. La hausse a été de 10,5 points de pourcentage dans la finance et l'assurance, et de 7,5 points dans les autres services.

Pour certaines entreprises confrontées à une baisse durable de leur activité, la redistribution de la charge de travail entre la main-d'œuvre existante par l'aménagement des horaires peut représenter une alternative aux licenciements. Les changements observés dans la composition du volume de travail sont cependant d'une ampleur telle que des facteurs plus structurels doivent être évoqués, notamment les aménagements du temps de travail autorisés par la législation pour tenir compte des besoins des travailleurs de mieux concilier vie professionnelle et vie familiale ou d'alléger la fin de leur carrière, grâce au crédit-temps ou aux congés thématiques à temps partiel. Cet élargissement des droits des travailleurs s'est inscrit dans un contexte de modification des conditions de travail en faveur de davantage de flexibilité : le travail à temps partiel est devenu un instrument d'ajustement à part entière du volume de travail, les employeurs hésitant moins à engager des travailleurs à horaire réduit dès que l'évolution de leur activité le leur permet. En 2000, 17,2 % des engagements mesurés en ETP concernaient des travailleurs à temps partiel; en 2014, cette proportion avait grimpé à 27,2 %.

1.2.4 Selon le contrat de travail des travailleurs

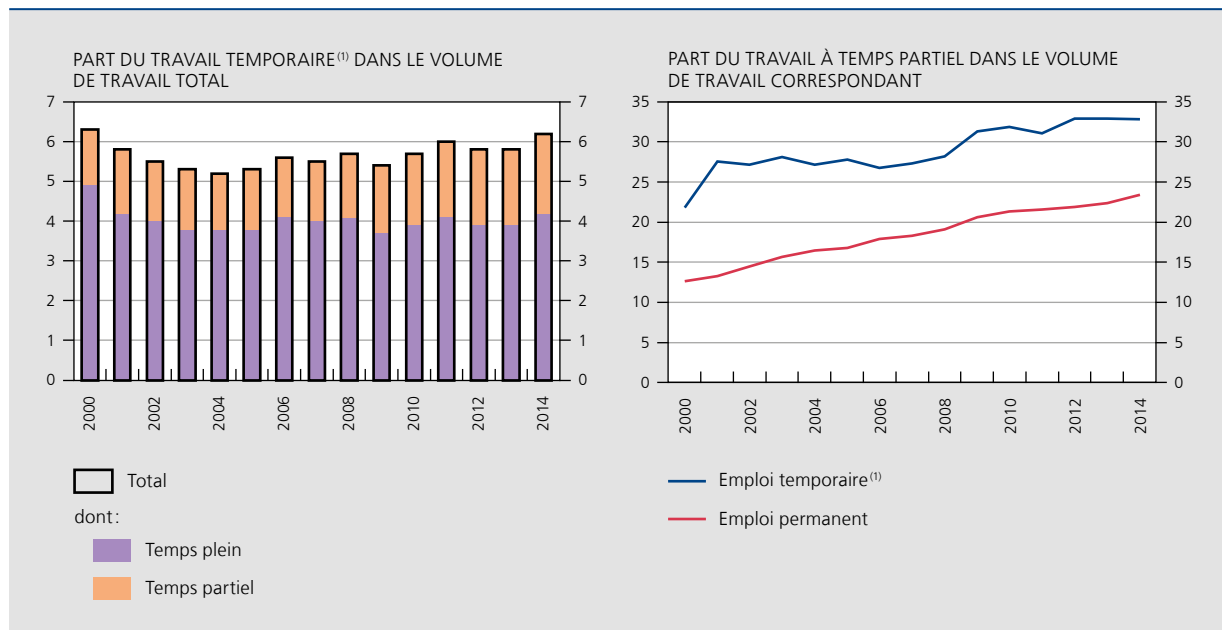
Un développement du travail à temps partiel, s'il n'est pas choisi librement, risque d'entraîner une précarisation de la situation des travailleurs contraints d'accepter un tel régime faute d'avoir pu trouver un emploi à temps plein. Lorsque le travail à horaire réduit est couplé à un contrat de travail temporaire, le risque de précarisation augmente encore d'un cran, les travailleurs se voyant souvent obligés de reporter certains projets de vie qui nécessitent des revenus réguliers ou conséquents.

Entre 2000 et 2014, le volume de travail assuré par les travailleurs temporaires – sous contrat à durée déterminée, de remplacement, ou conclu en vue de l'exécution d'un travail défini – a crû au même rythme que celui fourni par les travailleurs permanents, de sorte que la part du travail temporaire est demeurée quasiment inchangée, à respectivement 6,3 et 6,2 % du total en 2000 et en 2014. Cette proportion n'est pas restée aussi stable que les niveaux observés au début et à la fin de la période pourraient le faire croire : ils représentent en effet les sommets de la période sous revue, tandis que les niveaux les plus faibles – de 1 point de pourcentage environ – ont été constatés au milieu des années 2000.

Le travail à temps partiel est plus répandu parmi les travailleurs temporaires que parmi les travailleurs permanents,

GRAPHIQUE 4 ÉVOLUTION DU VOLUME DE TRAVAIL TEMPORAIRE

(pourcentages du total, emploi en fin d'exercice exprimé en ETP)



Source : BNB (bilans sociaux).

(1) Travailleurs sous contrat à durée déterminée, de remplacement, ou engagés pour l'exécution d'un travail déterminé.

mais le phénomène de précarisation touche les deux catégories de travailleurs, même s'il est plus récent et d'une ampleur plus limitée pour le personnel temporaire. Au cours de la première moitié des années 2000, la part du travail à temps partiel dans l'emploi temporaire est en effet demeurée stable, aux alentours de 27 ou 28 %, mais, à la fin de la décennie, le travail temporaire à temps partiel a crû de façon régulière et continue, passant d'environ 23 500 ETP en moyenne au cours de la première moitié des années 2000 à près de 36 000 ETP à la fin de 2014, soit 33 % du volume de travail temporaire. Le nombre de travailleurs concernés par un contrat temporaire à temps partiel reste cependant limité à 2 % du volume de travail total. Au cours de la même période, le nombre de travailleurs permanents occupés à temps partiel a fortement augmenté, grim pant de 185 000 ETP en 2000 à 387 000 ETP en 2014, tandis que le volume des travailleurs permanents occupés à temps plein a quelque peu reculé, de sorte que la part du travail à temps partiel dans le volume d'emploi permanent s'est sensiblement élargie tout au long de la période, remontant de 13 % du total au début des années 2000 à 23 % en 2014.

1.2.5 Selon le genre des travailleurs

La hausse du volume de travail total constatée entre 2000 et 2014 n'a pas bénéficié au personnel masculin, dont les effectifs exprimés en ETP se sont repliés de plus

de 4 000 unités. Dans le même temps, la main-d'œuvre féminine a crû de quelque 198 000 unités; elle représentait dès lors 41 % du volume de travail en 2014, soit 7,5 points de pourcentage de plus qu'en 2000.

Les deux tiers de la progression des effectifs féminins s'expliquent par l'élargissement de la population des entreprises actives dans la santé et l'action sociale, mais ce dernier a aussi bénéficié à la main-d'œuvre masculine, de sorte que la part des femmes dans cette branche – environ 77 % – est restée inchangée entre 2000 et 2014.

Hors santé et action sociale, le volume de travail masculin a baissé de 39 000 ETP. Il a diminué de 51 000 unités dans l'industrie et de quelque 5 000 unités dans le commerce et le transport, soit davantage que l'accroissement de près de 18 000 ETP constaté dans les autres services. En revanche, une hausse de l'emploi féminin a été observée. Dans l'industrie, un recul relativement limité (–3 600 ETP environ) a néanmoins été enregistré. Dans cette branche, la main-d'œuvre féminine a fourni 17 % du volume de travail total en 2014, soit à peine plus qu'en 2000. En revanche, la contribution des femmes est passée de 31 à 35 % du total dans le commerce et le transport, et de 42 à 47 % dans les autres services.

L'expansion de l'emploi à temps partiel a surtout permis de limiter les pertes d'emplois parmi les effectifs masculins. Chez les femmes, au contraire, il a été un vrai vecteur de développement, car 81 % de l'accroissement du volume de travail féminin a reposé sur des salariées à temps réduit. Au total, en 2014, 9,3 % du volume de travail masculin étaient imputables à des travailleurs à temps partiel (contre 3,7 % en 2000), tandis que, pour les femmes, cette proportion était de 45,1 %, soit 13,3 points de pourcentage de plus qu'en 2000.

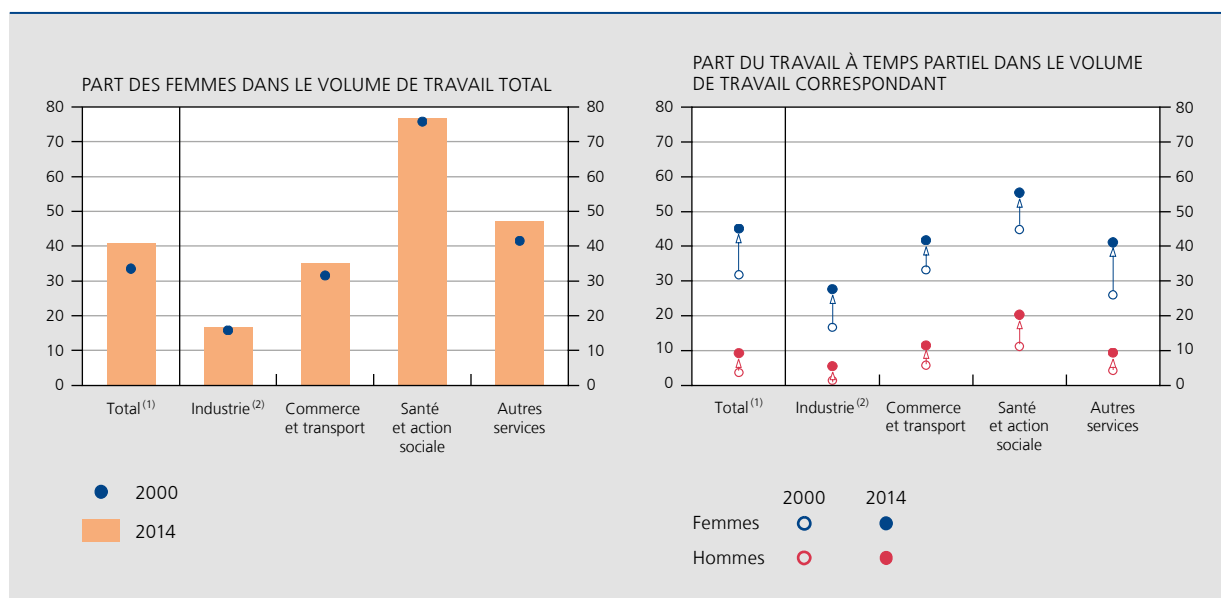
Dans l'industrie, le volume de travail reste majoritairement masculin : les hommes ont fourni 80 % du volume de travail en 2014, un taux qui a à peine diminué depuis 2000. On observe néanmoins un changement structurel dans le profil de la main-d'œuvre : le volume de l'emploi masculin à temps plein a baissé, tandis que celui de l'emploi à temps réduit a progressé. Parmi la main-d'œuvre féminine, également en déclin, on constate aussi un basculement de l'emploi à temps plein vers des horaires réduits. Ainsi, alors que 96,2 % du volume de travail reposait encore sur des travailleurs à temps plein en 2000 (83 % d'hommes et 13,2 % de femmes), 14 ans plus tard, 9,2 % du volume de travail étaient effectués par des travailleurs à temps partiel, dont la moitié étaient des hommes.

Dans le commerce et le transport, l'emploi féminin était déjà nettement plus répandu que dans l'industrie

au début de la période : 31,5 % du volume de travail étaient le fait des femmes en 2000, parmi lesquelles un tiers de travailleuses à temps partiel. En 2014, la part des femmes s'est encore élargie, pour atteindre 35,3 % du total, en grande partie à la faveur d'un accroissement soutenu du travail à temps partiel. Côté masculin, le travail à temps partiel est lui aussi devenu plus courant tandis que l'emploi à temps plein a reculé, de sorte que, en 2014, ce dernier ne représentait plus que 57,2 % du volume de travail de la branche, contre 64,5 % au début de la période.

Dans la santé et l'action sociale, l'élargissement de la population d'analyse n'a finalement eu que peu d'impact sur la répartition par genre. Les femmes fournissaient environ les trois quarts du volume total de l'emploi ETP en 2000 comme en 2014, dans les entreprises pérennes comme dans les autres. En revanche, le secteur n'a pas été épargné par la substitution entre temps plein et temps partiel. En 2000, 63,3 % du volume de travail étaient le fait de travailleurs à temps plein, dont les deux tiers étaient des femmes ; en 2014, à peine un peu plus de la moitié (52,7 %) de ce volume reposait encore sur des travailleurs à temps plein. La part du temps partiel masculin a presque doublé (de 11,2 à 20,3 % de la main-d'œuvre masculine), mais elle est restée plus faible que celle enregistrée pour les femmes (55,4 % en 2014).

GRAPHIQUE 5 ÉVOLUTION DU VOLUME DE TRAVAIL FÉMININ
(pourcentages du total, emploi en fin d'exercice exprimé en ETP)



Source : BNB (bilans sociaux).
(1) Y compris l'agriculture, non reprise ailleurs
(2) Y compris la branche de la construction.

Le volume de travail à temps partiel féminin s'est particulièrement accru dans la branche des autres services, grâce au développement des emplois financés par les titres-services, tandis que, du côté des hommes, la hausse est restée plus limitée. Dans cette branche, 41 % du volume de travail féminin étaient assurés par des travailleuses à horaire réduit (contre un peu plus d'un quart du total en 2000); s'agissant des hommes, cette proportion était encore inférieure à 10 % en 2014.

1.2.6 Selon le niveau d'étude des travailleurs

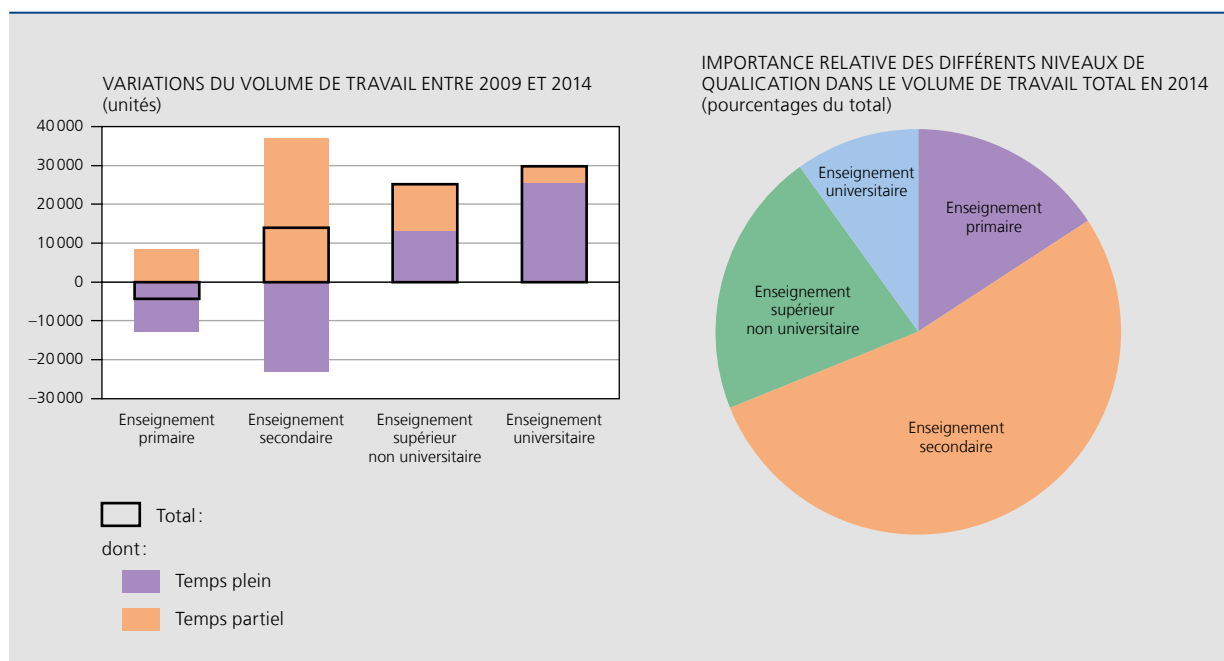
La ventilation des effectifs par niveau de qualification n'est disponible que depuis l'exercice 2008. De plus, les données concernant la première année de reporting sont difficilement utilisables, comme c'est souvent le cas lors de l'introduction d'une nouvelle statistique nécessitant la mise en place, dans les entreprises, d'outils permettant l'enregistrement des nouvelles informations. Il n'est dès lors possible de mesurer l'évolution (de la structure) de l'emploi par niveau de qualification que sur une période de cinq ans, entre 2009 et 2014, ce qui est relativement court, surtout pour une variable peu susceptible de varier dans le temps, contrairement au régime ou au contrat de travail, dont la nature peut changer même à court terme en fonction de facteurs conjoncturels (au gré des engagements et des

licenciements) ou structurels (à la suite de changements législatifs, par exemple).

Le volume de travail fourni par les travailleurs détenant au plus un certificat de l'enseignement primaire – qu'on désigne traditionnellement comme les « peu qualifiés », quel que soit le niveau de leurs compétences effectives et la fonction qu'ils exercent – a baissé entre 2009 et 2014, tandis que celui assuré par des travailleurs issus de l'enseignement secondaire – dits « moyennement qualifiés » – ou supérieur – les « hautement qualifiés » – a augmenté. On observe une progression du volume de travail fourni par des salariés à temps réduit pour tous les niveaux de qualification – celle-ci étant particulièrement marquée pour les moyennement qualifiés –, tandis que le volume de travail des travailleurs à temps complet n'a gonflé que pour le personnel hautement qualifié.

Ces évolutions, bien que limitées dans leur ampleur, ont entraîné un glissement dans la répartition du volume de travail en faveur de la main-d'œuvre hautement qualifiée, au fur et à mesure que les travailleurs âgés – en moyenne moins qualifiés – étaient remplacés par une main-d'œuvre scolarisée plus longtemps. La proportion du volume de travail assurée par des travailleurs peu qualifiés a en effet reculé de 1,7 point de pourcentage en cinq ans, pour représenter 15,8 % du total en 2014.

GRAPHIQUE 6 VOLUME DE TRAVAIL PAR NIVEAU DE QUALIFICATION
(emploi en fin d'exercice exprimé en ETP)



Source : BNB (bilans sociaux).

La part des travailleurs moyennement qualifiés s'est, elle aussi, légèrement contractée, revenant de 54,3 à 53,1 %. En revanche, le volume de travail fourni par du personnel hautement qualifié s'est accru, passant de 20,5 à 21,2 % pour les travailleurs issus de l'enseignement supérieur non universitaire et de 8,5 à 9,9 % pour les universitaires.

2. Différences salariales entre les hommes et les femmes sur la base des bilans sociaux

La place croissante des femmes sur le marché du travail – et leur surreprésentation dans les emplois à horaires réduits – justifie qu'une attention particulière soit accordée à la problématique du genre. Au-delà des différences qui s'attachent à des caractéristiques physiques objectives et immuables, celles qui concernent le genre sont essentiellement de nature culturelle et sociale, acquises par le biais de l'éducation, et dès lors susceptibles de diverger dans le temps et même dans l'espace. Elles déterminent les fonctions et les responsabilités respectives des hommes et des femmes et, partant, l'implication de chacun dans divers domaines de la vie quotidienne, que ce soit en matière d'éducation, de partage entre les activités professionnelles et les tâches domestiques, ou encore de répartition des responsabilités familiales, sociales ou sociétales. Ces pratiques conditionnent l'accès des femmes et des hommes aux ressources, et donc leur autonomie financière et économique.

En Belgique, la loi du 22 avril 2012 visant à lutter contre l'écart salarial entend mettre en place une politique neutre à l'égard du genre, en instaurant une série d'obligations, dont certaines s'imposent au niveau collectif, dans le cadre des négociations interprofessionnelles ou des conventions collectives de travail, tandis que d'autres s'appliquent à l'échelle des entreprises elles-mêmes. Deux nouvelles exigences se sont ainsi imposées aux grandes firmes : un reporting annuel plus détaillé – qui prévoit une ventilation par genre des rubriques relatives au nombre de travailleurs, aux heures effectivement ouvrées et aux frais de personnel⁽¹⁾ – dans le bilan social des entreprises qui utilisent le modèle complet et le dépôt, tous les deux ans, d'un rapport relatif à la structure des rémunérations pour les firmes qui comptent plus de 50 travailleurs. Ce dernier document, disponible en version abrégée (de 50 à moins de 100 travailleurs) ou complète (plus de 100 travailleurs), ventile certaines composantes des coûts salariaux⁽²⁾, en croisant le genre avec l'ancienneté et avec le niveau de qualification. Pour les formulaires complets, une répartition croisant le genre et la fonction est aussi prévue. Les entreprises

doivent également préciser si elles ont mis en œuvre un plan d'action en faveur d'une politique de rémunération neutre à l'égard du genre. Le cas échéant, ce plan doit être joint au rapport et faire l'objet d'une évaluation dans le rapport suivant.

La modification du modèle complet des bilans sociaux est entrée en vigueur à partir des exercices approuvés après le 7 septembre 2012. Le premier rapport sur la structure des rémunérations a été introduit ultérieurement : exceptionnellement, il pouvait ne porter que sur un seul exercice comptable, à savoir 2014. À l'inverse du rapport relatif à la structure des rémunérations, qui est un document à usage interne et dont le contenu reste privé même s'il est déposé au SPF ETCS, le contenu du bilan social, déposé à la Centrale des bilans en même temps que les comptes annuels, est public, ce qui le rend utilisable aux fins de l'analyse.

L'examen des différences entre les frais de personnel encourus pour les effectifs féminins et ceux liés à la main-d'œuvre masculine dans les grandes entreprises de notre pays avait d'ailleurs été le thème d'une partie de l'article intitulé « Le bilan social 2012 » paru dans la Revue économique de la Banque de décembre 2013. La présente partie expose les résultats enregistrés pour l'exercice 2014. Elle se distingue de l'étude menée en 2012 à plusieurs égards. Comme on le verra dans la première section, la population d'analyse est nettement plus restreinte, en raison des nombreuses erreurs et approximations de reporting qui ont été constatées dans les bilans sociaux individuels. Les résultats macroéconomiques commentés à la deuxième section concernent l'ensemble des travailleurs, quel que soit leur régime de travail, même si ces informations sont disponibles séparément pour le personnel à temps plein et à temps partiel, car la qualité des observations est d'autant plus aléatoire qu'on s'intéresse à des groupes réduits de travailleurs. La troisième section met en évidence la dispersion des résultats individuels et les variations de comportement en fonction de la taille et de la branche d'activité des entreprises.

Les rubriques du bilan social qui sont utilisées pour calculer l'écart salarial sont, respectivement, la rubrique 1023, relative aux frais de personnel, et la rubrique 1013, qui concerne les heures effectivement ouvrées, déclinées par genre.

(1) Cette ventilation vient s'ajouter à la répartition par régime de travail déjà existante, ce qui signifie que les trois variables (travailleurs, heures, frais) sont disponibles séparément pour les hommes et pour les femmes occupés à temps plein et à temps partiel.

(2) À savoir les rémunérations et avantages sociaux directs, d'une part, et les avantages extralégaux en sus du salaire, d'autre part.

Les frais de personnel regroupent aussi bien les rémunérations et les avantages sociaux directs versés (comme les chèques-repas) que les cotisations patronales d'assurance sociale, les primes patronales en matière d'assurance extralégale (assurances-groupe, assurances hospitalisation, etc.), les autres frais de personnel (notamment les frais vestimentaires et ceux liés aux repas, aux cadeaux ou aux fêtes du personnel) et les versements des employeurs en matière de pensions de retraite et de survie, de même que de pensions extralégales⁽¹⁾. Cette variable englobe donc bien plus que les salaires bruts versés au personnel. En revanche, les avantages en sus du salaire, repris dans la rubrique 1033 du bilan social, n'ont pas été pris en considération ici : ils ne sont pas complétés de façon systématique par les entreprises, de sorte qu'il est difficile d'en apprécier la représentativité.

Le nombre d'heures effectivement ouvrées comprend le total des heures de travail réellement effectuées et rémunérées durant l'année, c.-à-d. sans tenir compte des heures supplémentaires non payées, des vacances, des congés de maladie, des absences de courte durée et des heures perdues pour cause de grève ou pour tout autre motif.

Il peut y avoir des écarts entre les frais de personnel supportés par les employeurs et les prestations réellement fournies par les salariés, par exemple lorsque le salaire continue d'être versé au travailleur malade en dépit de son absence au travail. Ces écarts sont faibles dans l'absolu, de sorte que la comparaison entre les heures ouvrées et les frais encourus reste valide.

L'indicateur utilisé dans le cadre de cette étude mesure la différence sur le plan des rémunérations entre la situation de l'ensemble des femmes et celle de l'ensemble des hommes à l'aide de la formule suivante :

$$100 - \left(\frac{\text{coût salarial horaire observé pour les femmes}}{\text{coût salarial horaire observé pour les hommes}} \right) \times 100$$

Un écart positif indique que la grandeur observée pour les femmes est inférieure à celle enregistrée pour les hommes.

Il convient de noter qu'un écart, positif ou négatif, n'est pas nécessairement le signe d'un traitement inégal entre les hommes et les femmes. Au niveau macroéconomique, il reflète en effet en partie des différences structurelles, comme par exemple le fait que les femmes sont le plus souvent

occupées dans des branches d'activité où les salaires sont inférieurs à la moyenne, ou qu'elles optent plus volontiers pour un régime de travail à temps partiel, ce qui peut ralentir leur progression salariale et leur accès à des fonctions supérieures mieux rémunérées. Sur le plan microéconomique, il peut simplement traduire le fait que les effectifs masculins et féminins ne sont pas homogènes en matière d'ancienneté, de qualification et/ou de fonction exercée.

2.1 Population d'analyse

2.1.1 Sélection des entreprises

En 2014, 13 547 entreprises avaient déposé un schéma complet présentant la qualité nécessaire pour faire partie de la population sélectionnée aux fins de l'analyse (cf. méthodologie détaillée à l'annexe 1). L'analyse de l'écart salarial décrite ici s'appuie pourtant sur une population nettement plus petite, comportant au total un peu moins de 2 000 firmes. Plusieurs filtres ont été appliqués pour obtenir cette sélection.

La ventilation par genre des rubriques relatives aux personnes, aux heures et aux frais s'impose à toutes les entreprises qui déposent un schéma complet, mais la loi de 2012 précise que « lorsque le nombre de travailleurs concernés est inférieur ou égal à trois, la ventilation de la rubrique ne devra pas être effectuée », et ce dans le but de garantir la protection de la vie privée des travailleurs. Les données des entreprises qui ont opté pour cette dispense – et elles sont nombreuses – sont inutilisables dans le cadre de l'analyse, la ventilation étant manquante ou incomplète. Par conséquent, n'ont été prises en considération que les sociétés qui comptaient au moins trois personnes dans chacun des quatre groupes de travailleurs pour lesquels la ventilation par genre est prévue, à savoir les hommes occupés à temps plein, ceux travaillant à temps partiel, les femmes engagées à temps plein et celles dont l'horaire est réduit. Il en résulte que les sociétés considérées comptent au moins douze travailleurs.

Le second critère de sélection tient à la qualité du reporting : la statistique est encore relativement neuve, et il subsiste de nombreuses erreurs dans les ventilations par genre, qui entraînent soit des différences entre les totaux reportés et la somme des détails des rubriques, soit des résultats aberrants. Les entreprises pour lesquelles de tels problèmes ont été observés ont été écartées.

Enfin, de (très) nombreuses entreprises – en l'occurrence un quart des firmes environ – ont utilisé une clé identique pour ventiler les heures ouvrées et les frais de personnel entre

(1) Les avantages versés en sus du salaire regroupés sous la rubrique 1033 sont ventilés selon le genre mais pas selon le régime de travail. Il s'agit d'avantages sociaux alloués dans un but social évident ou afin d'améliorer les rapports entre les membres du personnel ou de renforcer leurs liens avec l'entreprise. Figurent notamment parmi ces avantages, les cadeaux de mariage et de naissance, les services rendus par une crèche ou une installation sportive ou culturelle d'entreprise, un centre médical ou une centrale d'achat.

les quatre catégories de travailleurs précitées, de sorte que les frais horaires moyens sont exactement les mêmes pour ces quatre groupes et que l'écart salarial entre les femmes et les hommes est nul. L'objectif au niveau individuel est effectivement d'assurer «à travail égal, un salaire égal», mais une telle égalité ne devrait être observée dans la pratique que dans un nombre très limité de sociétés, a fortiori dans des firmes qui occupent au moins douze travailleurs. En effet, cela signifierait que les caractéristiques des quatre groupes de travailleurs sont identiques en termes d'ancienneté, de qualification et de fonction, ou que le hasard fait en moyenne bien les choses. Dès lors, les entreprises pour lesquelles les frais de personnel par heure ouvrée étaient strictement égaux pour les quatre groupes de travailleurs ont été contactées par courrier⁽¹⁾. Une petite partie d'entre elles ont communiqué des données corrigées; les autres ont été exclues.

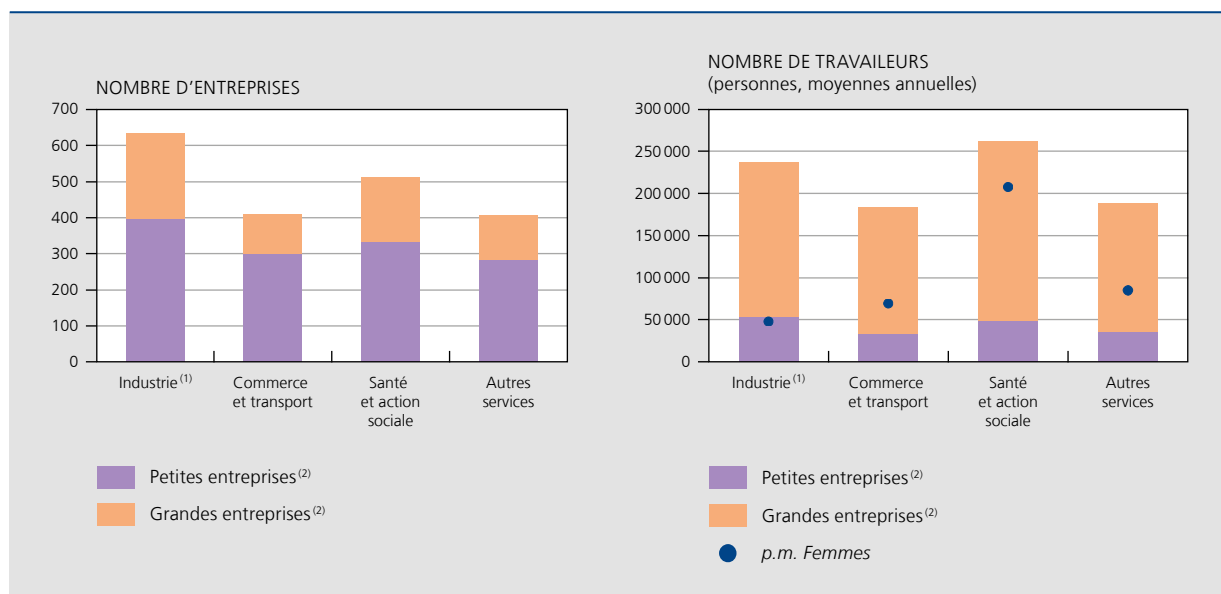
Au terme de ce processus d'apurement, la population d'analyse comptait 1 959 sociétés pour l'exercice 2014. Celles-ci occupaient ensemble 870 558 travailleurs, soit 43,1 % des effectifs des firmes dont les bilans sociaux ont été retenus dans le cadre de l'étude présentée dans la première partie.

(1) Plus de 800 sociétés ont ainsi été interpellées dans le but d'améliorer la représentativité de l'analyse. Moins de 100 ont réagi au courrier qui leur avait été envoyé. Une soixantaine de firmes ont envoyé des données corrigées.

2.1.2 Caractéristiques de la population d'analyse

Les entreprises sélectionnées ont été regroupées en fonction de leur branche d'activité et de leur taille. Les firmes de l'industrie, qui incluent aussi celles actives dans la construction, sont les plus nombreuses – elles équivalent à 32,4 % du total –, tandis que celles relevant de la santé et de l'action sociale sont les moins abondantes – à peine 16,1 % du total –; la branche du commerce et du transport et celle des autres services réunissent chacune un peu plus de 20 % des sociétés. En termes de personnel occupé, les entreprises de la santé sont néanmoins en moyenne plus grandes que celles des autres branches; elles fournissent un emploi à un peu moins d'un travailleur de la population d'analyse sur trois (30,1 %), et celles de l'industrie à un peu plus d'un travailleur sur quatre (27,2 %), tandis que les deux autres branches emploient chacune un travailleur sur cinq environ. Quelle que soit leur activité, les «petites» entreprises au sens de cette analyse (soit celles comptant moins de 250 ETP) sont deux fois plus nombreuses que les «grandes» (qui occupent plus de 250 ETP), mais les secondes rassemblent plus ou moins 80 % des travailleurs de chaque branche. Il convient de noter que les femmes sont prépondérantes dans la santé et l'action sociale, où elles représentent environ 80 % des salariés, tandis que les hommes constituent l'essentiel des effectifs dans l'industrie. Dans les deux

GRAPHIQUE 7 COMPOSITION DE LA POPULATION D'ANALYSE EN 2014
(population totale)



Source : BNB (bilans sociaux).

(1) Y compris la branche de la construction.

(2) Les petites firmes comptent moins de 250 ETP, tandis que les grandes emploient 250 ETP ou plus.

autres branches, environ quatre travailleurs sur dix sont des femmes.

La population d'analyse varie d'une année à l'autre, même sur la courte période de trois ans pour laquelle on dispose des données par genre nécessaires au calcul de l'écart salarial. Pour l'exercice 2012, certaines firmes n'ont pas rempli leurs obligations de reporting, tandis que la qualité des ventilations par genre s'est avérée insuffisante pour d'autres, de sorte que la couverture de la population d'analyse en termes d'entreprises comme d'emplois s'est sensiblement améliorée entre 2012 et 2014. Les 1 713 entreprises examinées en 2012 occupaient environ 735 000 travailleurs, tandis que les 1 959 firmes sélectionnées en 2014 employaient un peu plus de 870 000 personnes, soit une différence de 246 firmes et de 135 000 salariés. De très grosses sociétés – notamment bpost et Delhaize, qui totalisaient à elles deux quelque 47 000 emplois en 2014 – n'ont pas pu être prises en considération en 2012.

Pour éliminer ce biais, les résultats sont aussi présentés à population constante, soit les entreprises – un peu plus d'un millier au total – qui ont introduit des bilans sociaux répondant aux critères de sélection pour chacun des exercices 2012, 2013 et 2014. En 2014, elles occupaient un peu moins de 530 000 travailleurs.

2.2 Écart salarial moyen : mesure macroéconomique

Au niveau macroéconomique, l'écart salarial mesure la différence entre le coût salarial horaire moyen calculé pour l'ensemble des femmes et celui observé pour l'ensemble des hommes. La globalisation se fait à l'échelle de la population ou d'un groupe de sociétés. Il s'agit d'une donnée pondérée, puisque l'importance relative de chaque entreprise est prise en compte au numérateur comme au dénominateur.

En 2014, dans la population d'analyse, une heure de travail ouvrée par un travailleur de genre féminin coûtait en moyenne 39,3 euros, contre 45,6 euros pour un homme. L'écart salarial s'élevait par conséquent à 13,9 %. Cet écart est du même ordre de grandeur que celui relevé en 2013 (13,6 %), mais il est sensiblement plus faible que celui enregistré en 2012 (16,9 %).

Les évolutions observées peuvent découler de modifications des conditions de rémunération au sein des entreprises considérées et/ou d'une transformation de la structure de l'emploi. Elles peuvent aussi traduire des changements dans la population examinée. Travailler avec une population constante permet d'écarter l'influence de

TABLEAU 2 ÉCART SALARIAL MOYEN

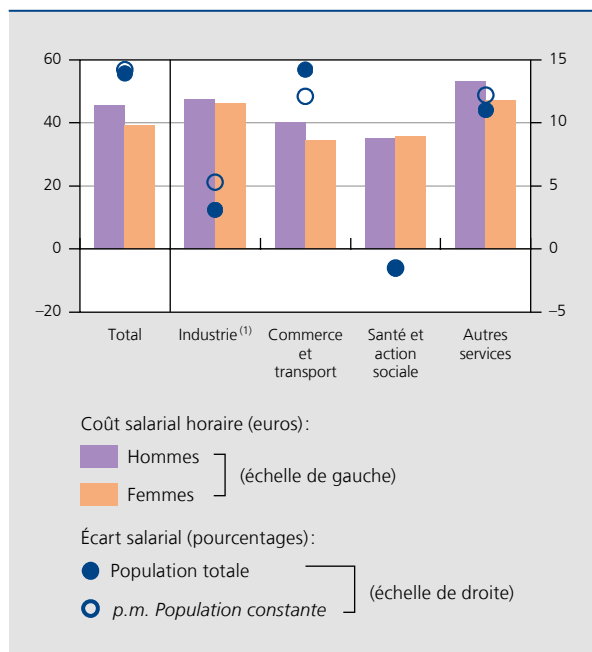
	2012	2013	2014
Population totale			
<i>p.m.</i> Nombre d'entreprises	1 713	1 828	1 959
Coût salarial horaire (euros)			
Hommes	44,9	45,8	45,6
Femmes	37,3	39,6	39,3
Écart salarial (pourcentages)	16,9	13,6	13,9
Population constante entre 2012 et 2014			
<i>p.m.</i> Nombre d'entreprises	1 020	1 020	1 020
Coût salarial horaire (euros)			
Hommes	45,4	46,4	46,5
Femmes	38,4	39,3	39,9
Écart salarial (pourcentages)	15,6	15,3	14,2

Source : BNB (bilans sociaux).

ce dernier facteur. Dans les 1 020 sociétés présentes pour chacun des trois exercices, l'écart salarial s'est réduit de 1,4 point de pourcentage entre 2012 et 2014, revenant de 15,6 à 14,2 %. Cette amélioration relative des conditions de rémunération des femmes résulte d'une évolution différenciée des coûts salariaux horaires (qui ont crû de respectivement 2,4 % pour les hommes et 4,1 % pour les femmes). Elle s'inscrit dans le contexte d'une modification de la distribution du volume de travail par genre. Le volume de travail total exprimé en heures a reculé de 1,1 % entre 2012 et 2014, mais seuls les effectifs masculins ont été affectés. Le volume de travail fourni par les femmes est resté stable ; la part relative des femmes dans le total a donc légèrement augmenté, passant de 42,9 à 43,4 %. La variation de la structure de l'activité par branche – repli dans l'industrie et dans les autres services, progression dans le commerce et le transport et dans la santé et l'action sociale – explique aussi en partie cette évolution, puisque les positions relatives des hommes et des femmes en matière de rémunération y sont sensiblement différentes.

Dans la population totale, les écarts de rémunération horaire moyenne les plus importants ont été enregistrés dans la branche du commerce et du transport en 2014 (14,2 % au total, l'écart s'approchant des 23 % dans le commerce considéré isolément) et dans celle des autres services (12,2 % au total, les niveaux étant plus élevés pour la branche de la finance et de l'assurance (16,8 %) et pour celle des services aux entreprises (14,8 %)). En revanche, l'écart était plus limité dans l'industrie (3,1 %), où les femmes, moins

GRAPHIQUE 8 ÉCART SALARIAL MOYEN EN 2014, SELON LES BRANCHES D'ACTIVITÉ
(population totale)



Source : BNB (bilans sociaux).

(1) Y compris la branche de la construction.

nombreuses, occupent des emplois en moyenne plus qualifiés que les hommes. Il était même négatif dans la santé et l'action sociale (-1,6%), ce qui signifie que les coûts salariaux horaires liés au personnel féminin y étaient en moyenne légèrement supérieurs à ceux des salariés masculins.

2.3 Écart salarial au sein des entreprises : mesure microéconomique

Dans son bilan social, chaque employeur fournit les données permettant de calculer le coût moyen d'une heure de travail séparément pour ses effectifs féminins et masculins. La comparaison de ces deux valeurs donne l'écart salarial pour cette entreprise. Les données présentées dans cette section sont des données non pondérées : chaque firme se voit attribuer une pondération identique, quels que soient le nombre de travailleurs qu'elle occupe et la répartition de ses effectifs par genre.

2.3.1 Population totale

La distribution⁽¹⁾ des coûts salariaux horaires par genre montre que les valeurs observées pour les femmes étaient globalement moins élevées que celles enregistrées pour les hommes en 2014. En effet, même si les valeurs observées

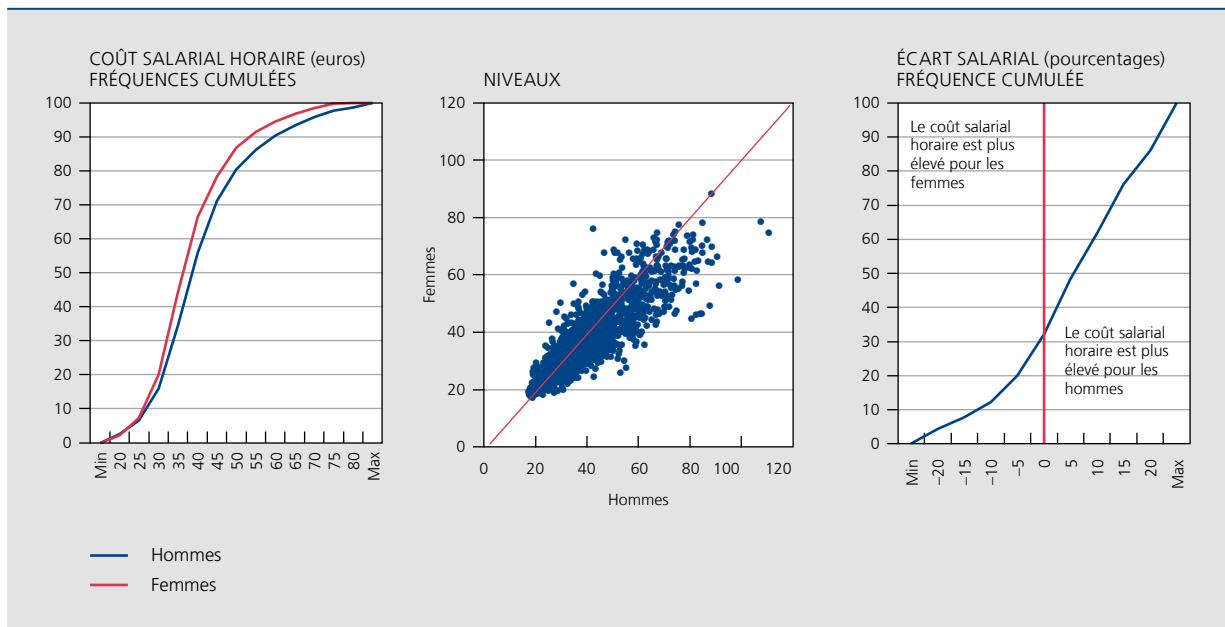
au percentile 5 sont assez semblables pour les hommes et pour les femmes (environ 23 euros) – ce qui s'explique bien entendu par le salaire minimum en vigueur dans notre pays –, elles divergent ensuite rapidement. Ainsi, la valeur médiane de la distribution est de 36,5 euros pour les femmes et de 38,6 euros pour les hommes, soit un écart de 2,1 euros. Au percentile 95, la valeur constatée pour les hommes est de 67,7 euros, soit 6,4 euros de plus que pour les femmes. On peut exprimer ces différences de distribution autrement : le coût salarial moyen du personnel féminin était inférieur à 35 euros par heure de travail dans 44 % des firmes de la population d'analyse, alors que de telles valeurs n'étaient en vigueur pour le personnel masculin que dans 34 % des firmes ; 20 % des entreprises payaient leurs effectifs masculins en moyenne plus de 50 euros par heure ouvrée, mais ce seuil n'était dépassé pour les travailleuses que dans 13,3 % des firmes.

Dans les entreprises de la population d'analyse, l'écart salarial est très variable ; 90 % des observations fluctuent entre -18,7 % (percentile 5) et 27,6 % (percentile 95), les valeurs extrêmes étant de respectivement -79,5 et 51,1 %. Les coûts salariaux induits par le personnel féminin sont plus faibles que ceux liés au personnel masculin – et l'écart salarial est donc positif – dans 69 % des entreprises de la population. La différence est égale ou supérieure à 15 % dans une firme sur quatre. On note cependant que près de 30 % des sociétés affichent un écart (positif ou négatif) limité – compris entre -5 et 5 %.

L'examen des résultats par branche d'activité réalisé au niveau microéconomique confirme ceux obtenus au niveau macroéconomique. C'est dans le commerce et le transport et dans les autres services que les écarts salariaux les plus élevés sont enregistrés, bien que les conditions de rémunérations soient assez différentes dans ces deux groupes d'entreprises.

Les sociétés actives dans la branche des autres services se distinguent par des coûts salariaux horaires globalement plus élevés que dans les autres branches, indépendamment du genre des travailleurs. Les effectifs féminins y sont cependant généralement moins onéreux que le personnel

(1) Différentes mesures statistiques sont utilisées pour étudier la dispersion des observations : moyenne arithmétique, médiane, quartiles, percentiles, intervalles interquartiles. La moyenne arithmétique rapporte la somme des valeurs enregistrées pour une variable quantitative quelconque au nombre d'observations. Il s'agit par conséquent d'une moyenne non pondérée : chaque entreprise a le même poids, qu'elle soit très grande ou très petite. Pour une variable donnée, la médiane est la valeur qui partage la distribution des observations classées par ordre croissant en deux parts égales, tandis que les valeurs associées au 1^{er} et au 3^e quartiles sont celles qui séparent respectivement le premier quart de la distribution du deuxième et le troisième du quatrième. Il en découle que 25 % des entreprises affichent un résultat inférieur à la valeur notée au 1^{er} quartile et 25 % un résultat supérieur à la valeur associée au 3^e quartile. Pour affiner encore l'analyse, on peut ajouter les valeurs associées aux percentiles, qui, comme leur nom l'indique, sont celles qui subdivisent la distribution en cent groupes d'importance égale.



Source : BNB (bilans sociaux).

masculin. Dans ce groupe d'entreprises, 25 % des firmes supportent des coûts salariaux supérieurs à 59,8 euros par heure ouvrée pour leurs effectifs masculins; le seuil est de 50,9 euros pour la main-d'œuvre féminine, tandis que les valeurs observées pour l'ensemble de la population sont de respectivement 46,5 et 43,2 euros l'heure. Les conditions de rémunération sont généralement plus favorables dans les grandes firmes de cette branche que dans les petites, les valeurs notées aux percentiles 25 et 75 étant supérieures de 4 à 5 euros dans les grandes entités. Néanmoins, la distribution des valeurs observées pour l'écart salarial est très semblable, et ce que les firmes soient petites ou grandes : les valeurs affichées aux percentiles 5 et 95 sont proches de, respectivement, -15 et 30 %. Celle observée au percentile 25 est proche de 0 dans les deux groupes, ce qui signifie qu'environ 75 % des firmes de la branche mentionnent des frais horaires plus lourds pour leur personnel masculin que pour leurs effectifs féminins.

Les frais horaires sont plus modérés dans le commerce et le transport que dans les autres services, de sorte que la distribution de cette variable est plus concentrée pour les hommes comme pour les femmes. Toutefois, l'asymétrie entre le haut et le bas de la distribution est plus marquée, surtout dans les grandes entreprises, ce qui signifie que les conditions de rémunération diffèrent davantage dans les entreprises qui pratiquent des salaires élevés que dans celles où les coûts salariaux horaires sont bas.

La distribution de écart salarial varie cependant peu entre les grandes firmes et les petites. Toutes tailles confondues, c'est dans cette branche que l'éventail des valeurs observées entre les percentiles 5 et 95 est le plus large : la différence entre les valeurs observées pour ces deux indicateurs statistiques y est d'environ 50 points de pourcentage, soit 3 points de plus que pour l'ensemble de la population ; 5 % des entreprises y ont enregistré un écart salarial supérieur à 31,6 %, soit un niveau supérieur de 4 points de pourcentage à la valeur observée pour l'ensemble de la population.

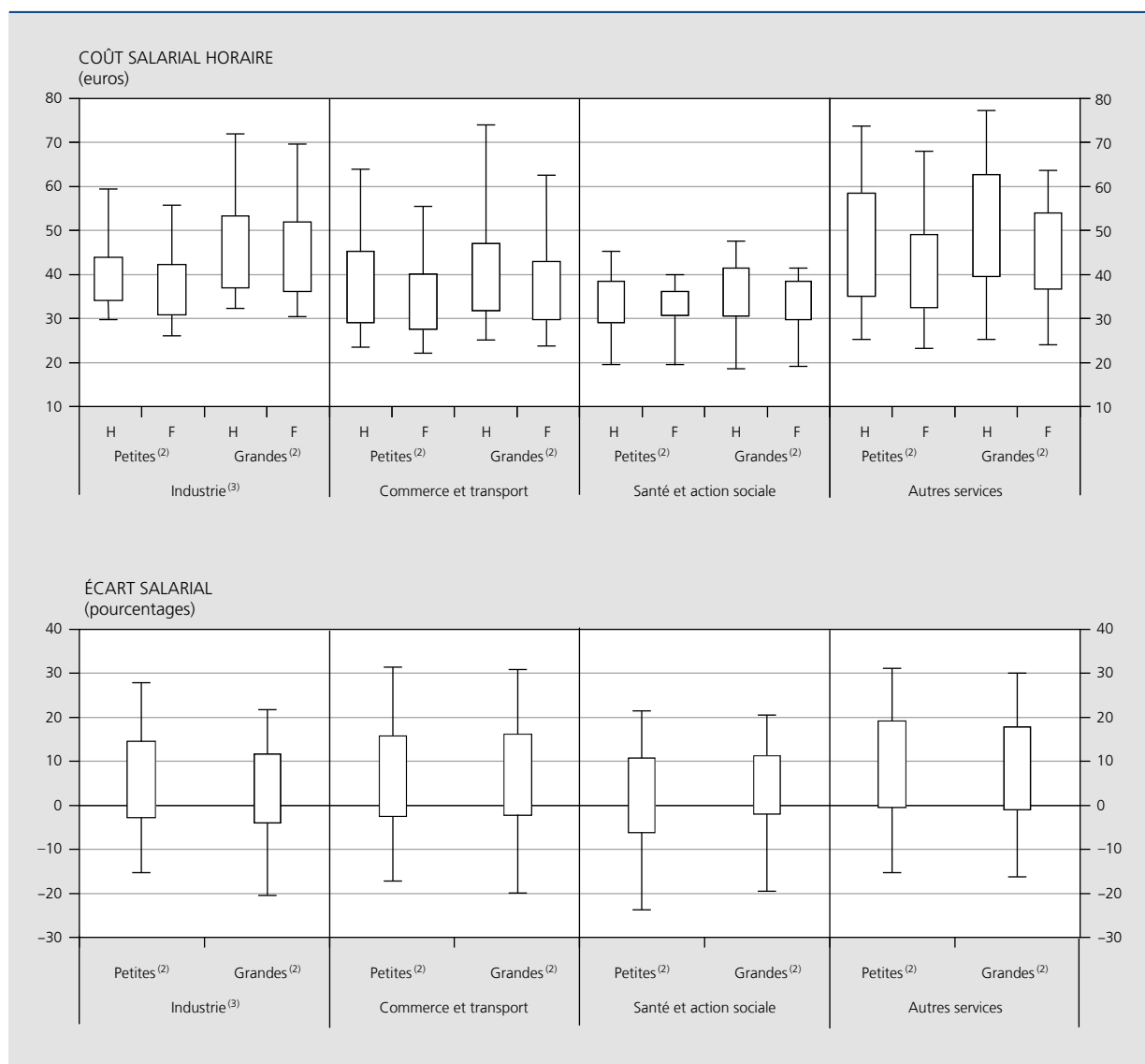
C'est dans la branche de la santé et de l'action sociale que les coûts salariaux sont les plus faibles et les plus homogènes, surtout en ce qui concerne les effectifs féminins. Ainsi, 13 % des entreprises de cette branche dépensent moins de 25 euros par heure de travail ouvrée par une femme, et 90 % d'entre elles paient leurs travailleuses moins de 40 euros, tandis que, pour l'ensemble de la population, ces proportions sont de respectivement 7,3 et 66,4 %. Le coût salarial horaire du personnel masculin est un peu plus élevé que celui des femmes : 76 % des entreprises mentionnent des coûts horaires inférieurs à 40 euros pour leur main-d'œuvre masculine. Conséquence de cette plus grande homogénéité, l'écart salarial est aussi globalement plus réduit. La distribution est centrée autour d'une médiane plus basse, qui s'établit à 2,9 %, contre 5 % environ dans l'industrie et dans le commerce et le transport, et presque 11 %

dans les autres services. Dans la santé et l'action sociale, la distribution de l'écart salarial est plus ramassée pour les grandes entreprises que pour les petites: l'écart interquartile – soit la différence entre les valeurs observées aux percentiles 25 et 75 – atteint 13 points dans les premières, contre presque 17 dans les secondes, la valeur enregistrée au percentile 25 étant sensiblement plus élevée dans les grandes firmes. C'est aussi dans les petites firmes que la proportion d'entreprises affichant un écart salarial négatif est la plus forte: plus de quatre

petites sociétés sur dix présentent cette particularité, contre moins de trois sur dix dans les grandes.

Dans l'industrie, les conditions de rémunération diffèrent sensiblement entre les petites et les grandes sociétés, même si les distributions des observations présentent la même dissymétrie vers le haut de la fourchette. Dans les petites firmes industrielles, 75% des entreprises déclarent des coûts salariaux inférieurs à 44,1 euros par heure ouvrée pour les hommes et à 42,7 euros pour les

GRAPHIQUE 10 COÛT SALARIAL HORAIRE DES FEMMES ET DES HOMMES ET ÉCART SALARIAL: DISTRIBUTION DES OBSERVATIONS PAR TAILLE ET PAR BRANCHE D'ACTIVITÉ EN 2014⁽¹⁾
(population totale)



Source : BNB (bilans sociaux).

(1) Les box plots se lisent comme suit : les extrémités inférieure et supérieure de la boîte correspondent respectivement aux 1^{er} et 3^e quartiles; les extrémités inférieure et supérieure des lignes verticales correspondent respectivement aux percentiles 5 et 95.

(2) Les petites firmes comptent moins de 250 ETP, tandis que les grandes firmes emploient 250 ETP ou plus.

(3) Y compris la branche de la construction.

femmes. Dans les grandes entreprises, ces montants sont nettement plus substantiels, puisqu'ils atteignent respectivement 53,4 et 52,1 euros. La distribution des écarts salariaux est centrée autour d'une médiane plus faible dans les grandes entreprises (3,5 %) que dans les petites (5,9 %). On rencontre par ailleurs davantage de firmes enregistrant un écart salarial négatif dans les grandes firmes (36,1 % des observations) que dans les petites (31,1 % du total).

2.3.2 Population constante

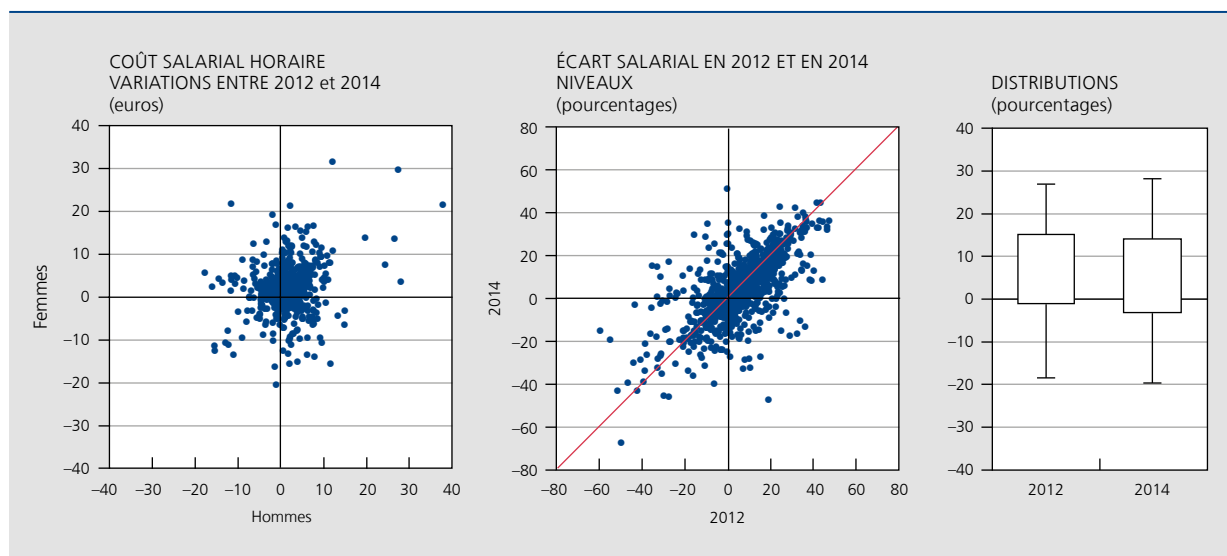
Les données relatives aux coûts salariaux horaires des femmes et des hommes étant disponibles depuis 2012, il est possible d'examiner les modifications de ces frais de personnel et de l'écart salarial observées dans les entreprises qui ont déposé des données de qualité suffisante pour les différents exercices.

Les coûts salariaux horaires ont bien entendu évolué entre 2012 et 2014 au sein des 1 020 entreprises étudiées. Toutes autres choses restant égales, l'application automatique des mécanismes d'indexation des salaires entraîne de facto une progression salariale. Même sur une courte période, d'autres facteurs, comme la variation de la structure de l'emploi dans les entreprises, des changements dans la politique de rémunération des entreprises, ou encore des modifications de la réglementation

en la matière, peuvent influencer le niveau des frais de personnel. Par ailleurs, 2012 étant la première année de reporting, il n'est pas exclu que certaines entreprises aient décelé des erreurs de méthodologie, qu'elles ont corrigées dans les bilans sociaux qu'elles ont déposés ultérieurement. Certaines entreprises ont en tous cas rapporté pour 2014 des résultats très différents de ceux enregistrés pour 2012 en ce qui concerne les coûts horaires moyens associés à leur personnel masculin et/ou féminin, comme le montre la dispersion des variations en euros figurant dans le volet de gauche du graphique 11. Un peu plus de 60 % des observations sont regroupées dans le premier quadrant, ce qui veut dire que les deux variables ont augmenté, tandis que 7 % des entreprises ont enregistré une baisse à la fois pour les hommes et pour les femmes (troisième quadrant); 23 % des entreprises ont par conséquent fait état de variations en sens opposé pour les hommes et pour les femmes (deuxième et quatrième quadrants).

Lorsque les frais horaires évoluent dans le même sens et au même rythme pour les hommes et pour les femmes, toutes autres choses restant égales, l'écart salarial demeure identique. La comparaison des écarts salariaux individuels pour 2012 et pour 2014 – présentée dans le volet central du graphique 11 – montre que des changements de grande ampleur sont survenus dans certaines sociétés, sans qu'il soit possible d'en déterminer les causes. Au

GRAPHIQUE 11 COÛT SALARIAL HORAIRE DES FEMMES ET DES HOMMES ET ÉCART SALARIAL: DISTRIBUTION DES OBSERVATIONS EN 2012 ET EN 2014⁽¹⁾
(population constante)



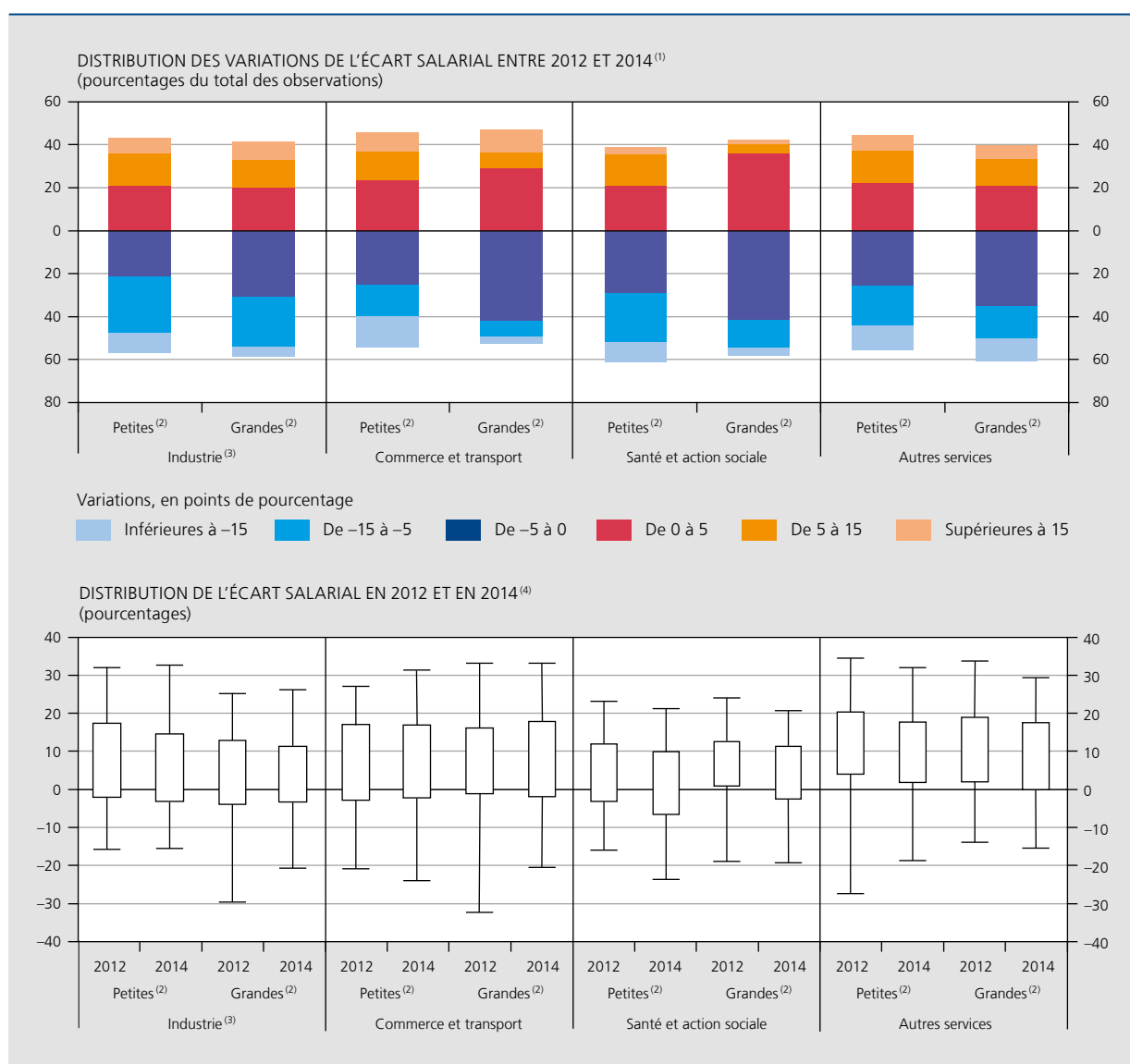
Source : BNB (bilans sociaux).

(1) Le box plot (volet de droite) se lit comme suit : les extrémités inférieure et supérieure de la boîte correspondent respectivement aux 1^{er} et 3^e quartiles ; les extrémités inférieure et supérieure des lignes verticales correspondent respectivement aux percentiles 5 et 95.

niveau de la distribution de cette variable – dans le volet de droite –, on constate cependant peu de différences entre 2012 et 2014, si ce n'est un léger glissement vers le bas des valeurs recensées aux percentiles 5 à 75. La valeur médiane est ainsi revenue de 6,8 à 5,9 % entre 2012 et 2014. En revanche, la valeur observée au percentile 95 est restée inchangée entre ces deux années, et l'intervalle complet des valeurs observées s'est élargi, la valeur minimale enregistrée en 2014 étant plus faible qu'en 2012 et la valeur maximale plus élevée.

Au total, 57,5 % des entreprises de la population constante ont vu le niveau de leur écart salarial se contracter entre 2012 et 2014. Le recul a été inférieur à 5 points de pourcentage dans 29 % des sociétés. À l'inverse, l'écart salarial a progressé de moins de 5 points de pourcentage dans 23,5 % des entreprises. Des corrections substantielles (supérieures à 15 points de pourcentage) à la hausse ou à la baisse ont été opérées dans environ 15 % des sociétés. Des différences d'évolution assez marquées apparaissent entre les groupes de sociétés réparties par branche et par

GRAPHIQUE 12 ÉCART SALARIAL EN 2012 ET EN 2014: VENTILATION DES ENTREPRISES SELON LA TAILLE ET LA BRANCHE D'ACTIVITÉ
(population constante)



Source : BNB (bilans sociaux).

(1) Le total de chaque flûte est égal à 100. Les entreprises qui ont enregistré une augmentation de l'écart salarial entre 2012 et 2014 sont classées au-dessus de l'axe des abscisses (en rouge et orange); celles qui ont enregistré une diminution sont classées en dessous (en bleu).

(2) Les petites firmes comptent moins de 250 ETP, tandis que les grandes firmes emploient 250 ETP ou plus.

(3) Y compris la branche de la construction.

(4) Les box plots se lisent comme suit: les extrémités inférieure et supérieure de la boîte correspondent respectivement aux 1^{er} et 3^e quartiles; les extrémités inférieure et supérieure des lignes verticales correspondent respectivement aux percentiles 5 et 95.

taille. Ainsi, les variations sont d'amplitude plus faible dans les grandes firmes que dans les petites, quelle que soit la branche d'activité: au total, une différence comprise entre - 5 et 5 points de pourcentage maximum a été observée dans 63 % des grandes entreprises (cette proportion atteignant même un maximum de 77,2 % dans la santé et l'action sociale) et dans 46,7 % des petites. Il est probable que des changements dans la structure de l'emploi ou dans les conditions de rémunération aient eu des conséquences plus importantes sur le niveau des coûts salariaux horaires des petites sociétés, dont la masse salariale est plus réduite. Les changements de plus forte amplitude (supérieurs à 15 points de pourcentage à la hausse ou à la baisse) ont été enregistrés dans les petites entreprises de la branche du commerce et du transport et de celle des autres services.

Ces variations individuelles se sont traduites par un rétrécissement de l'intervalle des valeurs observées entre les percentiles 5 et 95 pour tous les groupes d'entreprises, à l'exception des petites sociétés du commerce et du transport et de celles de la santé et de l'action sociale (où il s'est élargi), ainsi que de celles de l'industrie (où il est resté inchangé). Dans l'industrie, la santé et l'action sociale et les autres services, on constate un glissement vers le bas des valeurs observées au percentile 75, que ce soit pour les petites ou pour les grandes entreprises, ce qui témoigne d'un resserrement de l'écart entre les frais horaires associés aux personnels féminin et masculin. La proportion d'entreprises pour lesquelles un écart salarial positif est enregistré a diminué entre 2012 et 2014, retombant de 72,3 à 68 %, mais elle n'en demeure pas moins très importante.

3. Changements dans la législation comptable: quel impact en matière de bilan social ?

La loi du 18 décembre 2015 et l'arrêté royal d'exécution également daté du 18 décembre 2015 traduisent en droit belge les modifications découlant des nouvelles exigences européennes en matière de reporting financier en vertu de la directive 2013/34/UE du Parlement européen et du Conseil du 26 juin 2013 relative aux états financiers annuels, aux états financiers consolidés et aux rapports y afférents de certaines formes d'entreprises. Cette directive, qui s'appuie sur le principe «Think small first», vise à réduire les charges administratives qui pèsent sur les PME. Elle prévoit une modification des critères de taille, de sorte qu'un plus grand nombre d'entreprises pourront dorénavant être considérées comme petites et bénéficier d'obligations de reporting allégées. Elle dresse par ailleurs une liste

exhaustive des informations qui peuvent être reprises à l'annexe des comptes déposés par les petites sociétés; tout ajout à cette liste est formellement interdit. Par conséquent, le bilan social qui jusqu'ici faisait partie intégrante de l'annexe aux comptes annuels, ne peut expressément plus y figurer.

La loi du 18 décembre 2015 organise d'une manière différente la collecte des informations qui n'apparaissent plus dans l'annexe aux comptes annuels. La liste des documents à déposer dans les mêmes délais que les comptes annuels auprès de la BNB (cf. article 100 du Code des sociétés) a été élargie, et elle inclut désormais le bilan social. L'ensemble de ces documents restent soumis à l'obligation de publicité et seront mis à la disposition des tiers sur le site internet de la Banque nationale en même temps que les comptes annuels.

La nouvelle législation comptable introduit des changements dans le mode de comptabilisation de certaines rubriques des comptes annuels, qui seront détaillés dans l'article annuel consacré aux résultats des entreprises non financières à paraître dans la Revue économique de décembre 2016. Le contenu du bilan social, qui n'a pas d'équivalent en droit européen et qui découle uniquement de la législation belge, reste en revanche inchangé, tant dans le modèle complet, plus détaillé, que dans le modèle abrégé.

La modification des critères de taille et le nouveau mode de franchissement des seuils entraîneront néanmoins une rupture de série dans la collecte statistique, car le nombre d'entreprises tenues de déposer un schéma complet – et donc un bilan social plus détaillé – sera plus faible qu'avant. Jusqu'à présent, une entreprise était réputée petite – et donc autorisée à utiliser un schéma abrégé – dès lors qu'elle n'avait pas dépassé plus d'un des plafonds suivants lors des deux derniers exercices clôturés :

- moyenne annuelle du nombre de travailleurs occupés : 50 ETP,
- chiffre d'affaires (hors TVA) : 7 300 000 euros,
- total du bilan : 3 650 000 euros,

sauf si la moyenne annuelle de l'effectif du personnel était supérieure à 100 ETP, auquel cas l'entreprise était d'office considérée comme grande.

Dans la nouvelle législation, le seuil des 100 ETP qui conduisait automatiquement au dépôt d'un schéma complet disparaît totalement, tandis que les seuils applicables aux critères du total bilantaire et du chiffre d'affaires ont été revus à la hausse. Dorénavant, est considérée comme petite

toute entreprise qui, à la date de clôture du dernier exercice, n'excède pas plus d'une des limites suivantes :

- moyenne annuelle du nombre de travailleurs occupés : 50 ETP⁽¹⁾,
- chiffre d'affaires (hors TVA) : 9 000 000 euros,
- total du bilan : 4 500 000 euros.

La loi du 18 décembre 2015 introduit par ailleurs en droit belge le concept de « microsociété », qui n'existait pas auparavant. Les microsociétés sont des petites entreprises – au sens des critères de taille précédemment mentionnés – dotées de la personnalité juridique, qui ne sont liées ni à une société filiale ni à une société mère et qui ne dépassent pas plus d'une des limites suivantes :

- moyenne annuelle du nombre de travailleurs occupés : 10 ETP,
- chiffre d'affaires (hors TVA) : 700 000 euros,
- total du bilan : 350 000 euros.

Les microsociétés peuvent opter pour un schéma spécifique, dénommé « microschéma », pour le dépôt de leurs comptes annuels. Ce microschéma est composé d'un bilan et d'un compte de résultats identiques à ceux déposés par les petites entreprises, ainsi que d'une annexe plus réduite encore que celle qui s'applique aux petites sociétés. En revanche, elles sont tenues de déposer un bilan social selon le même schéma abrégé que les autres petites entreprises.

Notons que les franchissements occasionnels des seuils seront sans effet sur le modèle utilisé : le fait de dépasser ou de ne plus dépasser plus d'un des critères n'aura

d'incidence que si cette circonstance se produit durant deux exercices consécutifs. L'obligation de déposer un modèle complet ne s'appliquera dès lors qu'à partir de l'année qui suit deux exercices successifs au cours desquels deux seuils au moins auront été franchis. À l'inverse, une entreprise ne pourra utiliser le schéma abrégé que si elle n'a pas excédé plus d'un des trois seuils pendant au moins deux exercices consécutifs.

La nouvelle législation comptable s'applique aux exercices qui débutent à partir du 1^{er} janvier 2016. Les sociétés pourront bénéficier des nouveaux seuils dès le premier exercice : un régime transitoire prévoit en effet que la taille sera déterminée en prenant en considération les données du dernier exercice ayant commencé avant le 1^{er} janvier 2016. Comme tout changement de taille ultérieur nécessite un passage sous les seuils ou au-dessus de ceux-ci deux années de suite, les premiers changements de taille par rapport à l'exercice 2016 ne pourront être observés qu'à partir de l'exercice 2018.

Notons qu'à l'heure de mettre sous presse, rien n'avait changé pour les grandes et très grandes ASBL et fondations, dont les règles comptables s'inspirent pourtant largement de celles en vigueur pour les sociétés⁽²⁾. Le bilan social continue de faire partie intégrante de l'annexe à leurs comptes annuels. La situation reste également inchangée pour les banques et les entreprises d'assurance, de même que pour les autres sociétés déposant un bilan social isolé.

Il est difficile de calculer l'incidence de l'application des nouveaux seuils et modes de franchissement sur la collecte des informations. Sur une base statique, en se fondant sur les données relatives à l'exercice 2013, la Centrale des bilans a calculé que le nombre de sociétés non financières tenues de déposer leurs comptes annuels selon le modèle complet pourrait retomber de quelque 24 000 grandes sociétés au sens de l'ancienne législation à environ 12 000 si on applique les critères de la nouvelle réglementation. Cela signifierait que la part relative des grandes entreprises reviendrait de 6 à 3 % du total des déposants. Par ailleurs, parmi les petites entreprises, plus de huit firmes sur dix seraient susceptibles d'utiliser le microschéma pour le dépôt de leurs comptes annuels. L'impact sur le dépôt des bilans sociaux, qui concerne uniquement les sociétés qui occupent du personnel sur le territoire belge, n'a pas été estimé.

TABLEAU 3 TAILLE DES ENTREPRISES: CRITÈRES PERMETTANT DE DIFFÉRENCIER LES GRANDES SOCIÉTÉS DES PETITES

	Exercices qui commencent		p.m. Microsociétés
	avant le 1 ^{er} janvier 2016	à partir du 1 ^{er} janvier 2016	
	(unités)		
Total bilantaire (euros) . . .	3 650 000	4 500 000	350 000
Chiffre d'affaires hors TVA (euros)	7 300 000	9 000 000	700 000
Nombre moyen d'ETP (unités)	50	50	10

Source : BNB.

(1) La notion de travailleurs occupés a été élargie pour tenir compte également des travailleurs de la société qui sont actifs à l'étranger. Par conséquent, le nombre de travailleurs occupés est égal au nombre moyen de travailleurs exprimé en ETP inscrits auprès de la banque de données DIMONA à la fin de chaque mois de l'exercice, ou, lorsque l'emploi ne relève pas du champ d'application de la DIMONA, au nombre moyen de travailleurs exprimé en ETP inscrits au registre général du personnel ou dans un document équivalent à la fin de chaque mois de l'exercice considéré.

(2) Le SPF Justice est chargé de transposer aux ASBL et aux fondations les modifications qui s'appliquent aux sociétés non financières.

Conclusions

Entre 2000 et 2014, le volume de travail mesuré en ETP a sensiblement augmenté dans les entreprises qui déposent un bilan social. Cette hausse résulte en grande partie du nombre accru de bilans sociaux déposés par des sociétés de la branche de la santé et de l'action sociale, à la suite de l'obligation de déposer des comptes standardisés imposée depuis 2006 aux grandes et très grandes ASBL et fondations. Le volume de travail a également progressé dans le commerce et le transport et, de façon plus prononcée, dans les autres services. En revanche, il s'est contracté dans l'industrie.

Au-delà de la hausse globale du volume de travail, le bilan social permet de mettre en évidence des changements substantiels dans sa structure. Ainsi, la contribution des salariés engagés sous contrat d'employé a fortement progressé entre 2000 et 2014 (passant de 50,6 à 57,4 % du total), alors que celle des ouvriers s'est contractée. Ces évolutions trouvent bien entendu leur origine dans le changement de structure de l'activité par branche, puisque la baisse du volume de travail dans l'industrie s'appuie sur une diminution encore plus prononcée de l'emploi ouvrier accompagnée d'une hausse limitée du nombre d'employés. Dans les autres branches d'activité, le volume de travail assuré par des employés a également augmenté.

Une part plus large de l'activité repose désormais sur des travailleurs occupés à temps partiel (24 % du volume total en 2014, contre 13,1 % 14 ans plus tôt). En revanche, le nombre de travailleurs permanents et celui de travailleurs temporaires ont grimpé à des rythmes très similaires, de sorte que la quote-part des salariés sous contrat temporaire était égale à environ 6,2 % du volume de travail en 2000 comme en 2014. La précarisation de la situation des travailleurs s'est par conséquent davantage opérée par le biais du régime de travail que sur la base de leur contrat. Il faut néanmoins noter que la part des travailleurs qui cumulent un contrat temporaire avec des horaires réduits progresse, même s'ils ne représentaient encore qu'une faible part du volume de travail total en 2014.

Les femmes sont devenues un moteur important de l'activité ; leur contribution au volume de travail est passée de 33,5 à 41 % du total entre 2000 et 2014. Le poids relatif de la main-d'œuvre féminine a augmenté dans toutes les branches, mais c'est dans le commerce et le transport et dans la branche des autres services que la hausse est la plus tangible. Le volume de l'emploi fourni par des travailleurs masculins a légèrement diminué au cours de cette période, la progression enregistrée dans la santé et dans les autres services n'ayant pas été suffisante pour contrer

le recul observé dans l'industrie et dans le commerce et le transport.

La féminisation accrue de la main-d'œuvre explique le développement, en parallèle, du temps partiel. Il reste en effet largement l'apanage des femmes, même s'il constitue un précieux instrument de conciliation de la vie professionnelle avec la vie familiale et sociale tant pour les femmes que pour les hommes. Cet état de fait n'est pas dénué de conséquences sur la carrière professionnelle ni sur les opportunités de progression salariale des femmes. Le bilan social permet de mettre en évidence que, en moyenne, le personnel féminin reste moins onéreux que la main-d'œuvre masculine tant au niveau de la population étudiée dans son ensemble que pour la majorité des firmes, bien que la situation soit loin d'être homogène.

Les données agrégées pour près de 2 000 entreprises qui déposent un schéma complet montrent que le coût d'une heure de travail est en moyenne plus élevé de 13,9 % pour les hommes que pour les femmes. Les situations respectives des femmes et des hommes diffèrent sensiblement selon les branches : un écart positif plus prononcé que la moyenne est enregistré dans le commerce et le transport et dans les autres services ; il est nettement plus modéré dans l'industrie. Dans la santé et l'action sociale, en revanche, l'écart salarial est négatif.

Les résultats individuels des firmes révèlent que les coûts horaires sont en moyenne plus importants pour les hommes que pour les femmes dans 69 % des entreprises. L'écart est égal ou supérieur à 15 % dans une firme sur quatre. Un examen par branche d'activité confirme que les écarts salariaux sont les plus grands dans le commerce et le transport et dans les autres services, bien que la dispersion des salaires soit plus étroite dans la première branche que dans la seconde.

Pour mesurer l'évolution de l'écart salarial dans le temps, on a fait appel à une population constante d'un peu plus d'un millier de firmes qui ont communiqué les données nécessaires au calcul de l'écart salarial pour 2012, 2013 et 2014. De fortes variations individuelles des coûts salariaux horaires masculins et féminins et de l'écart salarial sont observées pour certaines sociétés ; la dispersion des observations de l'écart salarial a néanmoins peu changé entre 2012 et 2014. Au total, l'écart ne s'est creusé que modérément – de moins de 5 points de pourcentage – dans 23,5 % des sociétés, tandis que 57 % des entreprises ont vu le niveau de leur écart salarial se réduire. Conséquence de cette évolution, les entreprises affichant un écart salarial positif étaient proportionnellement moins nombreuses en 2014, leur part

relative restant toutefois élevée (68 % du total, contre 72 % en 2012).

On ne peut que déplorer le fait que l'analyse de l'écart salarial repose sur un nombre d'entreprises très limité par rapport à la population potentielle des firmes qui déposent un schéma complet. La législation, qui permet aux entreprises de ne pas remplir les données ad hoc pour autant que trois travailleurs ou moins soient concernés – dans un souci compréhensible de protection de la vie privée – est en partie responsable de cet état de fait. Mais la qualité des données fait également souvent défaut, de sorte que l'écart salarial ne peut être calculé ou qu'il n'a pas de sens. Le bilan social n'est pourtant pas une simple obligation statistique; il est aussi un outil de politique sociale, en ce qu'il permet de rendre compte de la réalité des firmes et, dès lors, d'orienter au mieux les décisions politiques. Il est de la responsabilité de

toutes les parties concernées de contribuer activement à l'amélioration du reporting en la matière.

La transposition en droit belge de la directive 2013/34/UE du Parlement européen et du Conseil relative aux états financiers annuels, aux états financiers consolidés et aux rapports y afférents de certaines formes d'entreprises entraînera des modifications de reporting dès l'exercice 2016. Rien ne change cependant en matière de bilan social: son contenu est intégralement préservé et il sera toujours déposé en même temps que les comptes annuels. La nouvelle réglementation modifie cependant les seuils déterminant la taille des entreprises: un plus grand nombre de sociétés pourront dorénavant être considérées comme des petites firmes ou même comme des microsociétés et utiliseront dès lors le modèle abrégé du bilan social, de sorte qu'on disposera d'informations sociales moins détaillées pour une plus grande partie de la population.

Bibliographie

CNC (1997), « Questions et réponses relatives au bilan social », *Bulletin de la Commission des normes comptables*, numéro 39, avril.

Delhez Ph. et P. Heuse (2006), « Le bilan social 2005 », BNB, *Revue économique*, décembre, 57-88.

Heuse P. (2013), « Le bilan social 2012 », BNB, *Revue économique*, décembre, 107-144.

Annexe 1 – Annexe méthodologique

1. Classification des entreprises par branche d'activité

Le classement des entreprises par branche d'activité repose sur le code d'activité figurant dans le répertoire des entreprises établi par la Banque nationale de Belgique dans le cadre de l'élaboration des comptes nationaux, lequel contient une série d'informations administratives relatives aux sociétés actives au cours d'une année donnée. Le répertoire concernant l'année 2014, basé sur la nomenclature NACE-BEL 2008, a été choisi comme référence pour déterminer le secteur institutionnel et la branche d'activité des entreprises pour l'ensemble des exercices 2000 à 2014. Les entreprises qui ne sont pas reprises dans le répertoire 2014 conservent le code d'activité attribué dans les répertoires précédents ou, à défaut, par la Centrale des bilans.

Dans l'article et ses annexes, la ventilation des entreprises par branche d'activité est effectuée sur la base des sections et divisions NACE-BEL qui figurent au tableau 1. Pour faciliter la lecture, les intitulés des branches ont été simplifiés.

TABLEAU 1 CLASSIFICATION UTILISÉE POUR L'ANALYSE DES BILANS SOCIAUX ET LISTE DES SECTIONS ET DIVISIONS DE LA NOMENCLATURE D'ACTIVITÉS NACE-BEL 2008

Intitulé	Intitulé abrégé	Section	Division
Agriculture, sylviculture et pêche	Agriculture	A	01-03
Extraction, industrie, énergie, eau et gestion des déchets	Industrie	B-E	05-39
Industries extractives		B	05-09
Industrie manufacturière		C	10-33
Production et distribution d'électricité, de gaz, de vapeur et d'air conditionné		D	35
Production et distribution d'eau; assainissement, gestion des déchets et dépollution		E	36-39
Construction	Construction	F	41-43
Commerce, transports, hébergement et restauration	Commerce et transport	G-I	45-56
Commerce; réparation de véhicules automobiles et de motocycles		G	45-47
Transports et entreposage		H	49-53
Hébergement et restauration		I	55-56
Information et communication	Information et communication	J	58-63
Activités financières et d'assurance	Finance et assurance	K	64-66
Activités immobilières	Immobilier	L	68
Services aux entreprises ⁽¹⁾	Services aux entreprises	M-N	69-82
Activités spécialisées, scientifiques et techniques		M	69-75
Activités de services administratifs et de soutien ⁽¹⁾		N	77-82
Santé humaine et action sociale	Santé et action sociale	Q	86-88
Culture, loisirs et autres services	Autres services	R-S	90-96
Arts, spectacles et activités récréatives		R	90-93
Autres activités de services		S	94-96

(1) À l'exception des activités liées à l'emploi (NACE-BEL 78), qui contiennent notamment les agences de travail temporaire.

2. Constitution des populations d'analyse

2.1 Principes méthodologiques

Les principes méthodologiques ayant présidé à la constitution des populations d'entreprises destinées à l'analyse des bilans sociaux sont décrits en détail dans l'annexe 1 de l'article « Le bilan social 2005 » paru dans la Revue économique de décembre 2006 et disponible sur le site internet de la Banque nationale de Belgique (www.nbb.be).

Dans le souci de pouvoir s'appuyer sur des données fiables et cohérentes, ne sont pris en considération que les bilans sociaux des entreprises ayant satisfait à une série de critères. En particulier:

- l'exercice comptable doit compter douze mois et être clôturé au 31 décembre;
- les entreprises doivent relever du secteur privé⁽¹⁾, occuper au moins un travailleur ETP, et leur activité économique et leur localisation doivent être clairement identifiées⁽²⁾;
- il ne peut y avoir de différences entre les données communiquées dans le bilan social et celles renseignées dans les comptes annuels⁽³⁾;
- les entreprises pour lesquelles des valeurs aberrantes ou des erreurs patentes sont observées en matière de frais de personnel horaires ou de durée de travail sont éliminées.

Il découle de l'application de ces principes méthodologiques que le nombre de bilans sociaux retenus pour effectuer l'analyse est, pour chaque exercice, sensiblement plus faible que le nombre total de bilans sociaux déposés auprès de la Centrale des bilans. À la fin du processus de sélection, la population totale pour l'exercice 2014 comptait 85 572 entreprises, qui occupaient en moyenne 2 018 700 travailleurs salariés.

2.2 Caractéristiques de la population d'analyse en 2014

Le nombre de travailleurs occupés dans les entreprises de la population d'analyse représentait en 2014 76,4 % de l'emploi salarié privé correspondant recensé dans les comptes nationaux.

La représentativité selon le critère de l'emploi varie en fonction de la branche d'activité. Dans certaines branches, le critère de la date de clôture influence sensiblement le taux de représentativité. Ainsi, dans le commerce et le transport, ce taux s'élève à 70,4 % lorsqu'on se limite aux entreprises qui clôturent au 31 décembre ; il passe à 93,5 % toutes dates de clôture confondues⁽⁴⁾.

Par ailleurs, certaines catégories d'entreprises ou d'emplois ne figurent en effet pas dans la population d'analyse. C'est le cas des ASBL employant moins de 20 travailleurs ETP, qui ne sont pas soumises à l'obligation de déposer un bilan social. De même, les travailleurs salariés occupés par des employeurs non constitués en société ne sont pas repris, puisque seules les sociétés sont tenues de déposer un bilan social. Il en résulte que la représentativité exprimée en pourcentage de l'emploi recensé dans les comptes nationaux est particulièrement faible dans les branches où ces entreprises ou ces travailleurs sont proportionnellement plus nombreux. C'est le cas dans l'agriculture et dans la branche des autres services (qui englobe par exemple les activités récréatives et celles liées à l'art et à la culture).

Au total, les travailleurs de la branche commerce et transport représentent 26,6 % du personnel de la population et ceux de la santé et l'action sociale 22,7% et ceux de l'industrie 20,6 %. Les autres branches ont une importance relative plus

(1) L'emploi dans le secteur privé est défini comme l'emploi enregistré dans l'économie totale (S.1), duquel on soustrait l'emploi dans le secteur public (S.13) et dans le secteur des ménages (S.14). De ce concept, sont également exclus les travailleurs occupés dans les branches NACE-BEL 78 (activités liées à l'emploi, qui contient notamment les agences de travail temporaire), 84 (administration publique et défense, sécurité sociale obligatoire) et 85 (enseignement).

(2) Les entreprises dont l'activité ou l'adresse est inconnue sont exclues de la population.

(3) Ceci revient à exclure les entreprises dont une partie des travailleurs sont occupés à l'étranger ou ne figurent pas au registre du personnel (personnel statutaire).

(4) Pour l'ensemble des branches, le fait de sélectionner uniquement les entreprises qui clôturent à la fin de l'année civile fait retomber le taux de représentativité de 90,3% (toutes dates de clôtures confondues) à 76,4 % (clôture au 31 décembre).

TABLEAU 2 REPRÉSENTATIVITÉ DE LA POPULATION D'ANALYSE EN 2014

	Nombre de travailleurs occupés (unités)		Représentativité (pourcentages) (3) = (2) / (1)
	Dans les comptes nationaux ⁽¹⁾	Dans les bilans sociaux ⁽²⁾	
	(1)	(2)	
Total	2 641 353	2 018 700	76,4
Agriculture	14 742	6 865	46,6
Industrie	525 619	415 252	79,0
Construction	196 318	143 095	72,9
Commerce et transport	763 553	537 608	70,4
Information et communication	91 138	73 405	80,5
Finance et assurance	116 685	105 570	90,5
Immobilier	17 780	12 703	71,4
Services aux entreprises ⁽³⁾	318 251	213 014	66,9
Santé et action sociale	499 938	458 531	91,7
Autres services	97 329	52 658	54,1

Source: BNB (bilans sociaux).

(1) Emploi salarié dans le secteur privé, soit l'emploi salarié enregistré dans l'économie totale (S.1), duquel on soustrait l'emploi salarié dans le secteur public (S.13) et dans le secteur des ménages (S.14). De ce concept, sont également exclus les travailleurs occupés dans les branches NACE-BEL 78 (activités liées à l'emploi), 84 (administration publique et défense, sécurité sociale obligatoire) et 85 (enseignement).

(2) Nombre moyen de travailleurs, soit la somme des rubriques 1001 (travailleurs à temps plein) et 1002 (travailleurs à temps partiel).

(3) À l'exception des activités liées à l'emploi (NACE-BEL 78), qui contiennent notamment les agences de travail temporaire.

réduite, à savoir 10,6 % pour les services aux entreprises, 7,1 % pour la construction, 5,2 % pour la branche finance et assurance. Les branches de l'information et la communication (3,6%), des autres services (2,6%) et, surtout, de l'agriculture (0,3%) sont plus marginales.

TABLEAU 3 CARACTÉRISTIQUES DE LA POPULATION D'ANALYSE EN 2014
(pourcentages du total, sauf mention contraire)

	Nombre d'entreprises	Nombre de travailleurs occupés ⁽¹⁾
p.m. Unités	85 572	2 018 700
Ventilation selon la branche d'activité		
Agriculture	1,0	0,3
Industrie	10,8	20,6
Construction	15,2	7,1
Commerce et transport	39,3	26,6
Information et communication	3,1	3,6
Finance et assurance	4,3	5,2
Immobilier	2,2	0,6
Services aux entreprises ⁽²⁾	14,4	10,6
Santé et action sociale	5,3	22,7
Autres services	4,4	2,6

Source: BNB (bilans sociaux).

(1) Nombre moyen de travailleurs, soit la somme des rubriques 1001 (travailleurs à temps plein) et 1002 (travailleurs à temps partiel).

(2) À l'exception des activités liées à l'emploi (NACE-BEL 78), qui contiennent notamment les agences de travail temporaire.

Annexe 2

EMPLOI⁽¹⁾ DANS LES ENTREPRISES DE LA POPULATION D'ANALYSE

(unités)

	2000	2005	2010	2011	2012	2013	2014
En ETP							
au 31 décembre	1 571 377	1 573 786	1 724 043	1 772 850	1 759 207	1 757 180	1 764 819
en moyenne annuelle	1 552 914	1 572 490	1 715 747	1 768 781	1 768 801	1 769 177	1 774 325
En personnes							
au 31 décembre	1 724 729	1 756 669	1 952 066	2 006 371	1 992 430	1 991 911	2 004 473
en moyenne annuelle	1 707 902	1 758 907	1 944 992	2 007 019	2 006 587	2 010 744	2 018 700
dont:							
Selon le régime de travail							
Travailleurs à temps plein	1 352 194	1 301 898	1 337 925	1 375 158	1 369 487	1 364 285	1 356 586
Travailleurs à temps partiel	355 707	457 009	607 066	631 861	637 101	646 458	662 114
Selon la branche d'activité							
Agriculture	4 843	6 065	6 318	6 939	6 854	6 693	6 865
Industrie	461 188	447 886	430 181	434 731	429 587	425 032	415 252
Construction	131 695	133 639	143 396	149 829	149 381	145 840	143 095
Commerce et transport	499 935	539 026	535 879	549 030	544 337	538 667	537 608
Information et communication	72 869	71 362	73 666	74 653	74 447	73 842	73 405
Finance et assurance	114 165	112 297	109 953	109 001	109 161	106 558	105 570
Immobilier	13 924	12 616	12 841	13 143	12 665	12 447	12 703
Services aux entreprises ⁽²⁾	130 840	157 750	177 949	192 912	198 512	205 801	213 014
Santé et action sociale	250 352	251 290	409 833	430 509	434 619	446 421	458 531
Autres services	25 939	26 975	44 976	46 272	47 024	49 444	52 658

Source: BNB (bilans sociaux).

(1) Travailleurs pour lesquels l'entreprise a introduit une déclaration DIMONA ou qui sont inscrits au registre général du personnel.

(2) À l'exception des activités liées à l'emploi (NACE-BEL 78), qui contiennent notamment les agences de travail temporaire.

Annexe 3

EMPLOI⁽¹⁾: VENTILATION SELON LE CONTRAT DE TRAVAIL, LE GENRE, LE DIPLOME ET LA CATÉGORIE PROFESSIONNELLE

(pourcentages du total, emploi en personnes au 31 décembre)

	2000	2005	2010	2011	2012	2013	2014
Selon le contrat de travail							
Contrat à durée indéterminée	93,2	93,9	93,5	93,1	93,3	93,1	92,7
Contrat à durée déterminée	5,3	5,0	5,4	5,7	5,6	5,8	6,1
dont:							
Agriculture	7,1	5,9	10,5	8,3	11,2	10,3	11,4
Industrie	5,2	3,9	3,6	4,1	3,7	3,7	3,9
Construction	3,2	3,0	3,7	3,9	4,1	4,3	4,5
Commerce et transport	4,6	6,2	6,8	7,3	7,4	7,9	8,6
Information et communication	4,9	4,4	2,3	3,2	2,6	2,6	2,4
Finance et assurance	4,6	2,9	2,0	1,8	1,7	1,6	1,9
Immobilier	5,2	4,0	4,6	4,9	5,4	5,3	5,6
Services aux entreprises ⁽²⁾	4,9	3,7	4,0	3,9	4,2	4,4	4,8
Santé et action sociale	8,5	7,3	7,3	7,4	7,3	7,2	7,2
Autres services	7,6	6,9	11,6	11,3	10,9	11,9	12,1
Contrat de remplacement	1,3	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Contrat pour l'exécution d'un travail défini	0,2	0,1	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1
Selon le genre							
Hommes	62,8	60,9	56,5	56,2	55,7	55,2	54,8
Femmes	37,2	43,5	43,5	43,8	44,3	44,8	45,2
Selon le diplôme							
Enseignement primaire	n.	n.	17,0	16,7	16,7	16,5	16,3
Enseignement secondaire	n.	n.	54,1	54,2	54,0	53,8	53,6
Enseignement supérieur non universitaire	n.	n.	20,6	20,6	20,5	20,6	20,8
Enseignement universitaire	n.	n.	8,3	8,5	8,8	9,0	9,3
Selon la catégorie professionnelle							
Ouvriers	46,2	44,3	41,5	41,6	41,2	40,8	40,6
Employés	50,7	53,3	56,4	56,3	56,8	57,1	57,3
Cadres	1,7	1,4	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3
Autres ⁽³⁾	1,4	1,0	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8

Source: BNB (bilans sociaux).

(1) Travailleurs pour lesquels l'entreprise a introduit une déclaration DIMONA ou qui sont inscrits au registre général du personnel.

(2) À l'exception des activités liées à l'emploi (NACE-BEL 78), qui contiennent notamment les agences de travail temporaire.

(3) Catégorie résiduaire, comprenant entre autres les stagiaires et les apprentis.

Annexe 4

VOLUME DE TRAVAIL DANS LES ENTREPRISES DÉPOSANT UN SCHEMA COMPLET: VENTILATION SELON LE STATUT DES TRAVAILLEURS

(moyennes annuelles)

	2000	2005	2010	2011	2012	2013	2014
Heures prestées (millions)							
Travailleurs pour lesquels l'entreprise a introduit une déclaration DIMONA ou qui sont inscrits au registre général du personnel	1 853,0	1 779,9	1 902,8	1 946,8	1 946,3	1 952,5	1 959,0
Personnes mises à la disposition de l'entreprise ⁽¹⁾	14,6	21,5	22,4	25,1	21,6	22,5	22,0
Personnel intérimaire	68,2	76,1	83,0	94,0	86,5	84,0	88,4
Équivalents temps plein (milliers)							
Travailleurs pour lesquels l'entreprise a introduit une déclaration DIMONA ou qui sont inscrits au registre général du personnel	1 170,8	1 171,2	1 269,4	1 298,0	1 303,7	1 307,3	1 314,2
Personnes mises à la disposition de l'entreprise ⁽¹⁾	8,7	13,2	13,8	15,6	13,5	13,7	13,5
Personnel intérimaire	36,5	40,6	44,0	49,3	45,3	44,0	46,4
Équivalents temps plein (pourcentages du total)							
Travailleurs pour lesquels l'entreprise a introduit une déclaration DIMONA ou qui sont inscrits au registre général du personnel	96,3	95,6	95,6	95,2	95,7	95,8	95,6
Personnes mises à la disposition de l'entreprise ⁽¹⁾	0,7	1,1	1,0	1,1	1,0	1,0	1,0
Personnel intérimaire	3,0	3,3	3,3	3,6	3,3	3,2	3,4
dont:							
Agriculture	8,4	5,9	5,3	4,6	5,9	6,3	7,6
Industrie	5,0	5,3	5,5	6,0	5,4	5,3	5,5
Construction	1,3	1,5	1,8	2,1	2,0	1,9	2,0
Commerce et transport	2,9	3,8	4,3	4,8	4,5	4,6	4,9
Information et communication	2,3	2,6	2,0	2,1	2,1	2,0	2,0
Finance et assurance	1,4	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	1,0
Immobilier	3,0	2,5	2,0	2,3	1,6	1,8	2,0
Services aux entreprises ⁽²⁾	3,1	3,1	3,8	4,1	3,9	3,5	3,6
Santé et action sociale	0,4	0,5	0,5	0,5	0,4	0,3	0,3
Autres services	3,1	3,5	4,3	4,1	3,4	3,1	2,8

Source : BNB (bilans sociaux).

(1) Les travailleurs liés à une entreprise et qui sont mis à la disposition d'une autre entreprise soumise à l'obligation de dépôt d'un bilan social sont comptabilisés deux fois.

(2) À l'exception des activités liées à l'emploi (NACE-BEL 78), qui contiennent notamment les agences de travail temporaire.

Annexe 5

DURÉE MOYENNE DE TRAVAIL ⁽¹⁾⁽²⁾

(heures ouvrées par travailleur et par an)

	2000	2005	2010	2011	2012	2013	2014
Agriculture	1 566	1 546	1 625	1 651	1 643	1 615	1 637
Industrie	1 534	1 513	1 492	1 499	1 490	1 490	1 491
Construction	1 464	1 445	1 418	1 466	1 440	1 423	1 450
Commerce et transport	1 678	1 581	1 559	1 557	1 557	1 563	1 556
Information et communication	1 646	1 624	1 609	1 601	1 609	1 605	1 601
Finance et assurance	1 532	1 427	1 440	1 441	1 444	1 443	1 440
Immobilier	1 598	1 585	1 556	1 559	1 560	1 567	1 557
Services aux entreprises ⁽³⁾	1 631	1 584	1 570	1 566	1 549	1 542	1 549
Santé et action sociale	1 551	1 498	1 467	1 456	1 448	1 449	1 439
Autres services	1 560	1 572	1 569	1 567	1 564	1 557	1 555
Total	1 584	1 532	1 510	1 513	1 506	1 505	1 504
<i>p.m. Travailleurs à temps plein</i> ⁽⁴⁾	<i>1 579</i>	<i>1 534</i>	<i>1 512</i>	<i>1 519</i>	<i>1 510</i>	<i>1 508</i>	<i>1 512</i>
<i>Travailleurs à temps partiel</i> ⁽⁵⁾	<i>916</i>	<i>904</i>	<i>936</i>	<i>931</i>	<i>936</i>	<i>936</i>	<i>934</i>

Source: BNB (bilans sociaux).

(1) Rubrique 1013 / somme des rubriques 1001 et 1002, sauf mention contraire.

(2) Travailleurs pour lesquels l'entreprise a introduit une déclaration DIMONA ou qui sont inscrits au registre général du personnel.

(3) À l'exception des activités liées à l'emploi (NACE-BEL 78), qui contiennent notamment les agences de travail temporaire.

(4) Rubrique 1011 / rubrique 1001.

(5) Rubrique 1012 / rubrique 1002.

Annexe 6

COÛT SALARIAL HORAIRE MOYEN ⁽¹⁾⁽²⁾

(euros)

	2000	2005	2010	2011	2012	2013	2014
Agriculture	18,9	20,2	20,1	20,1	21,1	21,7	22,0
Industrie	28,9	34,2	40,0	41,5	42,6	43,9	44,6
Construction	22,9	26,3	30,2	30,9	32,3	33,1	33,4
Commerce et transport	22,2	27,2	31,3	32,1	32,9	33,5	33,9
Information et communication	31,0	37,5	43,7	45,1	45,3	46,4	46,5
Finance et assurance	40,9	48,2	54,7	56,2	58,4	59,1	59,6
Immobilier	22,7	26,7	31,2	32,3	33,0	34,1	34,2
Services aux entreprises ⁽³⁾	27,0	31,4	33,8	34,2	35,2	35,6	35,2
Santé et action sociale	21,9	26,7	30,5	31,7	32,5	33,6	33,9
Autres services	19,1	22,7	28,5	28,7	30,3	31,3	32,1
Total	26,1	31,0	35,1	36,0	37,0	37,9	38,1
<i>p.m. Travailleurs à temps plein</i> ⁽⁴⁾	<i>26,7</i>	<i>31,6</i>	<i>36,1</i>	<i>37,0</i>	<i>38,1</i>	<i>38,9</i>	<i>39,4</i>
<i>Travailleurs à temps partiel</i> ⁽⁵⁾	<i>22,0</i>	<i>27,9</i>	<i>31,7</i>	<i>32,5</i>	<i>33,3</i>	<i>34,3</i>	<i>34,1</i>

Source: BNB (bilans sociaux).

(1) Rubrique 1023 / rubrique 1013, sauf mention contraire.

(2) Travailleurs pour lesquels l'entreprise a introduit une déclaration DIMONA ou qui sont inscrits au registre général du personnel.

(3) À l'exception des activités liées à l'emploi (NACE-BEL 78), qui contiennent notamment les agences de travail temporaire.

(4) Rubrique 1021 / rubrique 1011.

(5) Rubrique 1022 / rubrique 1012.

Annexe 7

FORMATION

	2008 ⁽¹⁾	2009 ⁽¹⁾	2010	2011	2012	2013	2014
Participants à une activité de formation ⁽²⁾ (pourcentages de l'emploi moyen)							
Formation formelle ⁽³⁾	34,0	35,2	36,8	37,2	39,2	40,2	40,7
dont:							
Agriculture	5,9	4,4	6,0	3,6	5,4	6,2	9,1
Industrie	39,8	40,9	44,0	44,5	46,2	48,6	50,5
Construction	16,6	19,0	19,3	17,9	20,7	22,3	22,8
Commerce et transport	26,4	28,1	28,4	28,7	30,9	31,5	29,6
Information et communication	46,5	45,3	48,8	50,3	51,9	49,3	48,7
Finance et assurance	55,1	54,3	55,3	60,0	62,8	63,3	67,7
Immobilier	10,2	10,9	12,1	14,9	13,3	16,9	18,0
Services aux entreprises ⁽⁴⁾	24,3	24,5	26,7	25,8	28,0	27,9	29,6
Santé et action sociale	43,5	45,9	47,2	47,9	49,7	50,9	51,9
Autres services	13,0	15,8	15,0	17,8	16,1	17,6	17,4
Formation informelle ⁽⁵⁾	18,9	18,4	20,6	20,8	23,3	23,0	23,0
Formation initiale ⁽⁶⁾	1,2	1,3	1,2	1,2	1,4	1,6	1,5

Source : BNB (bilans sociaux).

(1) L'introduction d'un nouveau formulaire du bilan social applicable aux exercices clôturés à partir du 1^{er} décembre 2008 engendre une rupture de série entre les données relatives aux exercices 2008 et suivants et celles relatives aux exercices antérieurs, raison pour laquelle les données relatives aux exercices 2000 et 2005 ne sont pas mentionnées.

(2) En raison des doubles comptages liés au fait qu'une même personne peut avoir participé à plus d'un type de formation, aucun total n'est calculé ici.

(3) Cours et stages conçus par des formateurs responsables de leur organisation et de leur contenu, à l'intention d'un groupe d'apprenants, dans des locaux distincts du lieu de travail.

(4) À l'exception des activités liées à l'emploi (NACE-BEL 78), qui contiennent notamment les agences de travail temporaire.

(5) Autres activités d'apprentissage, dont l'organisation et le contenu sont largement déterminés par l'apprenant en fonction de ses besoins propres, en relation directe avec le travail ou le lieu de travail. Ces activités comprennent également la participation à des conférences ou à des foires commerciales dans un but d'apprentissage.

(6) Formation, d'une durée minimale de six mois, délivrée aux personnes occupées dans le cadre de systèmes alternant formation et travail en entreprise, en vue de l'acquisition d'un diplôme.

FORMATION (suite)

	2008 ⁽¹⁾	2009 ⁽¹⁾	2010	2011	2012	2013	2014
Heures consacrées aux activités de formation (pourcentages des heures ouvrées)							
Formation formelle ⁽²⁾	0,73	0,74	0,73	0,73	0,78	0,82	0,82
dont:							
Agriculture	0,07	0,07	0,11	0,06	0,11	0,08	0,07
Industrie	0,79	0,78	0,83	0,81	0,85	0,86	0,94
Construction	0,24	0,30	0,30	0,28	0,34	0,38	0,36
Commerce et transport	0,71	0,76	0,64	0,61	0,71	0,71	0,70
Information et communication	0,90	0,80	0,84	0,96	0,98	1,01	0,98
Finance et assurance	1,34	1,10	1,18	1,33	1,27	1,15	1,31
Immobilier	0,21	0,16	0,21	0,25	0,22	0,25	0,25
Services aux entreprises ⁽³⁾	0,58	0,59	0,56	0,55	0,56	0,54	0,53
Santé et action sociale	0,83	0,92	0,94	0,96	1,02	1,21	1,11
Autres services	0,30	0,31	0,36	0,37	0,37	0,40	0,37
Formation informelle ⁽⁴⁾	0,37	0,36	0,42	0,42	0,46	0,47	0,47
Formation initiale ⁽⁵⁾	0,28	0,29	0,30	0,29	0,35	0,36	0,39
Total	1,39	1,40	1,45	1,45	1,59	1,66	1,68
Coûts nets liés aux activités de formation⁽⁶⁾ (pourcentages des frais de personnel)							
Formation formelle ⁽²⁾	1,15	1,06	1,11	1,13	1,17	1,19	1,15
dont:							
Agriculture	0,13	0,12	0,14	0,14	0,14	0,14	0,18
Industrie	1,26	1,09	1,30	1,31	1,40	1,39	1,44
Construction	0,36	0,40	0,41	0,42	0,46	0,49	0,45
Commerce et transport	1,22	1,18	1,08	1,04	1,12	1,15	1,10
Information et communication	1,33	1,22	1,31	1,43	1,43	1,43	1,32
Finance et assurance	2,22	1,86	1,97	2,20	2,02	1,90	2,06
Immobilier	0,20	0,19	0,22	0,25	0,29	0,31	0,29
Services aux entreprises ⁽³⁾	0,74	0,75	0,73	0,82	0,79	0,77	0,72
Santé et action sociale	0,80	0,87	0,90	0,93	0,97	1,14	0,95
Autres services	0,40	0,40	0,50	0,52	0,49	0,58	0,53
Formation informelle ⁽⁴⁾	0,40	0,38	0,44	0,43	0,47	0,47	0,47
Formation initiale ⁽⁵⁾	0,08	0,07	0,07	0,08	0,09	0,10	0,09
Total	1,63	1,51	1,61	1,64	1,72	1,76	1,71

Source: BNB (bilans sociaux).

- (1) L'introduction d'un nouveau formulaire du bilan social applicable aux exercices clôturés à partir du 1^{er} décembre 2008 engendre une rupture de série entre les données relatives aux exercices 2008 et suivants et celles relatives aux exercices antérieurs, raison pour laquelle les données relatives aux exercices 2000 et 2005 ne sont pas mentionnées.
- (2) Cours et stages conçus par des formateurs responsables de leur organisation et de leur contenu, à l'intention d'un groupe d'apprenants, dans des locaux distincts du lieu de travail.
- (3) À l'exception des activités liées à l'emploi (NACE-BEL 78), qui contiennent notamment les agences de travail temporaire.
- (4) Autres activités d'apprentissage, dont l'organisation et le contenu sont largement déterminés par l'apprenant en fonction de ses besoins propres, en relation directe avec le travail ou le lieu de travail. Ces activités comprennent également la participation à des conférences ou à des foires commerciales dans un but d'apprentissage.
- (5) Formation, d'une durée minimale de six mois, délivrée aux personnes occupées dans le cadre de systèmes alternant formation et travail en entreprise, en vue de l'acquisition d'un diplôme.
- (6) Coûts bruts, desquels on déduit les subventions et autres avantages financiers reçus. Les coûts nets de formation formelle comprennent par ailleurs les cotisations payées et les versements à des fonds collectifs.

Annexe 8

FORMATION DANS LES ENTREPRISES FORMATRICE ⁽¹⁾ EN 2014

	Participants à une activité de formation (pourcentages de l'emploi moyen)			Heures consacrées aux activités de formation (moyennes par participant et par an, en heures)			Coûts nets liés aux activités de formation ⁽²⁾ (moyennes par heure de formation, en euros)		
	For- melle ⁽³⁾	Infor- melle ⁽⁴⁾	Ini- tiale ⁽⁵⁾	For- melle ⁽³⁾	Infor- melle ⁽⁴⁾	Ini- tiale ⁽⁵⁾	For- melle ⁽³⁾	Infor- melle ⁽⁴⁾	Ini- tiale ⁽⁵⁾
	Agriculture	53,1	62,7	46,3	12	38	166	48	34
Industrie	63,2	45,4	10,3	27	39	195	68	43	18
Construction	49,7	44,5	11,4	22	31	631	39	35	6
Commerce et transport	52,7	46,2	11,0	32	27	395	53	34	5
Information et communication	63,6	32,6	16,0	31	27	194	63	38	13
Finance et assurance	77,1	53,4	6,0	26	26	374	94	44	8
Immobilier	48,0	50,6	40,3	19	24	214	38	32	8
Services aux entreprises ⁽⁶⁾	50,4	56,7	9,3	23	20	255	48	35	9
Santé et action sociale	59,9	47,5	4,6	24	19	368	29	30	12
Autres services	45,2	42,2	33,7	27	24	323	45	31	5
Total	58,8	47,1	8,9	27	27	344	53	38	9

Source : BNB (bilans sociaux).

(1) Entreprises qui renseignent au moins un travailleur en formation.

(2) Coûts bruts, desquels on déduit les subventions et autres avantages financiers reçus. Les coûts nets de formation formelle comprennent par ailleurs les cotisations payées et les versements à des fonds collectifs.

(3) Cours et stages conçus par des formateurs responsables de leur organisation et de leur contenu, à l'intention d'un groupe d'apprenants, dans des locaux distincts du lieu de travail.

(4) Autres activités d'apprentissage, dont l'organisation et le contenu sont largement déterminés par l'apprenant en fonction de ses besoins propres, en relation directe avec le travail ou le lieu de travail. Ces activités comprennent également la participation à des conférences ou à des foires commerciales dans un but d'apprentissage.

(5) Formation, d'une durée minimale de six mois, délivrée aux personnes occupées dans le cadre de systèmes alternant formation et travail en entreprise, en vue de l'acquisition d'un diplôme.

(6) À l'exception des activités liées à l'emploi (NACE-BEL 78), qui contiennent notamment les agences de travail temporaire.

Summaries of articles

Economic projections for Belgium – Spring 2016

The article presents the new macroeconomic projections for Belgium for the period 2016-2018, produced by the Bank as part of the Eurosystem's projection exercises.

The global economy has slowed further in recent months, mainly influenced by adverse conditions emanating from the emerging economies. In the euro area, however, activity continued to expand at a fairly sustained rate, despite the gradual dissipation of two factors which had done much to stimulate growth last year, namely the fall in oil prices and the depreciation of the euro. According to the Eurosystem's projections, real GDP in the euro area will rise by 1.6 % this year and 1.7 % in 2017 and 2018. Inflation will remain very low in the euro area this year, at 0.2 %, but will pick up subsequently to reach 1.3 % in 2017 and 1.6 % in 2018, as a result of rising commodity prices and strengthening activity.

In Belgium, activity grew at a slower pace at the beginning of the year, partly as a consequence of the terrorist attacks. Having reached 1.4 % in 2015, growth is expected to dip to 1.3 % in 2016 before strengthening slightly thereafter to 1.5 % in 2017 and 1.6 % in 2018. Domestic demand will be the main engine of growth in Belgium over the projection horizon. Labour market developments will remain dynamic: in cumulative terms, over the period 2016-2018, net job creations will amount to 140 000 units, and the unemployment rate will fall to 7.8 % of the labour force by 2018.

Inflation would average 1.6 % in 2016 in Belgium, 1.8 % in 2017 and 1.9 % in 2018. The increase in indirect taxes would fuel inflation in 2016, while in 2017 and 2018 inflation will be driven more by higher commodity prices and by growing domestic cost pressures originating from wages.

Only taking account of the fiscal measures subject to the guidelines for the Eurosystem projections exercises, the public deficit will rise to 2.8 % in 2016, exacerbated by exceptional expenditure (security, migrant crisis) and by the reduction in the ratio of tax revenues to GDP, before declining to 2.4 % of GDP in 2017 and in 2018. Government debt is projected to stabilise at around 106 % of GDP in 2018.

JEL codes: E17, E25, E37, E66

Key words: Belgium, macroeconomic projections, Eurosystem

The ABCs of quantitative easing, or the rudiments of asset purchasing by central banks

The article explains the rationale and transmission mechanisms of a central bank asset purchase programme, with particular focus on the ECB's own experience. The first part explains how the limits of traditional interest rate policies, in particular the lower bound on nominal interest rates, can complicate the central bank's steering of longer-term real interest rates and hence jeopardise its primary objective of price stability. The second part explains how asset purchases

can help to circumvent that constraint and allow the central bank to continue to steer borrowing conditions in the economy. Asset purchases actually have an impact on financing conditions well beyond the direct effect they exert on the assets bought because expectations regarding the trajectory of policy rates, various risk premia, the exchange rate and inflation expectations are also affected. Asset purchases create base money and also support money creation, even if the latter impact is more indirect. Quantitative easing is a source of revenue for the Eurosystem today but the future trajectory of these revenues depends on future movements of policy rates. Finally, the article explains how maturing bond holdings and a pick-up of nominal economic growth, supported by the asset purchases themselves, are natural mechanisms to exit the regime of abundant central bank liquidity.

JEL codes: E52, E58

Key words: euro area, ECB, Eurosystem, quantitative easing, asset purchase programme, unconventional monetary policy, lower bound

The economic consequences of the flow of refugees into Belgium

The article attempts to put into context and estimate the economic impact of the recent arrival of asylum-seekers in Belgium. Despite the wide media coverage, this wave of refugees only accounts for a very small proportion of the Belgian population and is still much the same as the numbers recorded in the 2000s. Its economic impact should not be overestimated either. The authors' estimates point to a relatively limited but still positive effect on economic activity, of around 0.17 % by the year 2020, and, even though the resultant costs weigh heavily on public finances in the short term, a return to a balanced budget is expected in the medium term. It should be noted that better integration into the labour market could bring more positive results. Yet, the employment rate among immigrants is low, especially in Belgium, and the gap with respect to Belgians remains significant. Only part of this phenomenon can be explained by individual features of the foreign population. The problem of recognition of qualifications and skills, lack of human and cultural capital in the host country as well as some degree of discrimination also constitute barriers to immigrant employment. In spite of various policies that have already been put in place, a lot more effort still has to be made to improve the integration of foreigners on the labour market and then their socio-economic status too. The country's economy will then be able to take full advantage of the contribution from their labour force.

JEL codes: F22, J15, J21, J61, J71

Key words: international migration, refugee, labour market integration

Internal resources, bank credit and other funding sources: what are the alternatives for businesses in Belgium ?

Businesses are partly reliant on whatever sources funding they can find for their activity and development. Quite independently of the resources they generate through retained earnings, the financing instruments actually used by firms depend on their respective costs, as well as on the nature of the funding requirements and the firms' own characteristics. Firms forming part of a group have certain facilities at their disposal, such as access to liquidity reserves common to their group. Other companies, which make up the lion's share of Belgian firms, do not have such financing facilities and usually resort to bank credit which plays a predominant role in funding SMEs. However, some firms have more limited access to bank loans; this is particularly true of innovative companies, that have a more risky profile, and, for this reason, are reliant on other sources of funding (non-bank loans in particular).

JEL codes: G32

Key words: corporate finance, corporate investment, firm level

Social balance sheet 2014

The article on the social balance sheet centres on two main themes: the changes in the composition of the volume of labour on one hand, and the level and the movement in the wage gap between men and women on the other hand.

Between 2000 and 2014, the volume of labour measured in FTEs increased by around 193 000 units, or 12.3 % over 14 years. The number of firms analysed increased from 69 939 to 85 572 over the same period. The volume of labour expanded considerably in health and social work (following the increase in the number of balance sheets submitted), but also in other services, and more moderately in trade and transport. Conversely, it contracted in industry. There were also substantial changes in the structure of the volume of labour broken down by type of workers. The contribution of personnel employed as clerical staff rose sharply while that of manual workers declined. Part-time workers accounted for a larger proportion of the labour force in 2014. Finally, women have become a major driving force in activity, while the volume of labour represented by male workers has diminished.

The study of the results for just under 2 000 firms submitting a full balance sheet shows that, in 2014, the cost of an hour's labour for male workforce was 13.9 % higher, on average, than for female workers. However, the situation is far from uniform as regards both the aggregate wage gap per branch and the results recorded at the level of the firms themselves. Analysis by branch of activity shows that the wage gap is larger than average in trade and transport and in other services, while it is more moderate in industry and slightly negative in health and social work. At the business level, average hourly costs are higher for men than for women in 69 % of firms. The wage gap is 15 % or larger in one in four firms.

The movement in the wage gap between 2012 and 2014 was measured on the basis of a constant population of just over a thousand firms. The gap narrowed in 57 % of firms, while it increased moderately in 23.5 % of companies. However, there was only little change in the dispersion of the wage gap observations between those two years. The firms in this constant population recording a positive wage gap represented still a large share of the total in 2014, even if they were proportionately fewer than two years ago.

JEL codes: D24, J21, J24, J31

Key words: production, cost, capital, total factor, and multifactor productivity, capacity, labor force and employment, size and structure, human capital, skills, occupational choice, labor productivity, wage level and structure, wage differentials

Abstracts from the Working Papers series

290. Predicting Belgium's GDP using targeted bridge models, by Ch. Piette, January 2016

The paper investigates the usefulness, within the frameworks of the standard bridge model and the 'bridging with factors' approach, of a predictor selection procedure that builds on the elastic net algorithm. A pseudo-real time forecasting exercise is performed, in which estimates for Belgium's quarterly GDP are generated using a monthly dataset of 93 potential predictors. While the simulation results indicate that specifying forecasting models using this procedure can lead to a slight improvement in terms of predictive accuracy over shorter horizons, the forecasting errors made by these 'targeted' models are not found to be significantly different from those based on the principal components extracted from the entire set of available indicators. In other words, the only advantage of following such an approach lies in the fact that it enables the forecaster to streamline the information set.

291. Did export promotion help firms weather the crisis?, by J. Van Biesebroeck, J. Konings, Ch. Volpe Matincus, January 2016

In the global recession of 2009, exports declined precipitously in many countries. The authors illustrate with firm-level data for Belgium and Peru that the decline was very sudden and almost entirely due to lower export sales by existing exporters. After the recession, exports rebounded almost equally quickly and they evaluate whether export promotion programs were an effective tool aiding this recovery. They show that firms taking advantage of this type of support did better during the crisis, controlling flexibly for systematic differences between supported and control firms. The primary mechanism they identify is that supported firms are generally more likely to survive on the export market and, in particular, are more likely to continue exporting to countries hit by the financial crisis.

292. On the role of public policies and wage formation for business investment in R&D: A long-run panel analysis, by T. Buyse, F. Heylen, R. Schoonackers, January 2016

The paper studies the drivers of business funded and performed R&D in a panel of 14 OECD countries since 1981. More specifically, the authors investigate the effects of public R&D related policies and wage formation. Following Pesaran (Econometrica, 2006) and Kapetanios et al. (Journal of Econometrics, 2011), their empirical strategy allows for cross-sectionally correlated error terms due to the presence of unobserved common factors, which are potentially non-stationary. They find that tax incentives are effective. Public funding (subsidization) of R&D performed by firms can also be effective if subsidies are not too low, neither too high. R&D performed within the government sector and within institutions of higher education is basically neutral with respect to business R&D. They find no evidence for crowding out, nor for complementarity. The higher education sector may, however, indirectly be of great significance. Their results reveal human capital accumulation at the tertiary level as a key driver of business R&D in the OECD during the last

decades. As to the impact of wage formation, using an indicator for wage pressure developed by Blanchard (Economic Policy, 2006), they find that wage moderation may contribute to innovation, but only in fairly closed economies and in economies with flexible labour markets. In highly open economies and economies with rigid labour markets rather the opposite holds. In these economies high wage pressure may enhance creative destruction and force firms to innovate as a competitive strategy. Their results show that a careful treatment of the properties of the data is crucial.

293. Unraveling firms: Demand, productivity and markups heterogeneity, by E. Forlani, R. Martin, G. Mion, M. Muûls, February 2016

The authors develop a new econometric framework that simultaneously allows recovering heterogeneity in demand, TFP and markups across firms while leaving the correlation among the three unrestricted. They do this by systematically exploiting assumptions that are implicit in previous firm-level productivity estimation approaches. They use Belgian firms production data to quantify TFP, demand and markups and show how they are correlated among them, across time and with measures obtained from other approaches. They also show to what extent their three dimensions of heterogeneity allow us to gain deeper and sharper insights on two key firm-level outcomes: export status and size.

294. Unemployment risk and over-indebtedness: A micro-econometric perspective, by Ph. Du Caju, F. Rycx, I. Tojerow, February 2016

The authors study how unemployment effects the over-indebtedness of households using the new European Household Finance and Consumption Survey (HFCS). First, they assess the role of different labor market statuses (i.e. employed, unemployed, disabled, retired, etc.) and other household characteristics (i.e. demographics, housing status, household wealth and income, etc.) to determine the likelihood of over-indebtedness. They explore these relationships both at the Euro area level and through country-specific regressions. This approach captures country-specific institutional effects concerning all the different factors which can explain household indebtedness in its most severe form. They also examine the role that each country's legal and economic institutions play in explaining these differences. The results of the regressions across all countries show that the odds of being over-indebted are much higher in households where the reference person is unemployed.

These odds ratios remain fairly stable across different over-indebtedness indicators and specifications. Interestingly, the authors find similar results for secured debt only. Turning to country specific results, the role of unemployment varies widely across countries. In Spain, France or Portugal, for example, the odds ratio for the unemployed group is just below 2, whereas in Austria, Belgium, or Italy the odds ratio is higher than 4. Secondly, they situate the analysis in a macro-micro frame to identify households and countries that are especially vulnerable to adverse macroeconomic shocks in the labor market. For the Euro area, they find that the percentage of households plagued by overindebtedness increased by more than 10 %, suggesting that another unemployment shock could have a major impact on the financial solvency of Euro area households. Finally, the impact of this shock on single-headed households is much higher than on couple-headed ones.

295. International shocks and domestic prices: How large are strategic complementarities?, by M. Amiti, O. Itskhoki, J. Konings, March 2016

How strong are strategic complementarities in price setting across firms? The authors provide a direct empirical estimate of firm price responses to changes in prices of their competitors. They develop a general framework and an empirical identification strategy to estimate the elasticities of a firm's price response to both its own cost shocks and to the price changes of its competitors. Their approach takes advantage of a new micro-level dataset for the Belgian manufacturing sector, which contains detailed information on firm domestic prices, marginal costs, and competitor prices. The rare features of these data enable them to construct instrumental variables to address the simultaneity of price setting by competing firms. They find strong evidence of strategic complementarities, with a typical firm adjusting its price with an elasticity of 35 % in response to the price changes of its competitors and with an elasticity of 65 % in response to its own cost shocks. Furthermore, they find substantial heterogeneity in these elasticities across firms, with small firms

showing no strategic complementarities and a complete cost pass-through, while large firms responding to their cost shocks and competitor price changes with roughly equal elasticities of around 50 %. They show, using a tightly calibrated quantitative model, that these findings have important implications for shaping the response of domestic prices to international shocks.

296. The supplier network of exporters: Connecting the dots, by E. Dhyne, S. Rubínová, May 2016

The capability of domestic firms to compete on foreign markets is an important indicator of a country's economic strength and a target of many economic policies. The authors know that only a small share of producers sells on foreign markets and that these firms perform in many aspects differently from their purely domestic counterparts. Recent research, however, highlighted that many exporters are just trade intermediaries that do not produce the exported good and, importantly, the capability to export is supported by availability of cheap and high-quality inputs. This suggests that in order to understand an economy's involvement in international trade and the characteristics of firms that produce for foreign markets they need to look beyond the firms that own a good when it crosses the border and acknowledge that many firms are engaged in international trade indirectly. The paper fills the gap by offering the first glimpse of the domestic supplier network that underpins exports production. To this purpose the authors use a new and unique dataset of yearly transactions between all domestic firms in the Belgian economy and augment it with data on firms' characteristics and their international transactions. They show that the current picture of firms in international trade indeed misses an important share of firms. While they confirm that direct exporters are the best performing firms, they also show that they are supported by suppliers that are very good performers themselves.

In fact, the authors find evidence of a performance premium that is increasing in the proximity to foreign demand.

297. Does one size fit all at all times? The role of country specificities and state dependencies in predicting banking crises, by S. Ferrari, M. Pirovano, May 2016

Given the indisputable cost of policy inaction in the run-up to banking crises as well as the negative side effects of unwarranted policy activation, policymakers would strongly benefit from earlywarning thresholds that more accurately predict crises and produce fewer false alarms. The paper presents a novel yet intuitive methodology to compute country-specific and state-dependent thresholds for early-warning indicators of banking crises. The results for a selection of early-warning indicators for banking crises in 14 EU countries show that the benefits of applying the conditional moments approach can be substantial. The methodology provides more robust signals and improves the early-warning performance at the country-specific level, by accounting for country idiosyncrasies and state dependencies, which play an important role in national supervisory authorities' macroprudential surveillance.

298. Competition and product mix adjustment of multi-product exporters: Evidence from Belgium, by K. Breemersch, June 2016

The paper studies the effects of competition in a destination market on the product sales distribution of Belgian multi-product firms using the framework of Mayer et al. (2014). The author show that in high competition markets multi-product firms export relatively more of their core products thus skewing the sales distribution towards the best-performing varieties of the firm. A calibrated fit indicates that the general productivity effects that are associated with this skewness reaction are potentially large as firms adjust their production process to accommodate the increased demand for its core products. The skewness effect of high competition markets is only observed for products that the firm eventually drops, underlining the importance of the product extensive margin adjustment. The effect is not limited to manufacturing firms, but also extends to intermediaries in trade and is shown to depend on the type of good that is exported

Signes conventionnels

%	pour cent
cf.	confer
e	estimation de la Banque
n.	non disponible
p.m.	pour mémoire
etc.	et cætera
pp.	point de pourcentage
vs	versus

Liste des abréviations

Région ou pays

BE	Belgique
DE	Allemagne
EE	Estonie
IE	Irlande
EL	Grèce
ES	Espagne
FR	France
IT	Italie
CY	Chypre
LT	Lituanie
LU	Luxembourg
LV	Lettonie
MT	Malte
NL	Pays-Bas
AT	Autriche
PT	Portugal
SI	Slovénie
SK	Slovaquie
FI	Finlande
EA	Zone euro
BG	Bulgarie
CZ	République tchèque
DK	Danemark
HR	Croatie
HU	Hongrie
PL	Pologne
RO	Roumanie
RU	Russie
SE	Suède
UK	Royaume-Uni
UE	Union européenne

MA	Maroc
TR	Turquie
CD	République démocratique du Congo
JP	Japon
US	États-Unis

Autres

ABSPP	Asset-backed securities purchase programme – Programme d’achats de titres adossés à des actifs
Actiris	Service public régional bruxellois de l’emploi
AIDA	Asylum information database (base de données sur l’asile)
APP	Asset purchase programme – Programme d’achats d’actifs
ASBL	Association sans but lucratif
BCE	Banque centrale européenne
BFP	Bureau fédéral du plan
BNB	Banque nationale de Belgique
CBPP3	Third covered bond purchase programme – Troisième programme d’achats d’obligations sécurisées
CCT	Convention collective de travail
CE	Commission européenne
CGRA	Commissariat général aux réfugiés et aux apatrides
CISS	Composite Indicator of Systemic Stress – Indicateur composite de tensions systémiques
CNC	Commission des normes comptables
CPB	Centraal Planbureau (Pays-Bas)
CSPP	Corporate sector purchase programme – Programme d’achats de titres du secteur des entreprises
CV	Curriculum vitae
DEI	Demandeur d’emploi inoccupé
DGS	Direction générale Statistiques
DIMONA	Déclaration Immédiate/Onmiddellijke Aangifte (message électronique par lequel l’employeur communique toute entrée et sortie de service d’un travailleur à l’ONSS ou à l’ONSSAPL)
EAPP	Expanded asset purchase programme – Programme étendu d’achats d’actifs
EFT	Enquête sur les forces de travail
Eonia	Euro Overnight Index Average
ETP	Équivalent temps plein
Fedasil	Agence fédérale pour l’accueil des demandeurs d’asile
FMI	Fonds monétaire international
GOK	Gelijke Onderwijskansen (égalité des chances en éducation)
ICN	Institut des comptes nationaux
IFM	Institution financière monétaire
IPCH	Indice des prix à la consommation harmonisé
IPCN	Indice des prix à la consommation national

IPP	Impôt des personnes physiques
ISBL	Institution sans but lucratif
NACE-BEL	Nomenclature des activités économiques de la Communauté européenne, version belge
NEET	Not in education, employment or training – Sans emploi, ne participant ni à l'éducation, ni à la formation
OCDE	Organisation pour la coopération et le développement économiques
OIS	Overnight Index Swap
OLO	Obligation linéaire
OMT	Opérations monétaires sur titres
ONEM	Office national de l'emploi
OPEP	Organisation des pays exportateurs de pétrole
ONU	Organisation des Nations Unies
PIB	Produit intérieur brut
PISA	Programme international pour le suivi des acquis des élèves
PME	Petites et moyennes entreprises
PNUD	Programme des Nations Unies pour le développement
PSPF	Public sector purchase programme – Programme d'achats de titres du secteur public
RH	Ressources humaines
SAFE	Survey on the access to finance of enterprises
SEC	Système européen des comptes
S&P	Standard & Poor's
SPE	Service public de l'emploi
SPF	Survey of professional forecast – Enquête auprès des prévisionnistes professionnels
SPF	Service public fédéral
SPF ETCS	Service public fédéral Emploi, Travail et Concertation sociale
SPP	Service public fédéral de programmation
TLTRO	Targeted longer-term refinancing operations – Opérations de refinancement à plus long terme ciblées
TVA	Taxe sur la valeur ajoutée
UNICEF	Fonds des Nations Unies pour l'enfance
ZLB	Zero Lower Bound

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



Éditeur responsable

Jan Smets

Gouverneur

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

Personne de contact pour la Revue

Luc Dufresne

Secrétaire général

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

© Illustrations: Banque nationale de Belgique
Couverture et mise en page: BNB AG – Prepress & Image
Publié en juin 2016

