

Revue économique

Septembre 2006



© Banque nationale de Belgique

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

ISSN 1372-3162

Table des matières

LA MONDIALISATION ET LA POLITIQUE MONÉTAIRE	7
LA PERSISTANCE DE L'INFLATION EN BELGIQUE	25
LE RÔLE DES ACTIONS DANS LE FINANCEMENT DES SOCIÉTÉS EN BELGIQUE	37
GRANDES TENDANCES DU BUDGET DE L'UE	51
SUMMARIES OF ARTICLES	71
ABSTRACTS OF THE WORKING PAPER SERIES	75
SIGNES CONVENTIONNELS	79
Liste des abréviations	81

La mondialisation et la politique monétaire

J. Boeckx⁽¹⁾

Introduction

Bon nombre de modifications du paysage économique sont attribuées à la mondialisation et, assurément, cette tendance a influencé et continuera d'influencer considérablement les évolutions de l'économie mondiale. Elle place également la politique économique face à d'importants défis.

La mondialisation est néanmoins un phénomène complexe, pour lequel n'existe aucune définition univoque. Dans le contexte actuel, la mondialisation est définie comme une accélération de l'intégration économique internationale, qui se manifeste par une intensification marquée des échanges internationaux de biens et services ainsi que par une mobilité accrue des capitaux et de la main-d'œuvre.

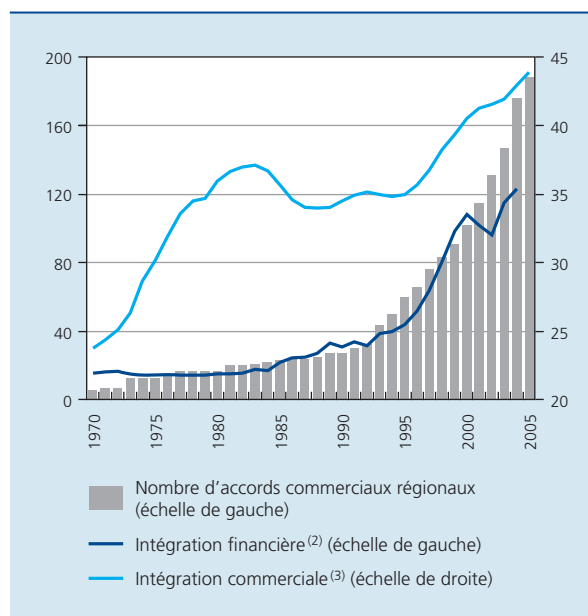
L'intégration dans l'économie mondiale de plusieurs grandes économies telles que celles de la Chine, de l'Inde et des nouveaux États membres de l'Union européenne a accéléré la mondialisation au cours des dernières décennies, sous l'influence de plusieurs facteurs. D'abord, le progrès technique a permis une accélération des échanges de biens et services mais aussi des échanges d'informations. Ensuite, la politique de libéralisation et de dérégulation volontairement menée dans de nombreux pays a contribué à l'accélération de la mondialisation. Sous ce rapport, la suppression progressive des contrôles des mouvements de capitaux dans de nombreux pays et la nette progression du nombre d'accords commerciaux régionaux depuis le milieu des années nonante ont permis une intensification des flux commerciaux et de capitaux à l'échelle mondiale.

(1) L'auteur remercie L. Aucremanne, A. Bruggeman et M. Collin pour leur collaboration.

Le degré d'ouverture des pays industrialisés, mesuré par la somme des importations et des exportations, a fortement augmenté au cours des dix dernières années, passant de 35 p.c. du PIB à presque 45 p.c. du PIB en

GRAPHIQUE 1 QUELQUES INDICATEURS RELATIFS À LA MONDIALISATION DANS LES PAYS INDUSTRIALISÉS⁽¹⁾

(pourcentages du PIB, sauf mention contraire)



Sources : FMI, OMC.

(1) Les pays industrialisés sont l'Allemagne, l'Australie, l'Autriche, la Belgique, le Canada, le Danemark, l'Espagne, les États-Unis, la Finlande, la France, la Grèce, l'Irlande, l'Islande, l'Italie, le Japon, le Luxembourg, la Norvège, les Pays-Bas, le Portugal, le Royaume-Uni, la Suède et la Suisse.

(2) Investissements directs étrangers et investissements de portefeuille, total des actifs et passifs détenus à l'étranger, en pourcentage du PIB.

(3) Total des importations et des exportations de biens et services en pourcentage du PIB.

2005, après avoir déjà enregistré une nette progression pendant les années septante. L'intégration financière a enregistré une évolution encore plus spectaculaire. Ainsi, les investissements directs étrangers et les investissements de portefeuille représentaient 124 p.c. du PIB en 2004, soit trois fois plus qu'en 1995. D'une manière générale, une accélération de la mondialisation depuis le milieu des années nonante peut être relevée.

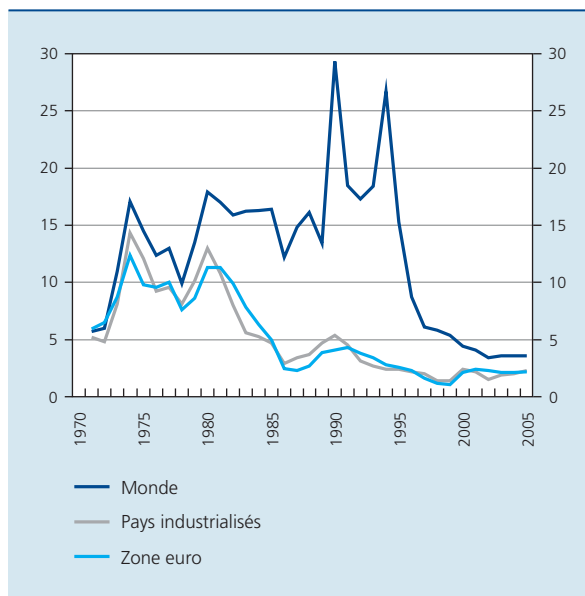
La suite du présent article examine trois conséquences de la mondialisation, qui peuvent être importantes pour la politique monétaire. La première partie se concentre sur le faible niveau et la stabilité de l'inflation actuelle et commente le rôle qu'a joué la mondialisation dans ce contexte. La deuxième partie étudie dans quelle mesure la mondialisation a contribué à la baisse de la sensibilité de l'inflation à l'activité économique domestique. La dissociation des évolutions des taux directeurs et des taux d'intérêt à long terme constitue le sujet de la troisième partie. Enfin, la quatrième partie examine les éventuelles implications de la mondialisation pour la politique monétaire, tandis que la dernière partie tire les principales conclusions.

1. La mondialisation a-t-elle exercé une pression à la baisse sur l'inflation ?

L'inflation, mesurée au moyen de l'indice des prix à la consommation, est demeurée faible et stable à l'échelle mondiale depuis le milieu des années nonante. Alors que l'inflation oscillait encore autour de 10 p.c. dans les pays industrialisés pendant la seconde moitié des années septante, elle a progressivement reculé pendant les années quatre-vingt et nonante pour s'établir à son niveau le plus bas, 1,4 p.c., en 1998. L'inflation est depuis lors légèrement remontée, même si sa progression est demeurée particulièrement limitée dans le contexte du triplement des prix du pétrole. Non seulement le niveau de l'inflation a reculé, mais sa volatilité a également fléchi. Cette évolution résulte de la baisse du degré de persistance de l'inflation, c'est-à-dire la mesure dans laquelle l'inflation actuelle dépend de ses valeurs passées⁽¹⁾. L'incidence des chocs sur l'inflation s'en voit par conséquent réduite, étant donné qu'ils exercent leurs effets moins longtemps. Le faible niveau d'inflation qui prévaut actuellement semble être un phénomène mondial, même si le recul de l'inflation dans les pays en voie de développement s'est manifesté plus tardivement, à partir de 1995 seulement.

(1) Pour de plus amples informations sur la persistance de l'inflation dans la zone euro, voir notamment Dhyne (2005).

GRAPHIQUE 2 ÉVOLUTION DE L'INFLATION DEPUIS 1971⁽¹⁾
(pourcentages de variation par rapport à l'année précédente)



Sources : Fagan, Henry et Mestre (2005), BCE, FMI.

(1) Mesurée au moyen de l'indice des prix à la consommation.

1.1 Causes du faible niveau et de la stabilité de l'inflation

La meilleure conduite de la politique monétaire joue à n'en point douter un rôle important dans la baisse du niveau de l'inflation et de sa persistance. L'importance croissante que les banques centrales des pays industrialisés ont accordée à la stabilité des prix depuis les années quatre-vingt s'est traduite par une série de réformes institutionnelles telles que l'indépendance des banques centrales, l'introduction d'objectifs d'inflation chiffrés et une plus grande transparence. Consécutivement à ces réformes, l'objectif d'inflation explicite ou non des banques centrales est devenu un nouvel ancrage nominal crédible. La baisse effective de l'inflation enregistrée dans les années quatre-vingt a accru cette crédibilité, ce qui a permis un meilleur ancrage des attentes inflationnistes.

Outre la meilleure conduite de la politique monétaire, le recul de l'inflation peut également s'expliquer par des chocs de productivité positifs, liés ou non à la mondialisation, qui ont temporairement modéré l'inflation, de même que par une meilleure discipline de la politique budgétaire, qui a limité l'incidence inflationniste de cette politique. Plusieurs économistes soulignent par ailleurs le rôle que la mondialisation et l'intensification de la concurrence internationale ont joué.

Ainsi, Rogoff (2003) argue que la mondialisation influence le niveau du taux d'inflation d'équilibre, étant donné qu'elle diminue le biais inflationniste, voire le supprime complètement. Le biais inflationniste correspond au niveau d'inflation, supérieur au niveau optimal, qui apparaît lorsqu'une banque centrale tente d'amener l'économie aux niveaux d'activité et d'emploi qui prévaudraient en concurrence parfaite en créant une inflation inattendue. Les agents économiques anticipent cependant ce comportement des banques centrales en adaptant leurs attentes inflationnistes, ce qui engendre finalement un même niveau d'activité et d'emploi et un niveau d'inflation plus élevé (Barro et Gordon, 1983). Étant donné que la mondialisation entraîne une suppression progressive des marges (*mark-ups*) sur les marchés des produits et du travail, l'inclination des banques centrales à stimuler l'économie diminue et entraîne dès lors le biais inflationniste à la baisse. En outre, les effets réels de la politique monétaire sont plus restreints dans une économie plus compétitive, qui présente une plus grande flexibilité des salaires et des prix, ce qui diminue également la tendance des banques centrales à appliquer une politique monétaire stimulante. Si la mondialisation a par ailleurs entraîné un recul temporaire de l'inflation, la crédibilité de la politique monétaire en a été renforcée, ce qui a facilité la conduite de la politique monétaire. Vu que la mondialisation s'est nettement accélérée depuis le milieu des années nonante, elle peut expliquer le fléchissement de l'évolution tendancielle de l'inflation, surtout pour les pays en voie de développement. Dans les pays industrialisés, l'inflation avait déjà atteint un niveau faible dans la seconde moitié des années quatre-vingt.

D'autre part, l'émergence des pays à faibles coûts, corollaire de la mondialisation, peut avoir entraîné une croissance plus rapide de l'offre que de la demande de produits et une modération du niveau général des prix. En revanche, la politique monétaire a été particulièrement accommodante depuis 2001 dans de nombreuses parties du monde, ce qui a contrebalancé la hausse de l'offre.

Même si la mondialisation n'a pas exercé d'influence notable sur l'évolution de l'inflation agrégée dans les pays industrialisés, elle s'est accompagnée d'importantes variations des prix relatifs des produits et des facteurs de production. Ainsi, les prix relatifs des matières premières ont présenté une nette augmentation, tandis que l'émergence des pays à faibles coûts a entraîné à la baisse les prix relatifs des produits manufacturés. De plus, l'intensification de la concurrence internationale a influé sur la formation des salaires et des prix dans les pays industrialisés. Cette concurrence accrue réduit les marges sur les marchés des produits et du travail, tandis que la forte hausse de l'offre de main-d'œuvre exerce une pression sur le prix relatif du travail.

Ces variations des prix relatifs sont en principe neutres pour l'inflation totale. En effet, les baisses des prix relatifs de certaines catégories de produits sont compensées par des hausses des prix relatifs d'autres produits ou services, notamment parce que les consommateurs consacrent l'augmentation de leur pouvoir d'achat à l'acquisition d'autres produits et *vice versa*. Cependant, des effets temporaires sur l'inflation totale peuvent apparaître lorsque des variations des prix relatifs sont répercutées plus rapidement que d'autres ou lorsque des variations de prix compensatoires se font attendre.

La partie qui suit traite des variations des prix relatifs qui découlent de la mondialisation. Elle aborde dans un premier temps les hausses des prix relatifs des matières premières avant d'illustrer les baisses des prix relatifs des produits manufacturés.

1.2 Incidence de la mondialisation sur une série de prix relatifs dans les pays industrialisés

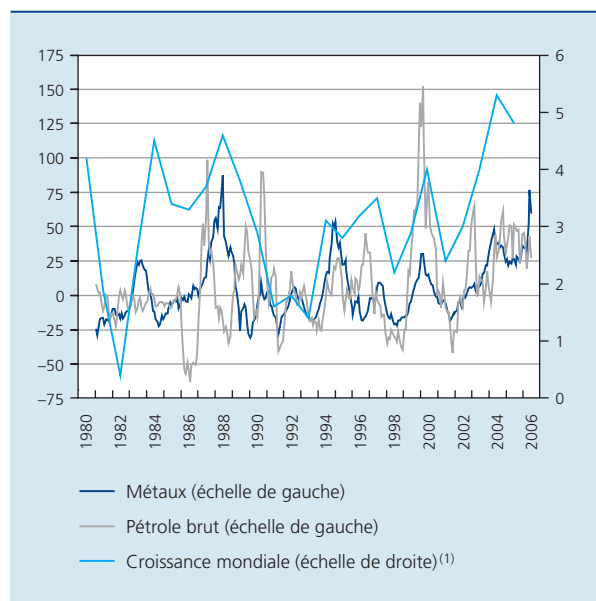
1.2.1 Incidence de l'augmentation de la demande mondiale de matières premières

Sous l'influence d'une forte demande, principalement en provenance des États-Unis et des économies émergentes d'Asie, les prix des matières premières ont atteint des sommets sans précédent. Les prix du pétrole brut et des métaux⁽¹⁾ ont ainsi progressé respectivement de 117 et 111 p.c. entre janvier 2004 et juin 2006. La simultanéité de ces hausses des prix donne à penser que ces renchérissements s'expliquent surtout par des facteurs de demande plutôt que par des facteurs d'offre, propres à chaque marché. Depuis 1995, les variations des prix des différentes matières premières ont présenté une corrélation accrue. Si la corrélation entre les variations des prix du pétrole brut et des métaux ne s'élevait qu'à 0,06 pendant la période comprise entre janvier 1981 et décembre 1994, cette corrélation a atteint 0,52 entre janvier 1995 et juin 2006. Il semble également qu'au cours de la période la plus récente, l'évolution du prix du pétrole brut ait été plus fortement liée à la croissance économique mondiale, alors que cette dernière n'influait auparavant que l'évolution des prix des métaux. Cette corrélation laisse inférer que les hausses actuelles des prix des matières premières s'expliquent en grande partie par le phénomène de la mondialisation et la demande accrue de matières premières qui en découle. Ceci n'exclut cependant pas que des tensions géopolitiques et des spéculations puissent également avoir contribué dans une

(1) Calculés à l'aide d'un indice, publié par le FMI, qui comprend les prix du cuivre, de l'aluminium, du minerai de fer, de l'étain, du nickel, du plomb et de l'uranium.

GRAPHIQUE 3 PRIX DES MATIÈRES PREMIÈRES ET CROISSANCE MONDIALE

(données mensuelles en dollars des États-Unis, sauf mention contraire; pourcentages de variation par rapport au mois correspondant de l'année précédente)



Source : FMI.

(1) Données annuelles en volume.

certaines mesures au niveau élevé des prix des matières premières qui prévaut actuellement. La correction abrupte sur les marchés des matières premières observée en mai et juin peut ainsi en grande partie être attribuée au dénouement de positions spéculatives.

La hausse du prix du pétrole brut influence directement l'inflation totale par l'intermédiaire de la composante des produits énergétiques de l'indice des prix à la consommation. Des effets indirects peuvent également se manifester lorsque la poussée des prix des matières premières engendre une hausse des coûts de production des entreprises, qui se répercute ensuite sur le consommateur final. Enfin, outre les effets de premier tour cités, des effets de second tour peuvent également se manifester, notamment lorsque les hausses salariales compensent tout ou partie de la perte de pouvoir d'achat qui résulte des effets de premier tour (directs ou indirects). La répercussion par les entreprises de ces hausses salariales sur le consommateur final crée une spirale prix-salaires, qui amplifie et rend plus persistante la pression à la hausse exercée par un choc pétrolier sur l'inflation.

L'influence directe de la hausse des prix de l'énergie est considérable dans le climat actuel où prévaut un faible niveau d'inflation. À titre d'exemple, la contribution de

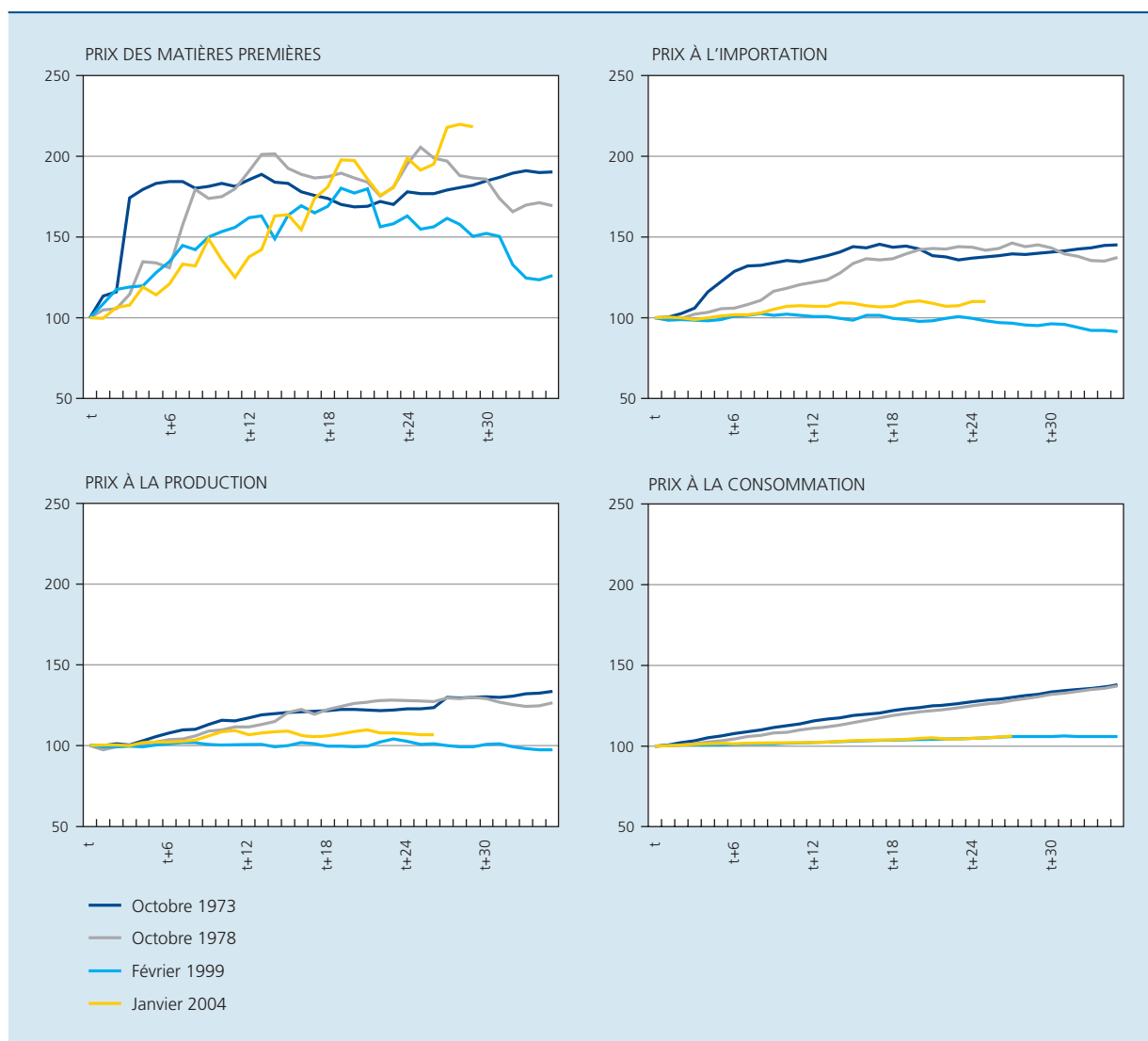
la composante énergie à l'inflation totale dans la zone euro s'est élevée à 0,8 point de pourcentage en 2005, contre en moyenne 0,2 point de pourcentage au cours de la période 1991-1999. En dépit de cet important effet direct, aucun effet indirect significatif ni aucun effet de second tour ne semble jusqu'à présent avoir été relevé. En 2005, les prix à la consommation des biens industriels non énergétiques et ceux des services ont progressé de respectivement 0,3 et 2,1 p.c. dans la zone euro.

Cette transmission limitée de la hausse des prix des matières premières aux phases ultérieures de la production au cours de la dernière période apparaît clairement lorsque l'on compare quatre périodes de hausse des prix des matières premières. Les périodes considérées commencent respectivement en octobre 1973 (premier choc pétrolier), en octobre 1978 (deuxième choc pétrolier), en février 1999 (hausse précédente des prix des matières premières) et en janvier 2004 (hausse actuelle des prix des matières premières). Cette comparaison fait apparaître que, même si la hausse actuelle des prix des matières premières est plus forte que celle des autres périodes, la transmission aux phases ultérieures du processus de production est demeurée bien plus réduite en comparaison des périodes précédentes. Les prix à l'importation n'ont en effet progressé que de 7,5 p.c. pendant les vingt-quatre mois suivant janvier 2004 (phase actuelle de hausse des prix des matières premières), un net contraste avec les hausses cumulées des prix à l'importation de respectivement 35,5 et 44,1 p.c. qui ont suivi les premier et deuxième chocs pétroliers. Une évolution similaire peut être observée pour les prix à la production et à la consommation au cours des deux périodes les plus récentes de hausse des prix des matières premières. Une analyse de l'évolution des coûts salariaux dans plusieurs pays de la zone euro au cours des périodes considérées de hausse des prix des matières premières permet de constater que les coûts salariaux ont eux aussi présenté une progression limitée pendant les deux dernières périodes de hausse des prix des matières premières, alors que les variations des coûts salariaux pendant et après les chocs pétroliers des années septante ont été très prononcées. L'absence de ce type d'effets de second tour au cours des périodes les plus récentes explique en grande partie la progression limitée de l'inflation à la suite des hausses des prix des matières premières.

Plusieurs facteurs peuvent être avancés afin d'expliquer pourquoi l'incidence inflationniste des hausses des prix des matières premières est demeurée si restreinte. Premièrement, la modification du régime de politique monétaire par rapport aux années septante peut être invoquée. L'importance primordiale que les banques centrales ont accordée à la stabilité des prix a en effet permis un meilleur ancrage des attentes inflationnistes.

GRAPHIQUE 4 TRANSMISSION DES PRIX DES MATIÈRES PREMIÈRES AUX PRIX À L'IMPORTATION, À LA PRODUCTION ET À LA CONSOMMATION DANS LES PAYS INDUSTRIALISÉS⁽¹⁾

(indices, données mensuelles⁽²⁾)



Sources : FMI, HWWA, BNB.

(1) Les pays industrialisés sont l'Allemagne, l'Australie, la Belgique, le Canada, le Danemark, l'Espagne, les États-Unis, la Finlande, la France, la Grèce, l'Irlande, l'Islande, l'Italie, le Japon, le Luxembourg, la Norvège, les Pays-Bas, le Portugal, le Royaume-Uni, la Suède et la Suisse.

(2) Les premiers mois sur les axes des abscisses correspondent respectivement à octobre 1973, octobre 1978, février 1999 et janvier 2004.

En conséquence, les hausses des prix des matières premières ne se sont pas traduites automatiquement par une hausse des attentes inflationnistes.

Deuxièmement, des modifications structurelles dans les économies industrialisées ont également contribué à limiter l'impact des prix des matières premières sur l'inflation. En premier lieu, la part de l'industrie dans le PIB a systématiquement reculé au cours des trente dernières années au profit du secteur tertiaire, qui présente une utilisation moins intensive des matières premières. La production de produits manufacturés s'est en effet partiellement

déplacée vers les pays à faibles coûts, ce qui a réduit la sensibilité des pays avancés aux fluctuations des prix des matières premières. De plus, l'industrie a rationalisé sa consommation de matières premières. Globalement, une unité produite nécessite moins de matières premières aujourd'hui que dans les années septante.

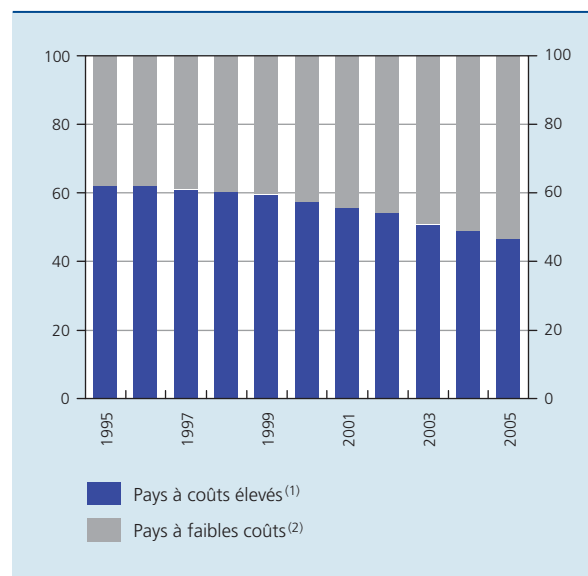
Troisièmement, la mondialisation peut également expliquer pourquoi la transmission des prix des matières premières aux phases ultérieures du processus de production a reculé. En effet, en raison de la concurrence accrue qui va de pair avec la mondialisation, les entreprises peuvent

plus difficilement augmenter leurs prix de vente en cas de hausse des prix des matières premières. D'un point de vue théorique, il ne peut en principe s'agir que d'un phénomène temporaire qui doit se limiter à la phase de réduction des marges jusqu'à ce que le niveau de concurrence parfaite soit atteint. Une fois les marges réduites, les entreprises se voient en effet plus que jamais contraintes de relever leurs prix de vente en cas de hausse des coûts de production. Il est cependant peu probable que les marges aient déjà enregistré une baisse comparable. En outre, la menace de délocalisation de la production vers les pays à faibles coûts modère les revendications salariales, même après une nette hausse des prix de l'énergie, ce qui tempère l'inflation. Enfin, il est possible que la transmission des hausses des prix des matières premières soit compensée par des baisses des prix de biens à forte intensité de main-d'œuvre importés des pays à faibles coûts. Cet aspect de la mondialisation est examiné ci-dessous.

1.2.2 Incidence de la hausse de l'offre de biens à forte intensité de main-d'œuvre

La mondialisation est souvent associée à une pression à la baisse sur les prix relatifs des biens importés à forte intensité de main-d'œuvre (voir par exemple Kamin, Marazzi et Schindler, 2006). La mondialisation a en effet considérablement accru les capacités de production mondiales et a très nettement augmenté la part représentée par les pays à faibles coûts dans le commerce mondial. En conséquence, la hausse des prix à l'importation ralentit à mesure qu'augmente la part des importations finales en provenance des pays à faibles coûts. Cet effet direct sur l'inflation s'exprime surtout dans la composante des biens non énergétiques de l'indice des prix à la consommation. Les importations intermédiaires meilleur marché en provenance des pays à faibles coûts peuvent également exercer une pression sur les coûts de production des entreprises nationales, ce qui modère indirectement l'inflation lorsque cette baisse des coûts de production est répercutée sur le consommateur final. En outre, l'intensification de la concurrence internationale peut freiner temporairement l'inflation par le biais de quatre autres canaux. Premièrement, les entreprises nationales peuvent se voir contraintes de réduire leurs marges bénéficiaires en vue de rester compétitives sur le marché international. Deuxièmement, la mondialisation exerce une influence modératrice sur les hausses réelles des salaires, étant donné que les travailleurs ressentent la concurrence d'un groupe important de travailleurs potentiels et que les employeurs sont peu enclins à octroyer des hausses salariales réelles car ils souhaitent rester compétitifs. Troisièmement, l'intensification de la concurrence internationale peut également entraîner la productivité des pays industrialisés à la hausse. Les entreprises sont en

GRAPHIQUE 5 STRUCTURE GÉOGRAPHIQUE DES IMPORTATIONS DE PRODUITS MANUFACTURÉS DANS LA ZONE EURO
(en pourcentage de l'importation en valeur hors de la zone euro)



Sources : CE et calculs propres.

(1) Les pays à coûts élevés sont l'Australie, le Canada, le Danemark, les États-Unis, le Japon, la Nouvelle-Zélande, le Royaume-Uni, la Suède et la Suisse.

(2) Les pays à faibles coûts sont les autres pays hors de la zone euro.

effet poussées à investir davantage dans la recherche et le développement afin d'augmenter leur productivité, ce qui leur procure également un avantage en termes de coûts. De plus, un accroissement de la spécialisation internationale peut également permettre de tirer profit d'avantages comparatifs. Enfin, la baisse des prix relatifs des produits manufacturés peut éventuellement s'accompagner d'effets de second tour. La partie qui suit illustre les modifications de la structure géographique des importations de produits manufacturés en provenance de l'extérieur de la zone euro. L'influence à la baisse de l'augmentation de la part des importations en provenance des pays à faibles coûts sur les prix relatifs dans les différentes phases de production est illustrée ci-dessous pour deux catégories particulières de produits.

La répartition des importations de produits manufacturés⁽¹⁾ dans la zone euro en provenance de l'extérieur de la zone euro entre les produits importés des pays à coûts élevés et ceux importés des pays à faibles coûts met en évidence une augmentation de la part des importations en provenance des pays à faibles coûts entre 1995 et 2005.

(1) Les importations de produits manufacturés correspondent aux importations qui relèvent des rubriques 5 à 8 de la classification CTCI.

Encadré 1 – Influence des pays à faibles coûts sur l’inflation des pays industrialisés

Cet encadré présente les résultats de plusieurs études qui ont tenté d’évaluer l’influence de la part croissante des importations en provenance des pays à faibles coûts sur l’inflation des pays industrialisés.

Au moyen d’une régression, Kamin et al. (2006) ont relevé une importante relation statistique négative entre les variations sectorielles des prix à l’importation aux États-Unis et les variations de la part des importations en provenance de la Chine pour le secteur concerné. Leurs estimations suggèrent que, compte tenu de la progression du poids de la Chine dans les importations américaines, ce pays a fait baisser de quelque 0,8 point de pourcentage les variations des prix à l’importation aux États-Unis au cours de la dernière décennie. En recourant à une autre méthodologie, Kamin et al. (2006) ont calculé la contribution de la Chine aux variations des prix à l’importation de biens pour un grand nombre de pays industrialisés. Pour ce faire, les variations moyennes des prix à l’importation entre 1993 et 2001 sont ventilées par contribution, l’une de la Chine et l’autre du reste du monde. Les résultats font apparaître que les importations chinoises ont en moyenne fait baisser de 1,03 point de pourcentage par an les variations des prix à l’importation aux États-Unis au cours de la période considérée. La contribution de la Chine aux variations des prix à l’importation de biens dépend cependant fortement du poids de la Chine dans ces importations. Dans le cas de la Belgique par exemple, où la part des importations en provenance de la Chine ne s’élevait qu’à 2,7 p.c. en 2001, la contribution de la Chine aux variations des prix à l’importation est estimée à seulement –0,29 point de pourcentage par an.

DÉCOMPOSITION DES VARIATIONS ANNUELLES MOYENNES DES PRIX À L’IMPORTATION POUR LA PÉRIODE 1993-2001

(points de pourcentage, sauf mention contraire)

	Variations totales des prix à l’importation ⁽¹⁾	Effet du reste du monde	Effet de la Chine	Part de la Chine en 1993 ⁽¹⁾	Part de la Chine en 2001 ⁽¹⁾	Variation de la part
Belgique	–0,75	–0,48	–0,29	1,8	2,7	0,9
France	–1,40	–1,36	–0,04	2,6	4,1	1,5
Allemagne	–1,74	–1,56	–0,16	3,5	4,8	1,3
Japon	–0,75	0,44	–1,19	10,3	20,6	10,3
États-Unis	0,44	1,48	–1,03	9,2	14,3	5,1

Source : Kamin et al. (2006).

(1) Pourcentages.

Dans la dernière édition en date de ses *Perspectives économiques*, l’OCDE donne une estimation de l’incidence des importations meilleur marché en provenance de la Chine et de l’Asie du Sud-Est sur le déflateur des dépenses intérieures de la zone euro et des États-Unis (OCDE, 2006). Selon les calculs de l’OCDE, les importations en provenance d’Asie ont freiné la progression du déflateur des dépenses intérieures de respectivement 0,28 et 0,11 point de pourcentage dans la zone euro et aux États-Unis entre 2001 et 2005. Dans la première moitié des années nonante, cet effet modérateur ne s’élevait qu’à 0,03 point de pourcentage pour les deux économies, tandis que les importations en provenance d’Asie ont apporté une contribution positive de 0,05 point de pourcentage dans la zone euro et une contribution négative de 0,12 point de pourcentage aux États-Unis pendant la seconde moitié des années nonante.



Selon le FMI (FMI, 2006), l'effet d'une baisse des prix réels à l'importation sur les variations des prix à la consommation dans un groupe d'économies avancées est plutôt limité et disparaît relativement rapidement, à savoir après environ trois ans. Des simulations réalisées sur la base de ces évaluations font apparaître que la baisse des prix à l'importation (hors produits pétroliers), qui s'est avérée plus rapide que la moyenne entre 1997 et 2005, a globalement fait reculer l'inflation de 0,16 point de pourcentage dans un groupe d'économies avancées. Pour les États-Unis, cet effet modérateur est estimé à 0,46 point de pourcentage.

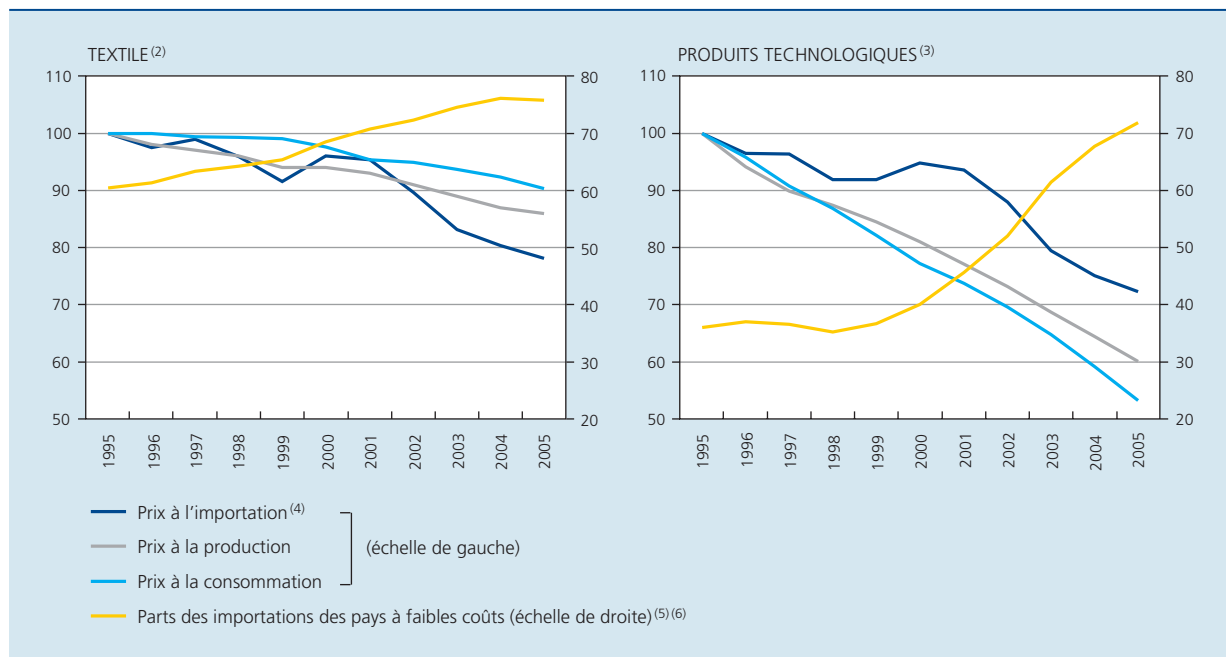
Dans l'ensemble, si les effets estimés de la mondialisation sur l'inflation agrégée semblent limités, ils dépendent fortement de la période étudiée, de la méthodologie utilisée et de l'indice de prix considéré.

La part en valeur des importations en provenance des pays à faibles coûts dans l'ensemble des importations de produits manufacturés en provenance de l'extérieur de la zone euro a progressé au cours de la période considérée, de 38 à 53 p.c. Cette part croissante des importations en provenance des pays à faibles coûts pourrait vraisemblablement modérer les prix à l'importation des produits

manufacturés et, à un stade ultérieur, les prix à la production et à la consommation. La partie qui suit illustre cet aspect pour deux catégories particulières de produits, dont la proportion des importations en provenance des pays à faibles coûts a fortement augmenté pendant la période considérée, tandis que l'encadré 1 passe en revue plusieurs études qui ont tenté d'évaluer l'influence

GRAPHIQUE 6 BAISSÉ DES PRIX RELATIFS DU TEXTILE ET DES PRODUITS TECHNOLOGIQUES DANS LA ZONE EURO ⁽¹⁾

(indices 1995=100, sauf mention contraire ; données annuelles)



Sources : CE et calculs propres.

(1) Prix déflatés sur la base de l'IPCH.

(2) Les catégories des prix à l'importation et à la production et de l'IPCH sont respectivement « Fils, tissus, articles textiles façonnés non dénommés ailleurs et produits connexes », « Industrie textile et habillement » et « Habillement ».

(3) Les catégories des prix à l'importation et à la production et de l'IPCH sont respectivement « Appareils et équipements de télécommunication et pour l'enregistrement et la reproduction du son », « Fabrication d'équipements de radio, télévision et communication » et « Appareils de réception, d'enregistrement et de reproduction son et image ».

(4) Les prix à l'importation sont des valeurs unitaires.

(5) Les pays à faibles coûts sont tous les pays hors de la zone euro à l'exception de l'Australie, du Canada, du Danemark, des États-Unis, du Japon, de la Norvège, de la Nouvelle Zélande, du Royaume-Uni, de la Suède et de la Suisse.

(6) Pourcentages des importations totales en provenance des pays hors de la zone euro.

mécanisme de l'intégration des pays à faibles coûts sur l'inflation agrégée.

La part en valeur des importations en provenance des pays à faibles coûts dans la catégorie des produits textiles a progressé de manière constante, passant de 60 p.c. en 1995 à 76 p.c. en 2005. Cette part élevée et croissante des importations s'est traduite par une baisse des prix relatifs à l'importation, mesurés sur la base des valeurs unitaires, au cours de la période considérée. En termes réels, les prix à l'importation du textile ont reculé de 20 p.c. au cours des dix dernières années. Cette baisse des prix relatifs à l'importation a également entraîné un recul des prix relatifs à la production et à la consommation de ces produits, même si ces derniers ont enregistré un fléchissement moins marqué, étant donné que les coûts nationaux dans la phase de production et les marges de transport et de distribution ont présenté une évolution plus neutre.

La part des importations en provenance des pays à faibles coûts dans le secteur technologique a enregistré une progression encore plus spectaculaire, passant de 36 p.c. en 1995 à 71 p.c. en 2005. Les prix relatifs à l'importation, mesurés sur la base des valeurs unitaires, ont enregistré un net fléchissement dans ce secteur, de quelque 25 p.c. Pour cette catégorie de produits, il convient également de mentionner les importantes avancées technologiques, qui ont permis de produire ces biens à moindres coûts. Les éléments correspondants dans les indices des prix à la production et à la consommation ont enregistré une baisse encore plus marquée. La disparité entre l'évolution des valeurs unitaires des importations, d'une part, et celles des prix à la production et à la consommation, d'autre part, s'explique en grande partie par des différences dans les adaptations apportées afin de tenir compte de la qualité des produits. Les valeurs unitaires n'ont en effet pas été adaptées, ce qui peut biaiser l'évolution de leurs prix à la hausse, alors que cela a été le cas pour les indices des prix à la production et à la consommation.

Ces évolutions des prix laissent inférer que la mondialisation a influencé certaines variations des prix à l'importation et que ces baisses des prix relatifs ont été répercutées sur les prix à la consommation. Selon les études examinées dans l'encadré, l'effet de ces baisses des prix relatifs sur l'inflation agrégée semble néanmoins limité, même s'il est difficile de le quantifier avec exactitude.

2. La mondialisation a-t-elle diminué l'amplitude des variations cycliques de l'inflation ?

2.1 Une relation moins étroite entre l'inflation et la conjoncture économique intérieure

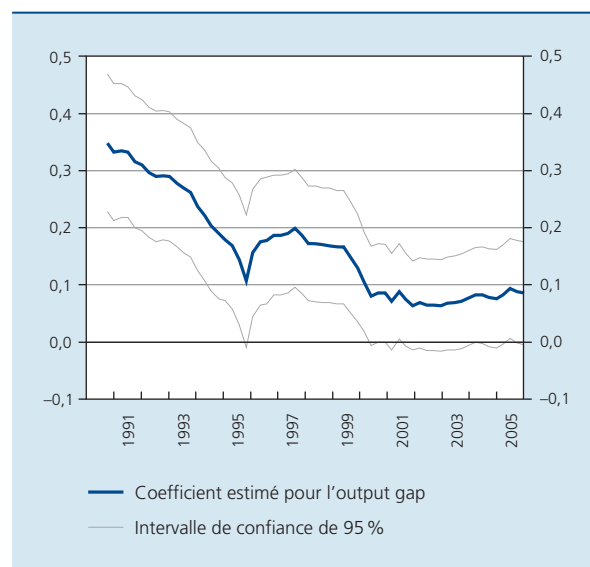
L'inflation est dans une certaine mesure influencée par le niveau de l'activité économique ou par la situation conjoncturelle et plus précisément par le volume de la demande excédentaire, telle qu'elle est mesurée par l'*output gap*⁽¹⁾. D'autres facteurs, tels que les attentes inflationnistes et l'incidence des chocs sur les coûts (chocs *cost-push*), permettent également d'expliquer l'évolution de l'inflation. La relation qui unit l'inflation à la situation conjoncturelle est généralement illustrée au moyen de la courbe de Phillips⁽²⁾. L'équation suivante peut être estimée pour la zone euro :

$$\pi_t = \mu + \rho\pi_{t-1} + \beta GAP_{t-1} + \varepsilon_t$$

où π représente la variation annuelle de l'IPCH, GAP correspond à l'*output gap* et ε représente un terme d'erreur qui compense notamment l'incidence non modélisée des chocs sur les coûts. Les paramètres estimés sont μ , ρ et β , soit respectivement la constante,

GRAPHIQUE 7 ÉVOLUTION DU COEFFICIENT ASSOCIÉ À L'OUTPUT GAP⁽¹⁾ DANS LA ZONE EURO

(coefficient de régression de la courbe de Phillips en glissement sur vingt ans⁽¹⁾)



(1) L'*output gap* est défini comme le pourcentage d'écart entre le PIB réel et le PIB potentiel. La partie qui suit évalue le PIB potentiel en appliquant un filtre Hodrick-Prescott (avec un paramètre de lissage de 1600) au PIB réel en base trimestrielle.

(2) Pour un aperçu de l'évolution de la courbe de Phillips en Belgique, dans la zone euro et aux États-Unis, cf. BNB (2002).

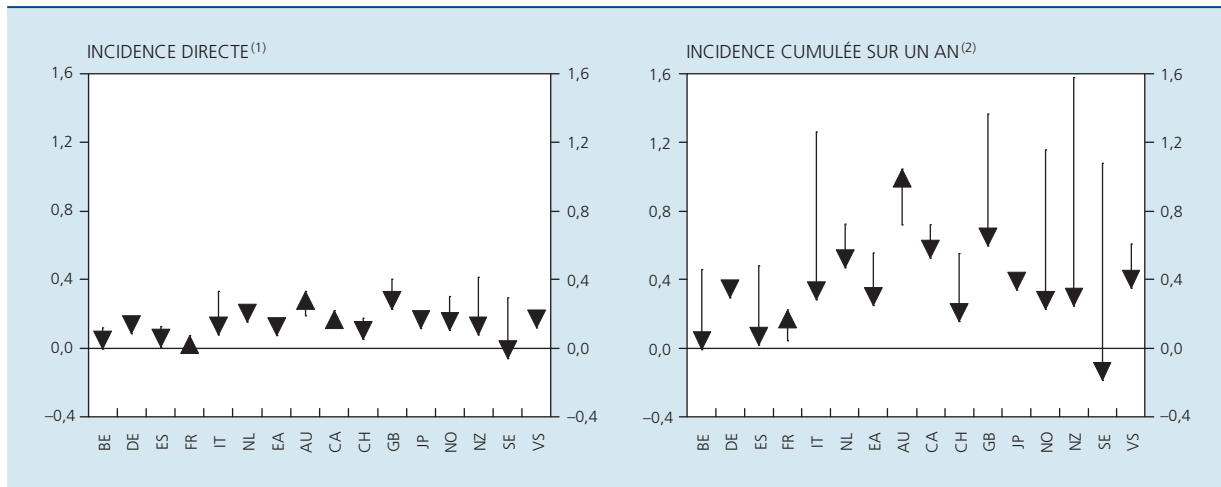
Source : Fagan, Henry et Mestre (2005), OCDE et calculs propres.

(1) Pour chaque période de vingt ans, se terminant par le trimestre considéré, le coefficient β est obtenu par l'estimation de l'équation suivante :

$$\pi_t = \mu + \rho\pi_{t-1} + \beta GAP_{t-1} + \varepsilon_t$$

GRAPHIQUE 8 BAISSÉ DE L'INCIDENCE DE L'OUTPUT GAP SUR L'INFLATION

(le niveau indique la différence entre les périodes 1980-1992 et 1993-2005)



Sources : Fagan, Henry et Mestre (2005), FMI, OCDE et calculs propres.

(1) Pour chaque période, la variation du coefficient estimé β est obtenue par l'estimation de l'équation suivante :

$$\pi_t = \mu + \rho\pi_{t-1} + \beta GAP_{t-1} + \varepsilon_t$$

(2) Pour chaque période, la variation de $\beta(1 + \rho + \rho^2 + \rho^3)$ est indiquée, sur la base des coefficients obtenus par l'estimation de l'équation suivante :

$$\pi_t = \mu + \rho\pi_{t-1} + \beta GAP_{t-1} + \varepsilon_t$$

la composante autorégressive, qui mesure la persistance de l'inflation, et la pente de la courbe de Phillips estimée. Cette équation est estimée sur la base des données trimestrielles pour la zone euro en glissement sur vingt ans. Chaque période comprend par conséquent quatre-vingts trimestres et glisse à chaque fois d'un trimestre. Cet exercice fait apparaître que plus les périodes considérées sont récentes, plus la courbe de Phillips s'aplatit. Tandis que la pente de la courbe de Phillips (β) était encore estimée à 0,35 entre le premier trimestre de 1971 et le quatrième trimestre de 1990, cette valeur a reculé pour atteindre 0,09 pour la dernière période considérée, du premier trimestre de 1986 au quatrième trimestre de 2005.

L'aplatissement de la courbe de Phillips traditionnelle exprimée en termes d'*output gap* domestique constaté dans la zone euro semble être un phénomène généralisé. L'influence qu'exerce l'*output gap* sur l'inflation recule en effet dans bon nombre de pays industrialisés. Ce constat ressort d'une estimation de l'équation ci-dessus pour un grand nombre de pays industrialisés et ce, pour deux périodes, l'une qui s'étend du premier trimestre de 1980 au quatrième trimestre de 1992 et l'autre du premier trimestre de 1993 au quatrième trimestre de 2005. Ces estimations font ressortir que l'influence immédiate sur l'inflation d'une augmentation de l'*output gap* de 1 p.c. (β) a fléchi dans la plupart des pays industrialisés concernés. L'incidence cumulée sur l'inflation d'une augmentation de l'*output gap* de 1 p.c. a également été calculée sur un

an⁽¹⁾. Dans quatorze des seize pays industrialisés concernés, l'influence de l'*output gap* domestique sur l'inflation entre 1993 et 2005 a fléchi par rapport à la période 1980-1992. L'ampleur de la modification varie cependant fortement d'un pays à l'autre. En Belgique, par exemple, une augmentation de l'*output gap* de 1 point de pourcentage aurait encore engendré un effet cumulé de 0,45 point de pourcentage sur l'inflation dans les années quatre-vingt, tandis qu'il n'aurait plus entraîné aucun effet significatif dans les années nonante. Le recul de l'incidence cumulée aurait encore été plus marqué en Italie, au Royaume-Uni, en Norvège, en Nouvelle Zélande et en Suède, alors qu'une nette hausse peut être enregistrée en France et en Australie. D'une manière générale, la sensibilité de l'inflation à l'*output gap* domestique a cependant baissé.

2.2 Explications possibles de l'aplatissement de la courbe de Phillips

Plusieurs facteurs peuvent être invoqués afin d'expliquer l'aplatissement de la courbe de Phillips. Une première série de facteurs est à attribuer au fait que la politique monétaire axée sur la stabilité des prix peut avoir exercé une influence à la baisse sur la pente de la courbe de Phillips. Premièrement, lorsque la politique monétaire visant la

(1) Cette incidence cumulée correspond à $\beta(1 + \rho + \rho^2 + \rho^3)$, étant donné que la persistance de l'inflation implique que l'effet d'une hausse de l'*output gap* exerce une plus longue influence sur l'inflation. La variation de l'incidence cumulée de l'*output gap* sur l'inflation correspond donc à une combinaison de la variation de l'incidence directe estimée (β) et de la persistance estimée de l'inflation (ρ).

stabilité des prix est crédible, les agents économiques ne voient pas, ou peu, leurs attentes inflationnistes en cas de modification des circonstances économiques, ce qui limite les fluctuations de l'inflation elle-même. De plus, l'importance accrue que les banquiers centraux ont accordée à la stabilité des prix les a probablement amenés à mieux contrôler l'incidence inflationniste des chocs sur les coûts. Cet aspect a engendré une plus faible variance de l'inflation, aux dépens d'une plus grande variance de l'*output gap*. Contrairement aux chocs de demande, des chocs sur les coûts placent en effet les responsables politiques devant le choix entre la stabilisation de l'inflation et la stabilisation de l'activité économique. La combinaison de l'augmentation de la variance de l'*output gap* et du recul de la variance de l'inflation entraîne un aplatissement de la courbe de Phillips *ex post*. Enfin, le recul de l'inflation et la baisse de sa volatilité peuvent avoir incité les entreprises à adapter moins fréquemment leurs prix, ce qui à son tour débouche sur une réduction de la pente de la courbe de Phillips.

Des modifications structurelles du processus de production dans les économies concernées peuvent constituer une deuxième explication importante de l'aplatissement de la courbe de Phillips. Une plus grande flexibilité des processus de production signifie en effet que la production peut être modifiée en cours de cycle économique sans entraîner d'importantes modifications des coûts marginaux, ce qui réduit les fluctuations de l'inflation⁽¹⁾.

La mondialisation peut constituer une troisième explication majeure de l'aplatissement de la courbe de Phillips. L'aplatissement de la courbe de Phillips semble en effet être un phénomène mondial, qui nécessite dès lors une explication au niveau mondial. Premièrement, dans une économie intégrée mondialement, les prix d'un nombre croissant de biens et services sont déterminés par des facteurs d'offre et de demande mondiaux plutôt que purement nationaux. Des variations de la demande de biens et services peuvent dès lors être satisfaites, du moins dans une certaine mesure, par la production étrangère, de telle sorte que l'effet inflationniste sur la production intérieure demeure limité. De plus, la forte concurrence étrangère peut limiter le pouvoir de marché des entreprises nationales, qui dès lors ne peuvent plus procéder qu'à de légères adaptations à la hausse de leurs prix en cas d'amélioration de la conjoncture. Un raisonnement similaire peut être suivi pour les salaires: en présence d'une amélioration conjoncturelle, les

revendications salariales demeureront également limitées en raison de la menace réelle ou virtuelle de délocalisation. D'un point de vue théorique, l'influence modératrice de la restriction du pouvoir de marché sur la cyclicité de l'inflation devrait se limiter à la phase de réduction des marges. Une fois les marges suffisamment réduites, les entreprises se voient cependant contraintes de répercuter des hausses de coûts, de telle sorte que la mondialisation peut, à terme, accroître la cyclicité de l'inflation.

Dans l'édition la plus récente de ses *Perspectives économiques mondiales*, le FMI tente de déterminer l'importance relative des différents facteurs pouvant expliquer l'aplatissement de la courbe de Phillips au niveau national (FMI, 2006). Les résultats, qui se fondent sur un panel de neuf pays industrialisés, font apparaître que la plus grande ouverture, d'une part, et la crédibilité accrue de la politique monétaire, d'autre part, expliquent chacune environ pour moitié la réduction de la pente de la courbe de Phillips.

Selon Borio et Filardo (2006), les facteurs de demande et d'offre mondiaux ont joué un rôle plus important dans l'explication des mouvements cycliques de l'inflation. En augmentant la courbe de Phillips à l'aide d'un *output gap* mondial, qui permet de mesurer la situation conjoncturelle mondiale, et en l'évaluant par glissement pour un panel de dix-sept pays industrialisés, ils ont constaté que le coefficient pour l'*output gap* mondial s'éloignait de plus en plus de zéro au cours des périodes les plus récentes. Même si les résultats doivent être interprétés avec prudence, ils semblent mettre en évidence que les facteurs de demande et d'offre mondiaux jouent un rôle toujours plus important dans les mouvements cycliques de l'inflation, et ce surtout pour les observations à partir de 2000⁽²⁾.

Ciccarelli et Mojon (2005) ont mis en évidence, pour un grand nombre de pays industrialisés, que l'inflation nationale est entraînée par une mesure de l'inflation mondiale, qui explique à elle seule 70 p.c. de la variance des statistiques d'inflation nationales. Ils ont en outre relevé des éléments indiquant une courbe de Phillips au niveau mondial, en ce sens que l'inflation mondiale peut en partie être imputée à l'activité mondiale réelle, mesurée sur la base du taux de croissance de la production industrielle. Ces deux constats suggèrent que des facteurs mondiaux jouent un rôle dans l'inflation nationale.

Dans l'ensemble, il existe donc assez bien d'éléments indiquant un recul de la cyclicité de l'inflation. Étant donné qu'un nombre considérable de facteurs potentiels peuvent expliquer cette évolution, il est néanmoins difficile de déterminer la contribution spécifique de chaque facteur et plus particulièrement la mesure dans laquelle ce phénomène a été influencé par la mondialisation croissante.

(1) Les fondements microéconomiques de la courbe de Phillips néokeynésienne associent en effet en premier lieu l'inflation aux écarts entre les coûts marginaux réels et leur niveau d'équilibre. Sous certaines conditions, ils présentent une relation linéaire et positive avec l'*output gap*, de telle sorte que la courbe de Phillips est souvent exprimée en fonction de cette dernière variable.

(2) Le chapitre 4 du rapport annuel de la BRI fournit également quelques éléments à ce sujet (BRI, 2006).

3. La mondialisation a-t-elle rompu la relation entre les taux directeurs et les taux à long terme ?

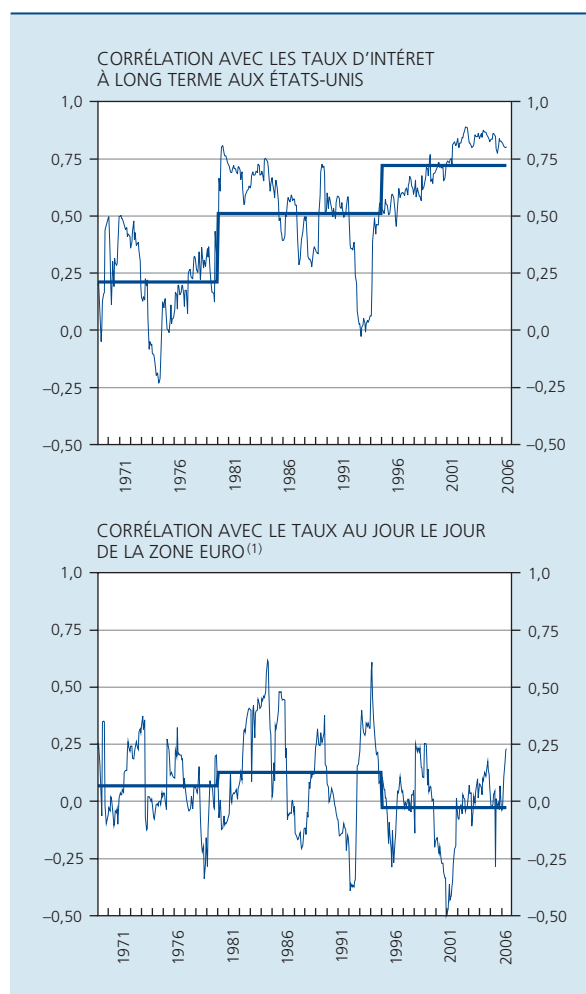
Ces dernières années, les taux d'intérêt à long terme dans les pays industrialisés ont montré une plus grande similitude qu'auparavant. Bien que les tendances à la hausse et à la baisse aient souvent été parallèles dans les années septante et quatre-vingt, on notait des différences de niveau considérables. Durant ces années, les écarts des taux reflétaient dans une large mesure les différences entre les niveaux d'inflation dans les différents pays. En revanche, si on regarde les variations des taux d'intérêt à long terme au cours de la période récente, celles-ci semblent plus fortement corrélées. Bien que les coefficients de corrélation calculés pour une série de périodes glissantes de vingt-quatre mois entre les variations des taux à long terme aux États-Unis et dans la zone euro⁽¹⁾ connaissent une évolution particulièrement volatile, plusieurs tendances se dégagent malgré tout. Pour la série de périodes se terminant entre 1969 et 1980, le coefficient de corrélation mobile a considérablement fluctué autour d'une moyenne de 0,21, sans toutefois présenter une tendance marquée. Pour la série de périodes se terminant entre 1981 et 1994, le coefficient de corrélation moyen de 0,51 est nettement plus élevé, bien que, ici non plus, on ne puisse distinguer une tendance marquée. Depuis le milieu des années nonante, en revanche, le coefficient de corrélation mobile a continué à progresser pour atteindre une moyenne de 0,72 pour la série de périodes se terminant entre 1995 et 2006. La tendance semble en outre à la hausse et, effectivement, le coefficient de corrélation est d'environ 0,8 au cours de la dernière période examinée. Tout cela montre clairement que les variations des taux à long terme évoluent de manière plus synchronisée.

Étant donné cette cohérence internationale accrue des taux d'intérêt, la question se pose de savoir dans quelle mesure les variations des taux à long terme en Europe sont encore liées aux changements des principaux taux d'intérêt de l'Eurosystème. Les coefficients de corrélation mobiles entre les variations du taux européen au jour le jour et des taux européens à long terme, également calculés sur des périodes de vingt-quatre mois, montrent que le lien international plus étroit des taux à long terme ne signifie pas nécessairement que la corrélation diminue en Europe entre les variations des taux à long terme et du taux au jour le jour. Ainsi, cette corrélation était déjà très petite en Allemagne pour les périodes se terminant entre 1969 et 1994, ce qui pourrait s'expliquer par la crédibilité de la politique monétaire allemande⁽²⁾.

Cette corrélation est cependant légèrement négative pour la série de périodes se terminant entre 1994 et 2006. Aux États-Unis, on observe un schéma identique, suggérant que la faible relation entre le taux directeur et le taux à long terme n'est pas un phénomène exclusivement européen, imputable à l'influence dominante des taux à long terme américains. Ainsi, les taux à long terme aux États-Unis ont augmenté de 40 points de base seulement au cours de la période allant de juin 2004 à mai 2006 inclus, tandis que la *Federal Reserve* augmentait le taux des *fed funds* de 400 points de base au cours de cette même période.

GRAPHIQUE 9 CORRÉLATION ENTRE LES VARIATIONS DU TAUX À LONG TERME DANS LA ZONE EURO ET CELLES, RESPECTIVEMENT, DES TAUX À LONG TERME AUX ÉTATS-UNIS ET DU TAUX AU JOUR LE JOUR DANS LA ZONE EURO⁽¹⁾

(coefficient de corrélation mobile pour des périodes de vingt-quatre mois⁽²⁾)



Source : BRI et calculs propres.

(1) Zone euro pour la période 1999-2006 et Allemagne pour la période 1967-1998.

(2) Périodes de vingt-quatre mois se terminant au cours du mois examiné.

(1) Zone euro pour la période 1999-2006 et Allemagne pour la période 1967-1998.

(2) Christiansen et Pigott (1997) fournissent quelques arguments dans ce sens.

Une première explication possible du découplage des taux directeurs et des taux à long terme est l'ancrage plus solide des attentes d'inflation, de sorte que les fluctuations du taux à court terme sont considérées comme un phénomène temporaire et ne donnent donc pas lieu à des modifications des taux à long terme.

Par ailleurs, la mondialisation croissante joue un rôle considérable dans la baisse du rendement notamment des obligations d'État américaines. En effet, le solde d'épargne considérable, accumulé par les économies émergentes et les pays producteurs de pétrole, est utilisé en partie pour financer l'important déficit d'épargne de l'économie américaine. Depuis 2000, la demande extérieure d'effets publics américains semble avoir beaucoup augmenté, surtout de la part des instances officielles. Il semble également que les pays asiatiques conservent plus d'effets publics américains depuis 2000, un phénomène probablement lié à la politique des banques centrales asiatiques pour lutter contre une appréciation de leur monnaie. Bien qu'il soit impossible d'évaluer avec précision l'incidence sur les taux à long terme de ces flux de capitaux vers les États-Unis, il semble très plausible que la forte demande de la part des banques centrales asiatiques ait eu un effet important à la baisse sur les taux américains à long terme.

La forte demande d'obligations d'État à longue échéance a en outre été stimulée par la combinaison d'une abondance de liquidités et d'une aversion accrue au risque sur les marchés financiers après les pertes boursières considérables de 2000-2002. Par ailleurs, les entreprises d'assurances et les fonds de pension veulent mieux faire correspondre la durée de leurs actifs à celle de leurs engagements, notamment dans le cadre des nouvelles règles comptables IAS/IFRS. Elles demandent donc également plus d'effets publics sans risques à plus longue échéance.

4. Implications possibles pour la politique monétaire

Cette section examine quelles sont les éventuelles implications en matière de politique monétaire des trois tendances économiques susmentionnées et leur relation avec le phénomène de la mondialisation.

En ce qui concerne l'inflation basse et stable, on peut dire que, dans les pays industrialisés en tout cas, elle résulte plutôt d'une meilleure conduite de la politique monétaire que de la mondialisation croissante. La mondialisation grandissante va toutefois de pair avec des changements considérables des prix relatifs des produits

et des facteurs de production. À plus long terme, ces changements de prix relatifs sont, en principe, neutres pour l'inflation mais à court terme, ils peuvent exercer une incidence. Dans la mesure où la mondialisation est en outre un processus progressif et persistant, il ne faut cependant pas exclure que l'inflation ait été (et soit à l'avenir) influencée, sur une relativement longue période, par une succession d'effets qui sont, chacun séparément, en principe, de courte durée. L'impact net de ces effets à court terme est toutefois difficile à déterminer. Cependant, le deuxième encadré tend à montrer que les répercussions de la mondialisation par le canal des importations étaient légèrement positives au cours des sept dernières années (1999-2005), dans la zone euro, mais nettement moins que ne le suggère l'écart entre l'inflation totale d'une part et la tendance sous-jacente de l'inflation d'autre part. Par ailleurs, l'inflation a subi un impact à la baisse aussi, surtout en raison de l'évolution salariale modérée, de sorte que la mondialisation a également influencé l'inflation d'origine domestique. L'effet total est donc sans doute à la baisse, mais il est difficile à identifier a posteriori parce que la politique monétaire accommodante a fait contrepoids dans de grandes parties du globe. L'effet total peut en outre varier dans le temps et parfois même changer de signe, ce qui complique l'analyse économique et, partant, la politique monétaire.

Dans ce contexte, le défi pour la politique monétaire consiste à tolérer les effets directs et indirects de ces changements de prix relatifs, tout en évitant l'apparition d'effets de second tour. Aujourd'hui, la plupart des banques centrales tolèrent les effets de premier tour d'un choc à la hausse des prix relatifs. Ainsi, elles ne réagissent pas directement par une hausse du taux d'intérêt, quand l'inflation est supérieure à l'objectif fixé à la suite d'une forte augmentation des prix des matières premières; elles le font seulement s'il y a danger d'effets de second tour. Les chocs à la baisse des prix relatifs, auxquels la mondialisation peut conduire, requièrent, mutatis mutandis, une réaction comparable, bien que la symétrie de ce raisonnement soit parfois remise en question. En d'autres termes, les effets de premier tour d'un choc positif de l'offre doivent être tolérés aussi et ne doivent donc pas conduire immédiatement à un assouplissement de la politique monétaire, à moins que des attentes d'inflation à la baisse ne fassent craindre une déflation.

En effet, la mondialisation est souvent associée aux risques déflationnistes et les réactions qu'ils suscitent prennent de nombreuses formes. Ainsi, le FMI (2006) plaide pour un objectif d'inflation suffisamment élevé, pour que les chocs positifs de l'offre ne mènent pas trop

Encadré 2 – Indicateurs d’inflation dans un contexte de mondialisation

L’inflation totale – l’IPCH (indice des prix à la consommation harmonisé) dans la zone euro – est entièrement influencée à court terme par les changements de prix relatifs liés à la mondialisation. C’est pour cela précisément que l’on recourt souvent au concept de tendance sous-jacente de l’inflation, qui présente généralement la caractéristique d’être moins influencée par l’impact des changements des prix relatifs. En outre, elle est réputée mesurer surtout la pression inflationniste d’origine intérieure.

Toutefois, la notion traditionnelle de tendance sous-jacente de l’inflation, à savoir l’IPCH hors produits alimentaires non transformés et énergie, examine les changements de prix relatifs, à la suite de la mondialisation, de manière asymétrique, et sa pertinence pour mesurer la pression inflationniste intérieure a donc été remise en question récemment (BCE, 2005). En effet, l’effet à la hausse des produits énergétiques est retiré de la mesure tandis que

INDICATEURS D’INFLATION DANS LA ZONE EURO

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

	Moyenne pour la période 1999-2005		2005	
Inflation totale ⁽¹⁾	2,0]	2,2]
Déflateur du PIB	1,9]	1,8]
Tendance sous-jacente de l’inflation ⁽²⁾	1,7]	1,5]
<i>p.m. Coût salarial par unité produite</i>	1,6		1,3	

Source : CE.

(1) Mesuré à l’aide de l’IPCH.

(2) Mesuré à l’aide de l’IPCH sans prendre en compte les produits alimentaires non transformés et l’énergie.

l’effet total à la baisse sur les prix des produits manufacturés – qui résulte à la fois des importations meilleur marché et de la modération des coûts à l’intérieur du pays – y est toujours repris. Le déflateur du PIB en revanche mesure uniquement l’évolution des prix de la valeur ajoutée domestique et, en principe, il n’est donc pas influencé par l’évolution des prix à l’importation. Il subit dès lors uniquement l’incidence éventuelle de la mondialisation sur l’évolution des coûts intérieurs, soit par la modération salariale, par l’augmentation de la productivité ou par la réduction des marges bénéficiaires. En comparant l’évolution de la tendance sous-jacente de l’inflation et celle du déflateur du PIB, on peut ainsi se faire une idée globale de l’effet sur l’inflation des importations moins chères de produits manufacturés. Si l’évolution de la tendance sous-jacente de l’inflation est inférieure à celle du déflateur du PIB, on peut conclure que l’importation moins chère de produits à forte intensité de main-d’œuvre apporte une contribution négative substantielle à l’évolution de l’inflation. Il faut toutefois remarquer que le déflateur du PIB tient compte de l’évolution du prix de toute la valeur ajoutée et pas uniquement de celle qui est comprise dans la consommation privée.

Sur l’ensemble de la période 1999-2005, l’évolution de la tendance sous-jacente de l’inflation a été inférieure à celle du déflateur du PIB, ce qui indique que l’incidence des prix à l’importation sur la tendance sous-jacente de l’inflation est négative. Pour la période 1999-2005, cet effet a été en moyenne de –0,2 point de pourcentage par an. Globalement, dans les circonstances actuelles, la tendance sous-jacente de l’inflation semble sous-estimer la pression inflationniste intérieure. Cette sous-estimation est un peu plus importante que la surestimation de la pression

inflationniste intérieure si l'on se base sur l'inflation totale, puisque celle-ci était supérieure au déflateur du PIB de 0,1 point de pourcentage en moyenne au cours de la période étudiée.

L'incidence des changements de prix relatifs générés par le canal des importations est encore plus prononcée en 2005. L'effet à la hausse des importations d'énergie serait de 0,7 point de pourcentage, tandis que l'effet à la baisse dû aux importations de produits manufacturés serait de 0,3 point de pourcentage. Cela semble indiquer que l'effet net causé par la mondialisation sur l'inflation totale IPCH par le biais de l'évolution des prix à l'importation à la fois des matières premières et des produits manufacturés a été légèrement positif au cours des six dernières années, à hauteur de 0,1 point de pourcentage par an, et plus positif en 2005, avec 0,4 point de pourcentage. Ces effets sont toutefois nettement moindres que si l'on se base sur la différence entre l'inflation totale et la tendance sous-jacente de l'inflation.

Une grande carence de l'analyse proposée est qu'elle ne tient pas compte de l'effet de la mondialisation sur l'évolution du prix de la valeur ajoutée intérieure. En comparant l'évolution du prix des différentes composantes du déflateur du PIB, on peut toutefois examiner comment la rétribution des divers facteurs de production évolue. Il en ressort que, dans la zone euro, l'évolution des coûts salariaux par unité produite accuse un retard systématique sur celle du déflateur du PIB, ces dernières années, ce qui indique une baisse de la part des salaires dans la valeur ajoutée. Cette évolution n'est sans doute pas sans rapport avec la mondialisation, étant donné que l'élargissement de l'offre mondiale de main-d'œuvre pèse en principe sur son prix relatif.

rapidement à une situation de déflation⁽¹⁾. D'autres, dont White (2006), posent la question de savoir s'il ne faut pas plutôt abaisser l'objectif d'inflation pour tenir compte du fait que la mondialisation est un processus progressif et peut donc avoir un impact modérateur sur l'inflation pendant une plus longue période. En effet, si le caractère de premier tour de cet effet modérateur est insuffisamment pris en considération, la politique monétaire risque d'être trop expansionniste et partant, de contribuer à des déséquilibres sur les marchés financiers et de l'immobilier.

Une solution consiste à laisser l'objectif d'inflation inchangé, en raison de son rôle crucial en tant qu'ancrage nominal, mais à l'utiliser de manière suffisamment flexible et donc à ne pas réagir mécaniquement à un écart entre l'inflation observée et l'objectif d'inflation. Cela requiert une analyse en profondeur de l'évolution de l'inflation, visant à distinguer la tendance plus fondamentale, qui fait abstraction des effets de premier tour résultant de la mondialisation. À cet effet, l'analyse des risques pour la stabilité des prix doit être étayée par un éventail aussi large que possible d'informations et d'indicateurs. Cette vaste analyse n'est pas seulement requise pour servir de base à la politique monétaire mais elle sert également à la communication quant à la politique menée, de sorte qu'elle

contribue à une perception correcte à la fois de la nature des chocs et de l'écart éventuel entre l'inflation observée et l'objectif d'inflation. Cela doit permettre de garantir la crédibilité de la banque centrale, même quand l'inflation s'écarte temporairement de l'objectif d'inflation.

Les constatations relatives à l'aplatissement de la courbe de Phillips et à la liaison moins étroite entre les taux directeurs et les taux à long terme suggèrent que l'efficacité de la politique monétaire par le canal traditionnel des taux d'intérêt a diminué ces dernières années. En effet, une variation de l'inflation requiert une plus grande modification de l'*output gap* qui, en supposant que les *output gaps* soient influencés surtout par les taux à long terme, requiert à son tour un plus grand changement du taux directeur.

L'interprétation ne doit cependant pas être à ce point négative. Tant l'aplatissement de la courbe de Phillips que la liaison plus lâche entre les taux directeurs et les taux à long terme semblent en effet résulter dans une large mesure de l'amélioration de la conduite de la politique monétaire et de la crédibilité accrue de la banque centrale qui y est liée. Mais cela signifie aussi que ces changements ne sont pas inconditionnellement acquis et pourraient disparaître rapidement si la politique monétaire venait à perdre sa crédibilité en voulant trop stimuler l'activité économique, en supposant que la réaction de l'inflation soit limitée.

(1) À cet égard, on peut se référer également aux études de fond concernant le *zero lower bound* de l'intérêt nominal, réalisées lors de l'évaluation de la stratégie de politique monétaire de la BCE (BCE, 2003). Il ressort de ces études que l'objectif d'inflation quantitatif actuel de la BCE (inflation en dessous mais proche de 2 %) est suffisamment élevé pour absorber l'impact des chocs déflationnistes.

Il ne faut pas exclure par ailleurs qu'une série de changements structurels extérieurs à l'influence de la banque centrale, notamment la mondialisation, ont une part dans l'explication de l'aplatissement de la courbe de Phillips et le découplage des taux à long et court termes. Même dans ce cas, les conséquences de la transmission plus faible par le canal traditionnel des taux doivent être nuancées. Premièrement, il y a surtout des problèmes éventuels en cas de chocs sur les coûts, étant donné qu'une courbe de Phillips plus plate signifie en même temps que les chocs de demande entraînent un impact inflationniste plus petit qu'avant et requièrent une réaction plus faible. Deuxièmement, une des causes possibles d'une courbe de Phillips aplatie, à savoir la diminution de la transmission des facteurs de coûts dans les prix et l'augmentation connexe de la rigidité des prix, est en principe un phénomène temporaire qui caractérise uniquement la phase de réduction des marges. Une fois les marges réduites, en revanche, l'économie devrait être plus flexible qu'à l'origine. Pendant la phase de transition, ce phénomène limite en outre l'incidence inflationniste des chocs sur les coûts. Troisièmement, la politique monétaire peut essayer de renforcer son emprise sur les taux à long terme en pratiquant une communication claire concernant l'analyse économique et monétaire effectuée, les risques de stabilité des prix et, si c'est jugé opportun, les futures décisions prévues en matière de politique monétaire (Woodford, 2005). Enfin, il ne faut pas perdre de vue qu'il existe bien d'autres canaux de transmission non abordés ici et dont l'efficacité n'a peut-être pas été touchée par la mondialisation.

Conclusion

La mondialisation, qui s'est nettement accélérée depuis le milieu des années nonante, a entraîné d'importantes évolutions économiques. Le présent article a commenté trois conséquences possibles de la mondialisation qui peuvent être pertinentes pour la politique monétaire. Il a ensuite examiné les éventuelles implications des trois tendances examinées pour cette même politique.

Le faible niveau et la stabilité de l'inflation semblent davantage découler d'améliorations de la conduite de la politique monétaire que de la mondialisation croissante. L'intégration des économies émergentes s'accompagne cependant d'importantes variations des prix relatifs. Ainsi, les prix relatifs des matières premières ont augmenté et les prix relatifs des biens à forte intensité de main-d'œuvre ont reculé. Même si à terme, ces fluctuations des prix relatifs sont en principe neutres pour l'inflation, elles peuvent constituer un défi pour la politique monétaire. L'analyse qui sous-tend la politique monétaire doit dès lors

plus que jamais reposer sur l'éventail le plus large possible d'informations et d'indicateurs, afin d'identifier à temps les risques fondamentaux, à la hausse comme à la baisse, pour la stabilité des prix.

L'aplatissement de la courbe de Phillips classique observé dans la zone euro semble être un phénomène mondial, qui peut s'expliquer tant par les améliorations de la conduite de la politique monétaire que par les changements structurels dans les économies des pays industrialisés, tels que la mondialisation. Un aplatissement de la courbe de Phillips suggère que, les coûts à court terme, en termes de production, du recul de l'inflation ont augmenté. Ce constat doit cependant être nuancé, étant donné que l'aplatissement de la courbe de Phillips découle aussi de la crédibilité de la politique monétaire et que l'incidence inflationniste des chocs sur les coûts semble relativement restreinte dans le contexte de concurrence internationale croissante.

En raison notamment de l'intégration financière mondiale, les taux d'intérêt à long terme présentent une plus grande synchronisation au niveau international, tandis qu'un lien plus faible entre les taux directeurs et les taux d'intérêt à long terme peut être relevé. Ces évolutions semblent impliquer une perte d'efficacité du canal traditionnel des taux d'intérêt. Il convient toutefois de nuancer ce constat, étant donné que la dissociation des taux d'intérêt à long terme s'explique en grande partie par un important ancrage des attentes inflationnistes. De plus, une bonne communication quant aux analyses économiques et monétaires effectuées peut constituer un instrument supplémentaire pour guider les taux d'intérêt à long terme.

Bibliographie

Barro R. et D. Gordon (1983), « A positive theory of monetary policy in a natural-rate model », *Journal of Political Economy*, 91(4), 589-910.

BCE (2003), « The outcome of the ECB's evaluation of its monetary policy », *Bulletin mensuel de la BCE*, juin, 79-92.

BCE (2005), « Editorial », *Bulletin mensuel de la BCE*, décembre, 5-7.

BNB (2002), « La courbe de Phillips: une histoire mouvementée », *Revue économique de la Banque nationale de Belgique*, 4^e trimestre, 51-59.

Borio C. et A. Filardo (2006), *Globalisation and inflation: New cross-country evidence on the global determinants of domestic inflation*, mimeo.

BRI (2006), *Rapport annuel*.

Christiansen H. et C. Pigott (1997), *Long-term interest rates in globalised markets*, Département d'économie de l'OCDE, Document de travail 175.

Ciccarelli M. et B. Mojon (2005), *Global inflation*, ECB Working Paper Series 537.

Dhyne E. (2005), « Persistance de l'inflation et fixation des prix dans la zone euro: Résultats de l'Eurosystem Inflation Persistence Network », *Revue économique de la Banque nationale de Belgique*, 4^e trimestre, 17-38.

Fagan G., J. Henry et R. Mestre (2005), « An area-wide model for the euro area », *Economic Modelling*, 22(1), 39-59.

FMI (2006), *World Economic Outlook*.

Kamin S., M. Marazzi et J. Schindler (2006), « The impact of Chinese exports on global import prices », *Review of International Economics*, 14(2), 179-201.

OCDE (2006), *Perspectives économiques N° 79*.

Rogoff K. (2003), « Globalization and global disinflation », *Federal Reserve Bank of Kansas City -Economic Review*, 4, 45-78.

White W. (2006), *Is price stability enough?*, BIS Working Paper 205.

Woodford M. (2005), « Central bank communication and policy effectiveness » in Federal Reserve Bank of Kansas City (ed.), *The Greenspan era: lessons for the future*, Jackson Hole, 399-474.

La persistance de l'inflation en Belgique

M. Collin⁽¹⁾

Introduction

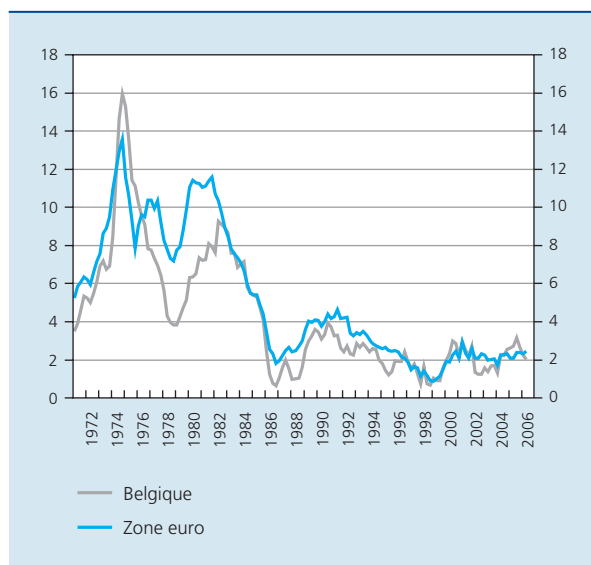
Le présent article s'intéresse à la dynamique de l'inflation en Belgique et, en particulier, à son degré de persistance. Généralement, la persistance de l'inflation fait référence à la vitesse à laquelle l'inflation retourne, à la suite d'un choc, vers sa valeur d'équilibre, déterminée par l'objectif d'inflation poursuivi par les autorités monétaires. Cette étude vise aussi à déterminer si la dynamique de l'inflation a subi d'importantes modifications au cours des trente dernières années. Cet article présente ainsi les résultats

belges obtenus dans le cadre de l'*Eurosystem Inflation Persistence Network* (IPN). Dans ce réseau temporaire, qui a rassemblé des chercheurs des banques centrales nationales (BCN) de l'Eurosystème, de la Banque centrale européenne (BCE) et du monde universitaire, de nombreux travaux ont été réalisés et publiés. Une synthèse globale de ces travaux est présentée dans une récente publication de la Banque⁽²⁾.

L'article se structure de la façon suivante. La première section définit les concepts et le cadre analytique. La deuxième section présente les résultats de l'étude consacrée à la Belgique. Les résultats pour la Belgique sont, par ailleurs, comparés à ceux de la zone euro. Dans une troisième section, sont étudiés différents facteurs susceptibles d'avoir occasionné des changements structurels dans la dynamique de l'inflation en Belgique ces trente dernières années. Enfin, la dernière section présente les conclusions.

GRAPHIQUE 1 INFLATION EN BELGIQUE ET DANS LA ZONE EURO

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



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

1. Concepts, définitions et choix méthodologiques

La définition de la persistance retenue au sein de l'IPN fait référence à *la tendance de l'inflation à converger lentement à la suite d'un choc vers sa valeur de long terme, déterminée par l'objectif d'inflation, implicite ou explicite, poursuivi par les autorités monétaires*. Traditionnellement, la persistance de l'inflation est analysée à l'aide d'une équation univariée – appelée dans le jargon économétrique

(1) L'auteur remercie L. Aucremanne pour sa contribution au présent article.

(2) Dhyne E. (2005).

modèle « auto-régressif » – qui décrit l’inflation en termes de ses valeurs passées. Plus concrètement,

$$\pi_t = c + \alpha_1 \pi_{t-1} + \alpha_2 \pi_{t-2} + \dots + \alpha_p \pi_{t-p} + \varepsilon_t \quad (1)$$

L’inflation observée au temps t , π_t ⁽¹⁾, est ainsi régressée sur une constante, c , et sur ses valeurs passées, π_{t-i} . Le nombre de retards, p , détermine l’ordre du processus auto-régressif⁽²⁾. L’inflation observée au temps t est, en outre, affectée par des chocs aléatoires, ε_t , qui sont supposés être nuls en moyenne, de variance constante et indépendants des valeurs passées des chocs.

Pour plus de facilité, l’équation (1) peut s’écrire comme suit :

$$\pi_t = c + \rho \pi_{t-1} + \sum_{i=1}^{p-1} \beta_i \Delta \pi_{t-i} + \varepsilon_t \quad (2)$$

Le degré de persistance de l’inflation est estimé par ρ , qui correspond à la somme des coefficients associés à toutes les valeurs passées de l’inflation⁽³⁾. Le paramètre ρ peut en général prendre des valeurs comprises entre 0 et 1. Si le coefficient estimé ρ est proche de 1, l’inflation est dite persistante, ce qui implique qu’à la suite d’un choc, ε_t , l’inflation ne retournera que très lentement vers sa valeur d’équilibre, qui, partant de l’équation (2), correspond à $c/(1-\rho)$. Dans le cas extrême où le coefficient ρ est égal à 1, la valeur d’équilibre de l’inflation n’est pas définie et dans ce cas, l’inflation présente une racine unitaire. Dans le cadre de cette analyse, il sera primordial de tester économétriquement si l’hypothèse de racine unitaire peut être rejetée, c’est-à-dire de déterminer si l’inflation revient vers sa valeur d’équilibre. En revanche, si le coefficient ρ prend une valeur proche de 0, l’impact de ε_t sur l’inflation tend à être temporaire et l’inflation revient relativement vite vers sa valeur de long terme.

L’article étudie également les modifications de la dynamique de l’inflation dans le temps et, pour ce faire, l’équation (2) est estimée sur une succession de fenêtres mobiles de 48 trimestres (12 ans). Ainsi, la première estimation couvre la période allant du deuxième trimestre de 1978 au premier trimestre de 1990, alors que la dernière estimation fait référence à la période allant du premier trimestre de 1993 au dernier trimestre de 2004. Outre l’aspect dynamique de cette analyse, des considérations théoriques motivent également ce choix. Différentes études⁽⁴⁾ ont en effet montré que l’omission d’une éventuelle rupture dans le niveau de l’inflation pouvait entraîner une surestimation significative de la persistance de l’inflation. Compte tenu de l’évolution de l’inflation en Belgique au cours de ces trois dernières décennies, et plus particulièrement au milieu des années quatre-vingt, il est très probable qu’une estimation réalisée sur l’ensemble de la période allant

du deuxième trimestre 1978 au dernier trimestre 2004 – sans prendre en compte les ruptures éventuelles dans le niveau d’inflation de long terme – donne lieu également à une surestimation de la persistance. En outre, comme il a été mentionné ci-dessus, la définition de la persistance fait référence au retour de l’inflation vers sa valeur de long terme, laquelle est définie par l’objectif implicite ou explicite des autorités monétaires. En pratique, cela peut toutefois poser problème dans la mesure où d’une part, par le passé, cet objectif n’était pas connu et d’autre part, il a très probablement évolué au cours du temps.

L’indice des prix à la consommation national (IPC) sert d’indice de référence dans le cadre de cette étude. Du point de vue de la politique monétaire, il aurait été toutefois plus adéquat de faire usage de l’IPCH, mais cet indice n’est pas disponible sur une longue période. Cependant, en considérant une période récente pour laquelle les deux indices sont disponibles, l’analyse fait apparaître des résultats largement analogues quel que soit l’indice de prix à la consommation utilisé (voir section 2). Les séries temporelles utilisées dans cette étude sont définies en fréquence trimestrielle et ont été ajustées pour tenir compte des variations saisonnières. Ces données couvrent la période d’estimation allant du deuxième trimestre 1978 au dernier trimestre 2004. De plus amples informations sur les données et les outils statistiques figurent dans le document de travail dont est tirée cet article (Aucremagne et Collin, 2006).

Cet exercice empirique est réalisé pour l’inflation totale ainsi que pour six grandes catégories traditionnellement utilisées dans le cadre de l’analyse de l’inflation : les produits alimentaires non transformés, les produits énergétiques, la tendance sous-jacente de l’inflation⁽⁵⁾, les produits alimentaires transformés, les biens industriels non énergétiques et les services. Par ailleurs, l’analyse se base également sur 60 sous-indices de l’IPC national. Comme il a été suggéré par Bilke (2005) et Cecchetti et Debelle (2006), l’utilisation de données sectorielles facilite l’identification des facteurs susceptibles d’être à l’origine des changements structurels dans la dynamique de l’inflation.

(1) $\pi_t = \ln(p_t) - \ln(p_{t-1})$

(2) Dans l’estimation économétrique, le nombre de retards p a été déterminé par le critère d’information de Akaike (Akaike, 1973).

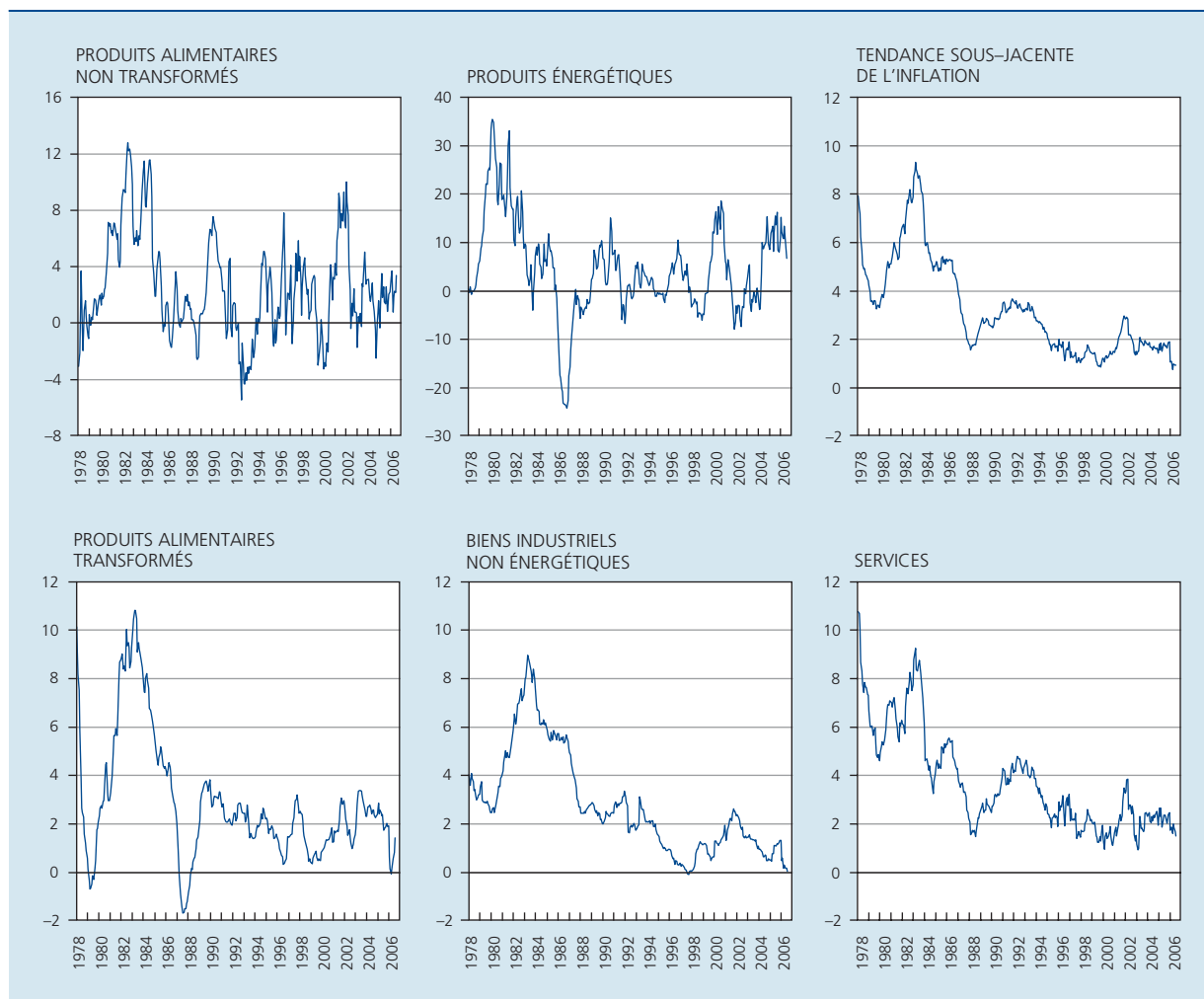
(3) Compte tenu du fait que les estimations de l’équation (2) par la méthode des moindres carrés ordinaires (OLS) sont biaisées, l’équation (2) est estimée sur la base d’une procédure développée par Hansen (1999).

(4) Voir notamment Perron (1990) ou Altissimo et al. (2006).

(5) La tendance sous-jacente de l’inflation est mesurée par l’IPC national à l’exclusion des produits alimentaires non transformés et des produits énergétiques.

GRAPHIQUE 2 INFLATION : COMPOSANTES DE L'IPC

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



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

Ainsi, si des facteurs macroéconomiques d'origine intérieure, comme par exemple la formation des salaires ou la politique économique, plus spécifiquement la politique monétaire, sont responsables d'éventuels changements structurels dans la moyenne ou la persistance de l'inflation, une modification relativement homogène et synchronisée des propriétés statistiques de l'inflation devrait être observée dans l'ensemble des composantes de l'IPC. En revanche, si des facteurs externes ou exogènes sont à l'origine de ces changements, les prix des biens qui font l'objet d'échanges internationaux, à savoir essentiellement les produits énergétiques et les biens industriels non énergétiques, devraient être affectés en premier lieu.

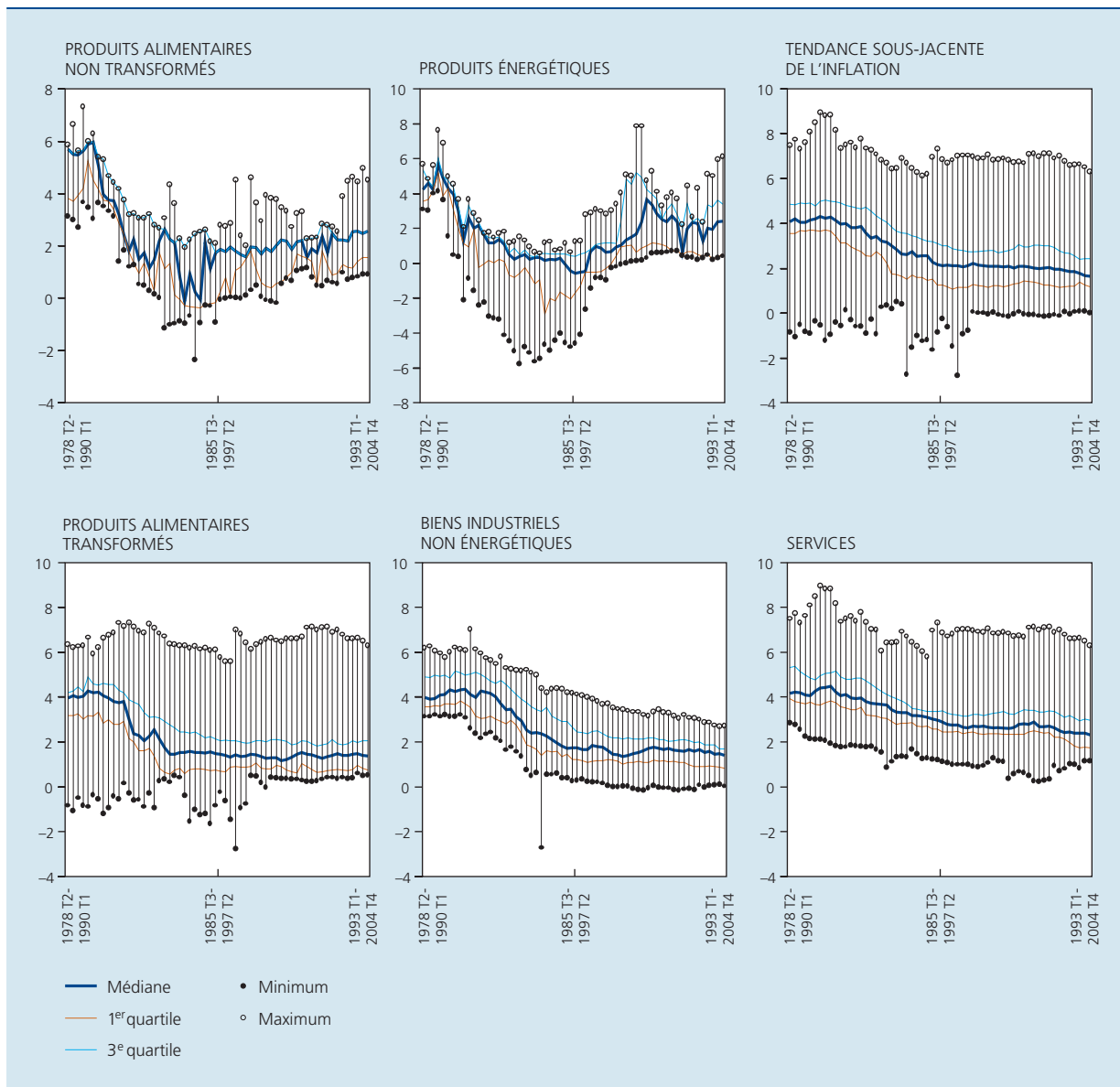
2. Résultats de l'analyse

2.1 Le niveau moyen d'inflation

Sur la base de l'analyse dynamique, les résultats font apparaître une modification significative du niveau de l'inflation au cours de ces trente dernières années. L'inflation totale a fortement décéléré entre, d'une part, la période d'estimation allant du deuxième trimestre de 1979 au premier trimestre de 1991 et d'autre part, celle allant du premier trimestre de 1983 au quatrième trimestre de 1994. Entre ces deux fenêtres mobiles, la moyenne inconditionnelle de l'inflation agrégée est passée de 4,5 p.c. à 2,2 p.c., pour se stabiliser par la suite, juste au-dessous de 2 p.c. Une évolution largement similaire peut être observée pour les grandes composantes de l'IPC national,

GRAPHIQUE 3 MOYENNE MOBILE DE L'INFLATION : DONNÉES SECTORIELLES⁽¹⁾

(pourcentages annuels de variation par rapport au trimestre précédent)



Source : Aucremanne et Collin (2006).

(1) Moyennes mobiles correspondant aux modèles autorégressifs estimés.

à l'exception notable des services et de la tendance sous-jacente de l'inflation, laquelle se compose en moyenne à 45 p.c. des services. La baisse du niveau moyen de l'inflation dans les services commence légèrement plus tard et elle est, en outre, nettement plus graduelle que pour les autres composantes de l'IPC. Parmi les études de l'IPN qui ont réalisé une analyse similaire, des résultats très semblables pour le secteur des services ont été observés en France (Bilke, 2005).

Au niveau sectoriel, des résultats largement comparables sont obtenus. L'information est synthétisée par un graphique, appelé « boîte à moustache » (*box plot*) qui donne des indications sur la tendance centrale, la symétrie et la dispersion des données. Ce graphique permet ainsi de résumer l'ensemble de la distribution du niveau moyen de l'inflation observée dans les 60 sous-secteurs. Plus spécifiquement, pour chaque fenêtre d'estimation, il illustre la médiane, le premier et le troisième quartile, le minimum et le maximum du taux moyen de l'inflation pour les 60 catégories de produits considérés. La partie centrale de la distribution, à savoir la moyenne de l'inflation pour

les catégories de produits comprises entre le premier et le troisième quartile, est fortement orientée à la baisse dans les différents secteurs environ à partir de la fenêtre glissante allant du deuxième trimestre de 1979 au premier trimestre de 1991. Ce mouvement à la baisse peut être observé environ jusqu'à la fenêtre mobile allant du premier trimestre de 1983 au quatrième trimestre de 1994. Ce déplacement vers le bas de la partie centrale de la distribution reflète ainsi un mouvement relativement homogène et synchronisé dans le taux moyen d'une majorité des catégories de produits étudiés. Pour les services ainsi que pour la tendance sous-jacente de l'inflation, la décélération est de nouveau nettement plus progressive.

Globalement, ces résultats font apparaître une diminution importante de l'inflation moyenne au milieu des années quatre-vingt en Belgique. À l'exception des services, cette évolution tend à être, en outre, largement similaire et synchronisée au sein des différents secteurs, suggérant de la sorte qu'un facteur commun est essentiellement à l'origine de ce mouvement baissier. Compte tenu de la date à laquelle cette rupture peut être observée – la prise en compte des données après 1983 semble être cruciale à cet égard –, la politique monétaire apparaît être un élément important dans cette évolution (voir section 3).

2.2 La persistance de l'inflation

Les résultats de l'analyse montrent que, sous le régime de politique monétaire actuel, la persistance de l'inflation en Belgique est relativement modérée. Le degré de persistance de l'inflation totale, estimé sur la dernière période d'estimation allant du premier trimestre de 1993 au dernier trimestre de 2004, est de l'ordre de 0,51, avec toutefois un intervalle de confiance relativement large allant de 0,11 à 0,92. L'hypothèse de racine unitaire est néanmoins rejetée à un niveau de significativité de 5 p.c. Il faut noter également que le degré de persistance de l'inflation mesurée à l'aide de l'IPCH sur la période la plus récente est égal à 0,42 et est, de la sorte, largement similaire à la persistance de l'inflation mesurée à l'aide de l'IPC. Par le passé, en revanche, le degré de persistance de l'inflation agrégée était nettement plus élevé, les estimations indiquant que le degré de persistance de l'inflation totale s'élevait en moyenne à 0,97 sur les cinq premières fenêtres mobiles, et par ailleurs, que l'hypothèse de racine unitaire ne pouvait être rejetée.

Ces résultats viennent de la sorte corroborer les analyses réalisées par la Banque dans ses rapports annuels. Ainsi, dans son rapport de 1976, on peut lire qu'«une des faiblesses de l'économie belge est sa perméabilité aux enchaînements inflationnistes (...) l'inflation est

entretenu par des comportements profondément enracinés»⁽¹⁾. Ce constat traduit donc une persistance de l'inflation élevée et contraste fortement avec les récentes analyses de la Banque qui indiquent que l'évolution de l'inflation ces dernières années est généralement affectée par des facteurs d'offre défavorables, et plus spécifiquement des hausses importantes du prix des produits pétroliers et des produits alimentaires non transformés, dont l'incidence est toutefois présumée transitoire⁽²⁾.

Un profil largement similaire est également observé pour les biens industriels non énergétiques ainsi que pour les biens alimentaires transformés pour lesquels le degré de persistance a diminué respectivement de 1 à 0,78 et de 0,87 à 0,24 entre la première et la dernière fenêtre glissante. Les produits alimentaires non transformés et les produits énergétiques⁽³⁾, quant à eux, présentaient déjà au début de la période d'estimation un degré de persistance relativement modéré et, dès lors, la réduction est plus limitée que pour l'inflation globale. La principale exception réside à nouveau dans le secteur des services, où la persistance est restée élevée (oscillant autour de 0,80) jusqu'à la période d'estimation allant du deuxième trimestre de 1989 au premier trimestre de 2001. Par la suite, le degré de persistance de l'inflation dans les services s'est quelque peu réduit pour s'établir à 0,69 au cours de la période allant du premier trimestre de 1993 au dernier trimestre de 2004. En fin de période, l'hypothèse de racine unitaire peut être rejetée. L'évolution du degré de persistance de la tendance sous-jacente de l'inflation est largement comparable à celle observée pour les services. Ainsi, après être restée très élevée pendant une longue période, la persistance a quelque peu diminué au cours des dernières fenêtres mobiles, pour s'établir à 0,79 sur la dernière période d'estimation; l'hypothèse de racine unitaire peut, par ailleurs, être également rejetée.

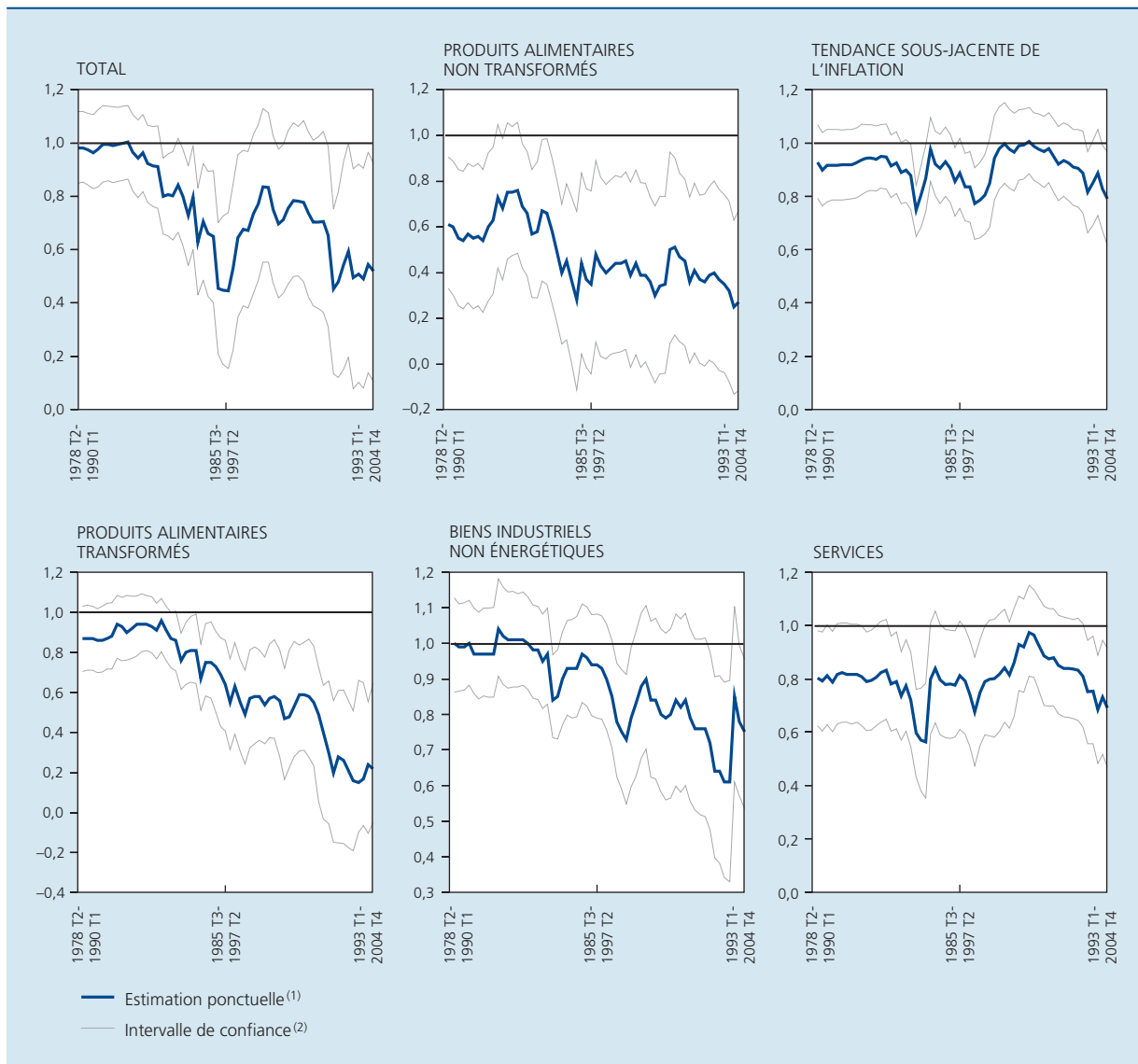
Il est toutefois important de mentionner que l'on peut difficilement affirmer avec certitude que le degré de persistance de l'inflation a effectivement diminué en Belgique au cours des trois dernières décennies. La méthode consistant à étudier l'évolution sur une succession de fenêtres glissantes est imparfaite dans la mesure où elle ne permet pas de neutraliser totalement l'incidence d'une rupture dans le niveau moyen de l'inflation sur le degré de persistance. Si la rupture se situe à l'intérieure d'une fenêtre d'estimation, le degré de persistance sur cette période particulière devrait en effet être biaisé à la hausse. Dès lors, étant donné l'instabilité dans le taux moyen de l'inflation observé au début de la période d'estimation,

(1) Banque nationale de Belgique (1976), Rapport Annuel, p. XXIV.

(2) Voir notamment, Banque nationale de Belgique (2004), Rapport Annuel, p. 88.

(3) Pour ces produits, les résultats n'apparaissent pas sur le graphique.

GRAPHIQUE 4 PERSISTENCE DE L'INFLATION
(somme des coefficients autorégressifs)



Source : Aucremanne et Collin (2006).

(1) La persistance est mesurée par la somme des coefficients d'un modèle autorégressif ; elle est obtenue sur la base de la méthodologie développée par Hansen (1999).

(2) Les intervalles de confiance sont calculés pour un seuil de significativité à 5 p.c., c'est à dire qu'ils couvrent 95 p.c. des observations. Ceux-ci sont obtenus sur la base de la méthodologie développée par Hansen (1999).

il est probable que les estimations de persistance sur ces périodes soient surestimées. Il n'est donc pas exclu que la baisse de la persistance reflète simplement le fait que cette surestimation a progressivement diminué en parallèle avec le mouvement vers un niveau d'inflation moyen plus stable.

L'analyse réalisée sur la base de données sectorielles vient confirmer les résultats obtenus au niveau supérieur d'agrégation. Alors que l'hypothèse de racine unitaire ne pouvait être rejetée que pour un tiers des 60 sous-indices

au cours de la première fenêtre mobile qui couvre la période allant du deuxième trimestre de 1978 au premier trimestre de 1990, ce pourcentage augmente systématiquement au fur et à mesure que des périodes plus récentes sont prises en compte dans l'estimation. Ainsi, le pourcentage de produits pour lequel l'hypothèse de racine unitaire peut être rejetée a pratiquement doublé au cours de la période d'estimation allant du premier trimestre de 1988 au quatrième trimestre de 1999 et a été quasi multiplié par 3 sur la dernière fenêtre glissante (premier trimestre de 1993 au quatrième trimestre de 2004).

TABLEAU 1 REJET DE L'HYPOTHÈSE DE RACINE UNITAIRE
(pourcentage de produits pour lequel l'hypothèse de racine unitaire peut être rejetée)

	1978T2 – 1990T1	1983T1 – 1994T4	1988T1 – 1999T4	1993T1 – 2004T4
Inflation totale	33,9	46,4	64,3	89,3
Énergie	40,0	40,0	60,0	100,0
Produits alimentaires non transformés	50,0	50,0	83,3	100,0
Tendance sous-jacente de l'inflation	31,1	46,7	62,2	86,7
Produits alimentaires transformés	22,2	33,3	55,6	88,9
Biens industriels non énergétiques	0,0	41,8	55,6	77,8
Services	57,6	57,6	72,2	94,4

Source : Aucremanne et Collin (2006).

Un développement similaire est observé pour les différentes composantes de l'IPC national. À cet égard, il convient de remarquer que le pourcentage de produits pour lequel l'hypothèse de racine unitaire peut être rejetée continue à augmenter systématiquement entre la fenêtre mobile qui couvre la période allant du premier trimestre de 1988 au quatrième trimestre de 1999 et la dernière fenêtre glissante, périodes où le niveau moyen de l'inflation est pourtant resté relativement stable. Dès lors, ces résultats semblent suggérer que la persistance de l'inflation s'est effectivement réduite en Belgique et que la baisse mesurée n'est pas uniquement occasionnée par une certaine faiblesse dans la méthode d'estimation pendant les périodes antérieures où le niveau moyen de l'inflation était nettement moins stable.

Si l'analyse a mis en évidence un degré de persistance relativement modéré en Belgique à l'heure actuelle, derrière ces résultats se dessine une certaine hétérogénéité entre les différentes composantes de l'IPC. La persistance de l'inflation dans le secteur des services et des biens industriels non énergétiques tend en effet à être nettement supérieure à celle observée dans les autres composantes de l'IPC, à savoir les produits alimentaires et produits énergétiques. Par ailleurs, conformément à la littérature (voir notamment Granger, 1980), les résultats font apparaître un effet d'agrégation, c'est à dire que les agrégats présentent une persistance supérieure à la moyenne des séries qui les composent. De plus, il est apparu que les composantes de l'IPC ayant une pondération plus élevée présentent également un degré de persistance plus important.

TABLEAU 2 DEGRÉ DE PERSISTANCE DE L'INFLATION⁽¹⁾

	Zone euro			Belgique		
	Indice des prix à la consommation	Tendance sous-jacente de l'inflation	Déflateur du PIB	Indice des prix à la consommation	Tendance sous-jacente de l'inflation	Déflateur du PIB
Dossche et Everaert (2005) ⁽²⁾			0,4			
Lünnemann et Mathä (2004) ⁽³⁾	0,4			-0,3		
Gadzinski et Orlandi (2004) ⁽⁴⁾	0,6	0,8	0,6	0,3	0,9	0,3
Robalo Marques (2004) ⁽⁵⁾	0,3					
Aucremanne et Collin (2006) ⁽⁶⁾				0,5	0,8	0,6

(1) La persistance est mesurée par la somme des coefficients d'un modèle autorégressif d'ordre p. Les estimations en gras indiquent que l'hypothèse selon laquelle la somme des coefficients est égale à l'unité (hypothèse de racine unitaire) peut être rejetée. Les estimations tiennent compte d'une éventuelle rupture dans la moyenne de l'inflation.

(2) Estimations au cours de la période allant du 2^e trimestre 1971 au 4^e trimestre 2003, sous l'hypothèse d'un objectif d'inflation variable dans le temps.

(3) Estimations basées sur l'évolution de l'IPCH au cours de la période allant du 2^e trimestre 1995 au 4^e trimestre 2000.

(4) Estimations au cours de la période allant du 2^e trimestre 1970 au 3^e trimestre 2003, sous l'hypothèse d'une rupture dans la moyenne de l'inflation en 1993 pour la zone euro pour les trois indicateurs de prix et pour la Belgique, en 1994 pour le déflateur du PIB.

(5) Estimations au cours de la période allant du 1^{er} trimestre 1986 au 4^e trimestre 2002.

(6) Estimations au cours de la période allant du 1^{er} trimestre 1993 au 4^e trimestre 2004.

TABLEAU 3 PERSISTANCE DE L'INFLATION PAR COMPOSANTES DE L'IPC⁽¹⁾

	Zone euro	Belgique
Produits alimentaires non transformés	0,55	0,27
Produits énergétiques	0,44	0,43
Produits alimentaires transformés . .	0,61	0,22
Biens industriels non énergétiques . .	0,68	0,75
Services	0,53	0,69

Sources : Aucremanne et Collin (2006), Altissimo *et al.* (2006).

(1) La persistance est mesurée par la somme des coefficients d'un modèle autorégressif d'ordre p.

Au sein de l'IPN, des résultats comparables ont été obtenus au niveau de la zone euro. Lorsque les changements dans le niveau moyen de l'inflation sont pris en compte, l'ensemble des études pour la zone euro montrent que la persistance de l'inflation est relativement modérée. Selon l'étude, le degré de persistance de l'inflation totale dans la zone euro varie entre 0,3 et 0,6, et dans chacun des cas, l'hypothèse de racine unitaire peut être rejetée. Ces résultats sont donc proches de ceux obtenus pour la Belgique (0,5). En outre, il est intéressant, de constater que les résultats sur la base de l'indice des prix à la consommation et du déflateur du PIB sont très semblables. Comme pour la Belgique, le degré de persistance de la tendance sous-jacente dans la zone euro est plus élevé que celui de l'inflation totale.

Les différents travaux d'analyse de l'IPN mettent aussi en avant une importante hétérogénéité entre les différentes composantes de l'IPC pour la zone euro. Ainsi, le degré de persistance dans le secteur des biens industriels non énergétiques est significativement supérieur à celui observé pour les produits énergétiques et les produits alimentaires transformés et non transformés.

3. Facteurs potentiellement responsables des changements structurels de la dynamique de l'inflation

Les résultats présentés à la section 2 ont mis en lumière d'importants changements dans la dynamique de l'inflation en Belgique au cours de ces trente dernières années. Dans un premier temps, l'analyse a fait apparaître une baisse nette du niveau moyen de l'inflation au milieu des années quatre-vingt. Différents éléments indiquent que ces évolutions ont été engendrées par une modification

du régime de politique monétaire. Premièrement, l'étude a montré que la baisse du niveau moyen de l'inflation était relativement homogène et synchronisée pour les grandes composantes de l'IPC, et pour les 60 catégories de produits analysés. Deuxièmement, la date à laquelle la rupture peut être observée – à savoir le milieu des années quatre-vingt – correspond largement aux changements apportés au régime de politique monétaire. En effet, à la suite de la dégradation significative de la situation économique de la Belgique et plus particulièrement de sa compétitivité pendant les années septante et au début de années quatre-vingt, les pouvoirs publics décidèrent de dévaluer le franc belge de 8,5 p.c. en 1982. Cette date marqua le début d'un régime de politique monétaire davantage orienté vers la stabilité des prix, via le maintien de la parité du franc belge vis-à-vis du deutsche mark, et mit ainsi fin à une période caractérisée par une politique monétaire relativement accommodante – comme en témoigne la longue période de taux d'intérêt réel négatif au milieu des années septante. Par la suite, la crédibilité de la politique monétaire, reflétée notamment par la réduction significative du différentiel positif de taux d'intérêt entre la Belgique et l'Allemagne – s'améliora progressivement dans la seconde moitié des années quatre vingt et, en juin 1990 les autorités monétaires annoncèrent officiellement l'ancrage du franc belge au deutsche mark. Ce changement dans la conduite de la politique monétaire et en particulier, l'objectif explicite de maintien du cours de change a permis de réduire le niveau de l'inflation de façon durable.

De nombreuses études menées au sein de l'IPN ont en outre montré que les changements importants dans la dynamique de l'inflation, plus précisément les changements du niveau moyen de l'inflation, avaient été rendus possibles dans les pays industrialisés grâce à une modification drastique de la conduite de la politique monétaire. Ainsi, Corvoisier et Mojon (2005) montrent, dans leur analyse, que les trois vagues de ruptures dans la moyenne de l'inflation des pays industrialisés observée respectivement au début des années septante, au milieu des années quatre-vingt et au début des années nonante, sont également associées à des ruptures dans la moyenne de variables nominales, contrairement aux variables réelles où de tels changements ne sont point observés.

La politique monétaire a ainsi contribué à réduire et stabiliser le niveau moyen de l'inflation, et ce faisant, à réduire la persistance estimée, via la disparition du biais qui pouvait caractériser les premières périodes d'estimation. Toutefois, certains résultats ont montré qu'il n'était pas exclu qu'une baisse plus fondamentale de la persistance se soit produite. Celle-ci peut trouver son origine, en Belgique, dans les changements apportés à la formation

des salaires. À cet égard, deux mesures particulières ont très vraisemblablement joué un rôle.

Dans un premier temps, l'introduction, en 1994, de l'indice-santé, comme indice de référence pour la liaison des revenus à l'inflation, a réduit sensiblement l'occurrence automatique d'effets de second tour à la suite d'une variation du prix des produits pétroliers ou des taxes indirectes, dans la mesure où l'indice-santé exclut de l'IPC national certains produits énergétiques, tels que les carburants automobiles (essence et diesel), ainsi que le tabac et les boissons alcoolisées sur lesquels des accises sont prélevées.

Dans un second temps, les modifications apportées au système de formation des salaires en 1996 par la loi relative à la promotion de l'emploi et à la sauvegarde préventive de la compétitivité, ont également contribué à réduire le risque d'effets de second tour et à rendre la formation des salaires plus prospective. En effet, les partenaires sociaux doivent prendre en compte l'évolution attendue de l'inflation au cours des deux prochaines années lorsqu'ils négocient la marge disponible pour les augmentations réelles. Compte tenu du système d'indexation automatique, la hausse des salaires nominaux ex post est néanmoins susceptible de s'écarter de la progression initialement prévue si l'inflation réalisée diffère de l'inflation anticipée. Dans la pratique, toutefois, on constate ces dernières années qu'un nombre croissant de secteurs optent pour des accords dits *all-in* (tout inclus), dont l'objectif est de déterminer une croissance réelle négociée qui peut être réduite en cas d'un éventuel dépassement de l'indexation attendue initialement. Un tel système permet ainsi de compenser l'effet de surprise qui découle d'une inflation supérieure à celle qui avait été anticipée au moment des négociations, mais en partie seulement en cas d'erreurs importantes dans les prévisions. Dans le cas contraire – quand l'indexation réalisée est inférieure à celle qui était attendue –, les accords *all-in* impliquent que la hausse des salaires nominaux initialement prévue est effectivement accordée et l'augmentation ex post des salaires réels est alors supérieure à celle convenue à l'issue des négociations. En conséquence, les négociations salariales portent dans la pratique de plus en plus sur les salaires nominaux.

Il est important de noter que ces changements ont très probablement constitué une réponse endogène à la modification du régime de politique monétaire⁽¹⁾. En effet, la loi de 1996 fait explicitement référence à l'UEM. Les partenaires sociaux et les agents économiques ont progressivement intégré l'idée que dans un régime de taux de change fixe, une maîtrise des coûts domestiques est primordiale afin d'éviter toute perte de compétitivité.

Cet ensemble de mesures s'est avéré indispensable pour assurer le maintien de la parité du franc belge avec le deutsche mark, et par la suite, l'entrée de l'économie belge dans l'UEM.

Les modifications importantes dans la dynamique des salaires au cours de ces trente dernières années peuvent être illustrées par les résultats de tests de causalité de Granger qui consistent à analyser dans quelle mesure les valeurs passées de l'inflation (ou de la tendance sous-jacente de l'inflation) aident à déterminer la croissance contemporaine des salaires nominaux. Afin d'examiner si les relations de causalité ont changé au fil du temps, cette méthode empirique a aussi été appliquée sur une succession de fenêtres mobiles de douze ans.

Alors que, auparavant, les valeurs passées de l'inflation déterminaient significativement la croissance des salaires nominaux, cette relation de causalité se réduit sensiblement lorsque les années septante et quatre-vingt sont exclues de la période d'estimation. Si, pour les ouvriers, les conclusions sont très claires, elles le sont un peu moins pour les employés. Les effets de second tour sont toujours significatifs, bien qu'en fin de période, ils semblent être plus faibles que par le passé.

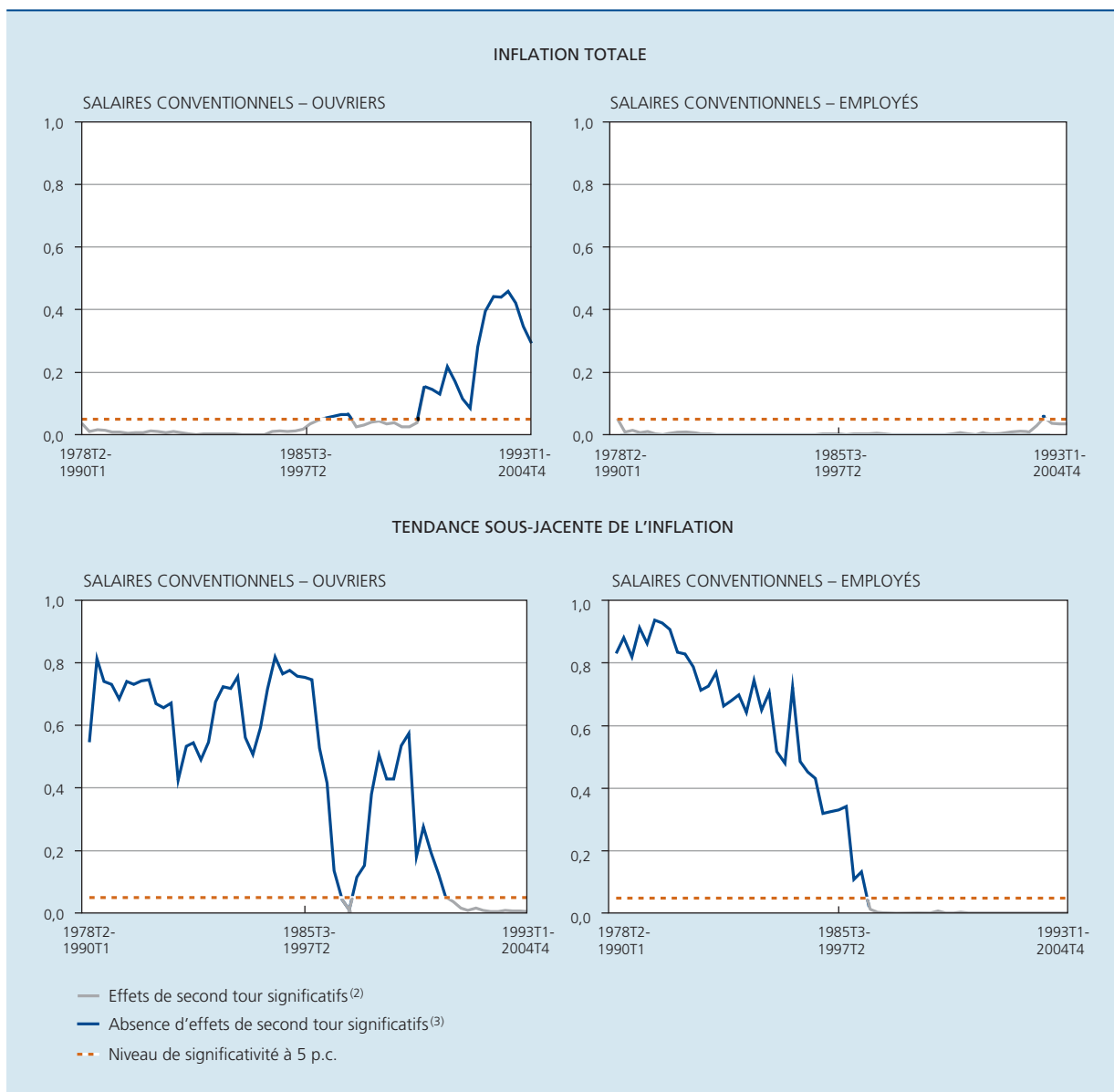
Lorsque l'on étudie la relation causale entre la croissance des salaires nominaux et la tendance sous-jacente de l'inflation, des résultats différents apparaissent. Ainsi, alors qu'auparavant les valeurs passées de la tendance sous-jacente de l'inflation n'avaient aucune influence significative sur la croissance contemporaine des salaires, cette relation est devenue significative à partir du moment où le milieu des années nonante est pris en considération. De tels résultats semblent surtout cohérents avec l'introduction de l'indice-santé comme indice de référence pour la liaison des salaires à l'inflation. Ils laissent également supposer que la pratique des accords *all-in*, qui a découlé de l'application de la loi de 1996, n'est encore que partielle ou trop récente pour être mise en avant par la méthode d'estimation. Par ailleurs, ces résultats paraissent aussi pouvoir expliquer le degré de persistance relativement plus élevé qui continue à caractériser la tendance sous-jacente de l'inflation.

D'une manière générale, les modifications apportées à la formation des salaires, qui découlent essentiellement du choix d'une politique monétaire axée sur la stabilité des prix, ont eu une influence considérable sur la dynamique des salaires et de l'inflation, de même que sur leur

(1) Bernanke (2004) a récemment rappelé cet aspect en insistant sur le fait que des modifications apportées à la structure économique pouvaient être le résultat des changements dans le régime de politique monétaire.

GRAPHIQUE 5 RELATION CAUSALE ENTRE L'INFLATION TOTALE (OU TENDANCE SOUS-JACENTE DE L'INFLATION) ET LES SALAIRES CONVENTIONNELS

(probabilités d'absence d'effets de second tour⁽¹⁾)



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

(1) Calculées sur la base du test de causalité de Granger consistant à déterminer, dans un système bivarié, la relation causale entre deux variables. Dans le cas présent, seule la probabilité de la relation causale de l'inflation (ou de la tendance sous-jacente de l'inflation) vers l'évolution des salaires est représentée.

(2) L'existence d'effets de second tour significatifs découle du rejet de l'hypothèse nulle selon laquelle, l'inflation (ou la tendance sous-jacente de l'inflation) ne cause pas l'évolution des salaires. L'hypothèse nulle est rejetée si la probabilité est inférieure à 5 p.c.

(3) L'absence d'effets de second tour significatifs découle du non rejet de l'hypothèse nulle selon laquelle l'inflation (ou la tendance sous-jacente de l'inflation) ne cause pas les salaires. L'hypothèse nulle n'est pas rejetée si la probabilité est supérieure à 5 p.c.

interaction. Les modifications apportées à la formation des salaires sont à l'origine du recul de la persistance de l'inflation totale au cours des périodes d'estimation les plus récentes en raison de la disparition des effets de second tour. La nature de ces modifications explique en outre pourquoi le fléchissement de la persistance a été moins prononcé pour la tendance sous-jacente de l'inflation.

Il s'est en effet avéré que, conformément aux modalités actuelles de l'indexation, les évolutions de l'inflation sous-jacente observées en fin de période influencent (encore) l'évolution des coûts salariaux, ce qui est bien entendu une source de persistance.

Conclusion

La dynamique de l'inflation s'est considérablement modifiée en Belgique au cours de ces trois dernières décennies. En particulier, cet article a montré que le niveau moyen de l'inflation a nettement décéléré au milieu des années quatre-vingt. Un développement relativement homogène et synchronisé est observé dans l'ensemble des composantes de l'IPC national, à l'exception des services, où la baisse de l'inflation est nettement plus graduelle. Ces résultats suggèrent ainsi que le changement de régime de politique monétaire, mis en place en 1982 et davantage orienté vers la stabilité du taux de change, a largement contribué à cette rupture structurelle dans la moyenne de l'inflation.

Par ailleurs, les résultats ont montré que le degré de persistance de l'inflation est relativement modéré sous le régime de politique monétaire actuel, ce qui signifie que l'inflation tend à revenir relativement vite, à la suite d'un choc, vers sa valeur d'équilibre. Il semble également

que la persistance de l'inflation agrégée en Belgique ait quelque peu baissé par rapport à la situation des années septante et quatre-vingt, à la suite vraisemblablement des modifications apportées à la formation des salaires.

Les résultats de cette étude sont, en grande partie, très semblables à ceux obtenus pour la zone euro dans les différents travaux de l'IPN. En Belgique, le niveau de persistance de l'inflation totale ainsi que celui de la tendance sous-jacente de l'inflation sont similaires à ceux de la zone euro. Au niveau des grandes catégories de l'IPC, les différences sectorielles sont également fort proches. Ces résultats corroborent les analyses antérieures de la Banque, qui indiquaient qu'il n'existe pas de différentiel d'inflation persistant entre la Belgique et la zone euro. Globalement, cela suggère dès lors que la politique monétaire de l'Eurosystème est adaptée à la situation économique de la Belgique et que le risque d'asymétrie dans la transmission des impulsions de la politique monétaire est relativement limité.

Bibliographie

Akaike H. (1973), « Information theory and an extension of the maximum likelihood principle », in 2nd International Symposium on Information Theory by B. N. Petrov and F. Csaki (eds), *Akademiai Kiado*, Budapest.

Altissimo F., L. Bilke, A. Levin, T. Mathä et B. Mojon (2006), « Sectoral and Aggregate Inflation Dynamics in the Euro Area », *forthcoming in Journal of the European Economic Association*.

Aucremanne L. et M. Collin (2006), *Has inflation persistence changed over time? Evidence from aggregate and sectoral Belgian CPI data*, Banque nationale de Belgique, mimeo.

Bernanke B. (2004), *The Great Moderation*, remarques à la conférence de la « Eastern Economic Association », Washington DC, 20 Février 2004.

Bilke L. (2005), *Break in the Mean and Persistence of Inflation: A Sectoral Analysis of French CPI*, ECB, working paper 463.

Cecchetti S. et G. Debelle (2006), « Has the inflation process changed? », *Economic Policy*, 46, 311-352.

Corvoisier S. et B. Mojon (2005), *Breaks in the Mean of Inflation: How they happen and what to do with them*, ECB, working paper 451.

Dhyne E. (2005), « Persistence de l'inflation et fixation des prix dans la zone euro: résultats de l'Eurosystem Inflation Persistence Network », *Revue économique de la Banque nationale de Belgique*, 4e trimestre.

Dossche M. et G. Everaert (2005), *Measuring Inflation Persistence: A Structural Time Series Approach*, ECB, working paper 495, or NBB, working paper 70.

Gadzinski G. et F. Orlandi (2004), *Inflation Persistence for the EU countries, the euro area and the US*, ECB, working paper 414.

Granger C. W. J. (1980), « Long memory relationship and the aggregation of dynamic models », *Journal of Econometrics*, 14-2, 227-238.

Hansen B. (1999), « The grid bootstrap and the autoregressive model », *The Review of Economics and Statistics*, 81, 594-607.

Lünnemann P. et T. Mathä (2004), *How persistent is disaggregate inflation? An analysis across EU15 countries and HICP subindices*, ECB, working paper 415.

Perron P. (1990), « Testing for a unit root in a time series with a changing mean », *Journal of Business and Economic Statistics* 8, 153-162.

Robalo Marques C. (2004), *Inflation persistence: facts or artefacts?*, ECB, working paper 371.

Le rôle des actions dans le financement des sociétés en Belgique

V. Baugnet
G. Wuyts

Introduction

Les entreprises sont confrontées à long terme à deux types de décisions financières. La première concerne le choix des investissements à réaliser, ce que la littérature appelle *capital budgeting*, et la seconde concerne le financement de ces investissements. Généralement, une entreprise dispose de plusieurs moyens pour financer ses investissements réels, comme le recours au financement interne, le recours au crédit ou l'émission d'actions. Le présent article se concentre sur cette dernière option de financement, et a plus précisément pour objectif d'offrir une analyse du rôle des actions dans le financement des sociétés non financières en Belgique, aussi bien au niveau de son importance que des déterminants sous-jacents à ce choix.

La première partie analyse la place qu'occupent les actions dans le financement des sociétés non financières en Belgique sur la base des comptes financiers. L'importance respective des actions non cotées et cotées est ensuite abordée.

La deuxième partie est consacrée aux déterminants de la structure du capital et examine les facteurs qui peuvent amener les entreprises à opter pour le financement par actions. Une analyse empirique de la structure du capital des sociétés non financières en Belgique fait suite à la présentation de la théorie de la structure du capital dans son ensemble.

Enfin, la troisième partie traite de l'influence des variables macroéconomiques, telles que les investissements réels et financiers et les coûts de financement, sur le « calendrier »

des émissions d'actions. Cette analyse prend appui sur une estimation du coût d'émission d'actions cotées pour les entreprises belges.

1. Financement des sociétés non financières en Belgique

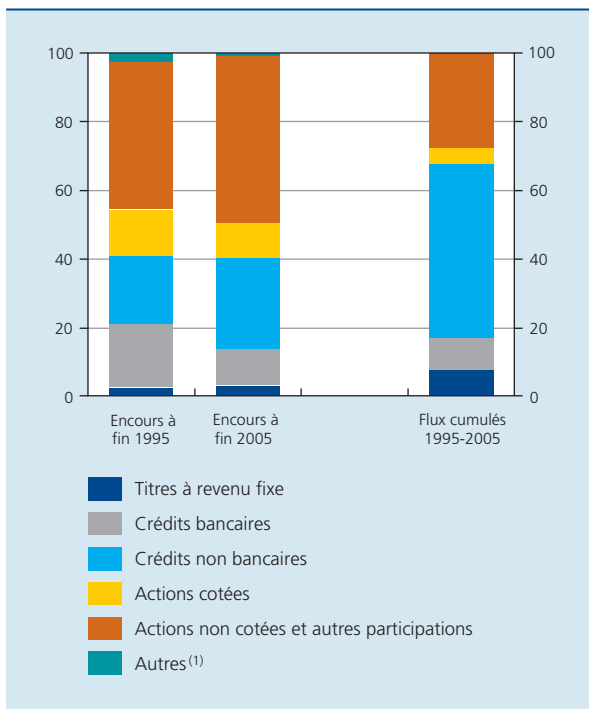
1.1 Vue d'ensemble

Les émissions d'actions représentent une source importante de financement des sociétés non financières en Belgique. Au cours de la période 1995-2005, leur part dans les nouveaux engagements cumulés des sociétés non financières s'est élevée à 32 p.c., soit 27 p.c. pour les actions non cotées et autres participations et 5 p.c. pour les actions cotées. Elles ont constitué le deuxième canal de financement par ordre d'importance, la première place, soit 51 p.c. de l'ensemble, revenant au crédit non bancaire, qui recouvre essentiellement des prêts en provenance d'autres sociétés non financières, belges et étrangères. Les sociétés non financières recourent également, mais dans une moindre mesure, au crédit bancaire et à l'émission de titres à revenu fixe, qui ont représenté respectivement 9 et 7 p.c. des flux cumulés globaux de financement pour la période 1995-2005.

Par rapport à la structure de financement des entreprises belges dans le passé, la dernière décennie a été marquée par une perte d'importance du rôle joué directement par les banques et par une forte croissance des flux de fonds entre entreprises, qu'elles soient liées ou non, qu'elles

GRAPHIQUE 1 ENGAGEMENTS FINANCIERS DES SOCIÉTÉS NON FINANCIÈRES EN BELGIQUE

(ventilation par instrument, pourcentages du total)



Source : BNB.

(1) Comprend certains crédits commerciaux et des postes transitoires.

soient belges ou étrangères; ces flux de fonds ont pris la forme de prêts ou de prises de participations. Le recours direct aux marchés financiers, que ce soit via l'émission d'actions cotées ou de titres à revenu fixe, est demeuré stable dans la structure globale de financement des entreprises belges, ce qui n'a pas empêché, comme l'illustre la suite de l'article, la succession de périodes de faibles et de fortes émissions, notamment en ce qui concerne les actions cotées.

Sur la base de statistiques partielles disponibles au niveau de la zone euro, il apparaît que les entreprises belges se sont, au cours des dix dernières années, davantage financées via l'émission d'actions non cotées et moins via l'endettement (crédit bancaire et obligations d'entreprises réunis) par rapport aux entreprises de la zone euro. Le recours au marché boursier semble avoir été, quant à lui, globalement équivalent.

Les statistiques de flux d'émissions d'actions cotées et non cotées commentées dans cet article recensent les apports en espèces effectués soit lors de la constitution d'une société, soit lors d'une augmentation de capital,

ainsi que les primes d'émission en espèces lors d'une augmentation de capital, dont on déduit les réductions de capital sous la forme de remboursements aux actionnaires. Les apports en nature, les radiations de la cote, les faillites et les introductions en bourse sans émission de nouvelles actions ne sont pas repris dans les statistiques de flux mais influencent toutefois les statistiques d'encours.

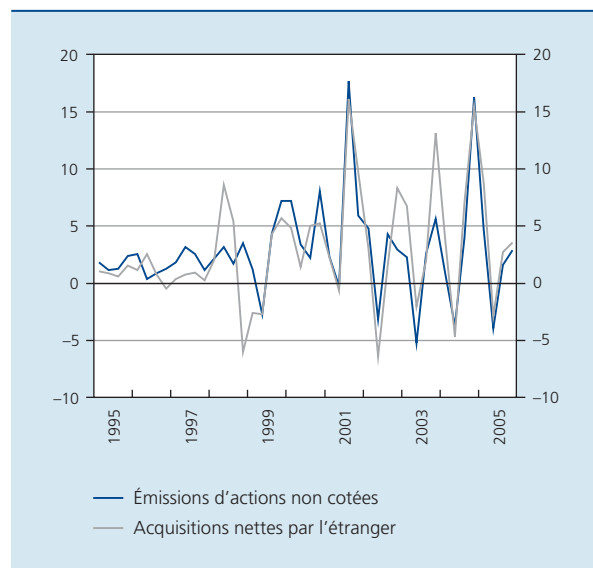
1.2 Actions non cotées

L'émission d'actions par les entreprises belges recouvre essentiellement – à plus de 85 p.c. – celle d'actions non cotées et d'autres participations.

Des motivations et des réalités parfois fort différentes président à l'émission d'actions non cotées. Ainsi, il apparaît que les investissements directs étrangers ont représenté une fraction majeure de ces flux d'émissions, comme l'atteste l'évolution conjointe de ces deux variables depuis le milieu des années nonante. Ces flux sont probablement le fait d'assez grandes entreprises, qui sont éventuellement liées ou qui possèdent des liens de participations avec des sociétés étrangères qui leur fournissent des fonds au travers d'achats d'actions ou de prises de participations. Les centres de coordination établis en Belgique, qui servent de relais de financement à des sociétés belges comme à des sociétés étrangères,

GRAPHIQUE 2 ÉMISSIONS D' ACTIONS NON COTÉES PAR LES SOCIÉTÉS NON FINANCIÈRES BELGES ET ACQUISITIONS NETTES PAR L'ÉTRANGER

(flux trimestriels, milliards d'euros)



Source : BNB.

se financent essentiellement par l'émission d'actions non cotées, et sont ainsi à l'origine d'une grande partie de ces flux.

En conséquence de cette évolution, 45 p.c. du stock d'actions non cotées émises par les sociétés non financières belges sont désormais détenus par des non-résidents, alors que cette proportion n'était que de 25 p.c. à la fin de 1995; parallèlement la détention « croisée », par d'autres sociétés non financières résidentes, représentait 44 p.c. de ce total à la fin de 2005, contre 35 p.c. dix ans plus tôt.

Les actions non cotées peuvent aussi être acquises par des investisseurs professionnels qui acceptent d'intervenir sur des marchés non liquides, dans le but de profiter du fort potentiel de croissance qu'offrent certaines sociétés. Cette forme de financement, qui s'adresse souvent aux entreprises dans les premiers stades de leur développement, est plus communément appelée capital-risque. Les montants en jeu demeurent néanmoins assez réduits d'un point de vue agrégé: sur la base des données de l'European Venture Capital Association, il apparaît qu'environ 4 milliards d'euros ont été investis dans des entreprises belges par des sociétés européennes de capital-risque au cours de la période 1999-2005, ce qui a représenté seulement 1,2 p.c. de l'ensemble de leurs nouveaux engagements. Le marché belge du

capital-risque demeure nettement en deçà de la moyenne européenne. Plus de la moitié des fonds octroyés à des sociétés belges au cours de la période 1999-2005 sont venus de sociétés de capital-risque établies à l'étranger.

Enfin, les actions non cotées sont aussi émises par des sociétés de petite taille, de moindre notoriété, qui rencontrent dès lors davantage de difficultés à accéder aux marchés boursiers. Ces entreprises ont généralement un actionariat familial, souvent réticent à ouvrir leur capital de peur d'une perte de contrôle. Si l'on suppose que les émissions d'actions de type familial sont principalement souscrites par le secteur des ménages, il apparaît que celles-ci ont enregistré une chute relative – par rapport aux émissions liées aux investissements étrangers ou au capital-risque – considérable au cours de la dernière décennie. Ainsi, la part des ménages belges dans la détention du stock d'actions non cotées émises par des sociétés belges est passée de 37 p.c. à la fin de 1995 à 10 p.c. à la fin de 2005.

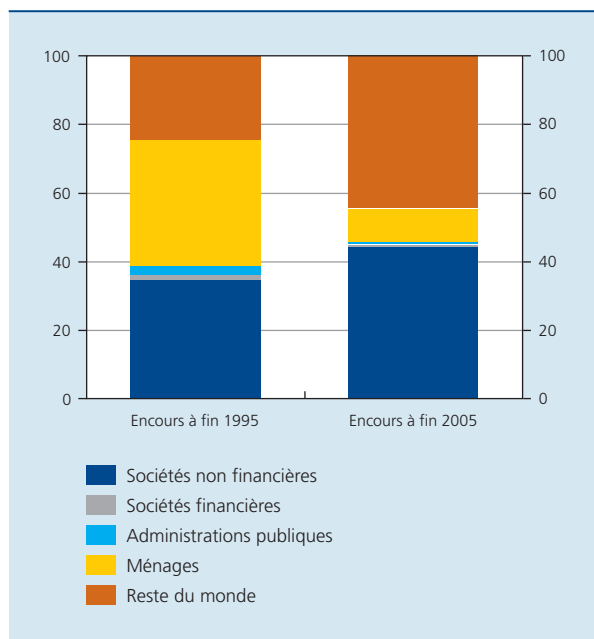
1.3 Actions cotées

Le recours au marché boursier par les entreprises belges est nettement moins fréquent que l'émission d'actions non cotées. Même dans le climat d'euphorie boursière qui a caractérisé la fin des années nonante, l'importance des actions cotées dans leurs nouveaux engagements financiers n'a jamais dépassé 7 p.c.

Ces volumes d'émissions limités doivent être mis en regard du nombre relativement restreint d'entreprises belges cotées en bourse. À la fin de juillet 2006, on dénombrait 130 sociétés non financières belges dont les actions étaient cotées sur Euronext, dont 12 sur le Marché Libre et 3 sur Alternext. Après le sommet atteint en 2000, où pas moins de 152 sociétés non financières belges disposaient alors d'une cotation – dont 13 sur Easdaq/Nasdaq –, ce nombre a reculé jusqu'en 2004. Une nette accélération des introductions en bourse des sociétés belges est survenue en 2005 avec pas moins de 13 nouveaux entrants. Cette tendance s'est confirmée au cours des sept premiers mois de 2006 qui ont totalisé 9 introductions de sociétés belges sur Euronext.

Si le passage en bourse concerne traditionnellement les grandes entreprises, c'est que le critère de la taille y joue un rôle indéniable. L'introduction en bourse va de pair avec des exigences spécifiques, notamment financières et comptables, ainsi qu'en matière de transparence, qui pèsent davantage sur les budgets des petites structures. Par ailleurs, pour attirer les investisseurs, les titres émis

GRAPHIQUE 3 DÉTENTION DES ACTIONS NON COTÉES ÉMISES PAR LES SOCIÉTÉS NON FINANCIÈRES BELGES
(ventilation par secteur détenteur, pourcentages du total)



Source : BNB.

doivent être suffisamment liquides, ce qui nécessite une quantité minimale de titres mis à disposition du public. C'est pourquoi l'entrée sur un marché réglementé est généralement soumise à la condition d'un capital flottant minimal, ou d'un volume minimal de capitaux à lever.

Or le tissu économique belge se caractérise par un grand nombre d'entreprises petites et moyennes. En témoigne la présence relativement timide des sociétés belges dans les indices européens d'Euronext regroupant les plus grosses capitalisations, que sont les indices Euronext 100 et Next 150: au 11 juillet 2006, 11 sociétés belges, représentant 8,4 p.c. de la capitalisation boursière de l'indice, étaient incluses dans Euronext 100 tandis que 22, représentant 12,8 p.c. de la capitalisation boursière de l'indice, l'étaient dans Next 150. La présence belge était en revanche plus marquée dans les indices qui font appel à d'autres critères que ceux de la taille, tels que les indices NextPrime et NextEconomy, qui regroupent des sociétés actives respectivement dans les secteurs traditionnels et dans la nouvelle économie, satisfaisant à des critères élevés en termes de transparence financière: 36 sociétés belges (30,1 p.c. de la capitalisation boursière de l'indice) sur NextPrime et 18 sociétés belges (23,4 p.c. de la capitalisation boursière de l'indice) sur NextEconomy. Au vu de ces chiffres, les entreprises belges de taille moyenne paraissent bien représentées sur Euronext en comparaison de leurs homologues françaises, néerlandaises ou portugaises.

Les plus petites structures se trouvent toutefois encouragées à ouvrir leur actionnariat par la création récente de marchés ou d'indices qui leur sont adaptés. Sur Euronext Brussels, il s'agit par exemple des indices Bel Mid et Bel Small, introduits au 1^{er} mars 2005, ainsi que des compartiments du Marché Libre et d'Alternext, créés respectivement en novembre 2004 et en juin 2006. Ces évolutions ont coïncidé avec le souhait des investisseurs internationaux d'orienter leurs investissements vers des entreprises de taille plus modeste, généralement davantage orientées vers les marchés domestiques et moins sensibles au climat macroéconomique international, principalement en période de forte incertitude.

Axé sur la promotion des PME en phase de croissance, le Marché Libre d'Euronext Brussels est, comme son nom l'indique, non réglementé, c'est-à-dire qu'il limite au strict minimum les exigences imposées aux nouveaux entrants. En particulier, il n'y a pas de capitalisation minimale, pas de capital flottant minimal, pas d'obligation de publication des résultats semestriels et pas de conformité exigée aux normes IFRS; seule demeure l'obligation d'un prospectus agréé par la CBFA et le respect des règles classiques en matière de protection des investisseurs. En quelque vingt mois d'existence, pas moins de 12 PME belges, d'une capitalisation boursière inférieure à 25 millions d'euros, y ont été admises et plusieurs introductions devraient encore se concrétiser dans la seconde moitié de 2006.

TABEAU 1 PRÉSENCE DES SOCIÉTÉS⁽¹⁾ BELGES DANS LES PRINCIPAUX INDICES D'EURONEXT
(données au 11 juillet 2006)

	Nombre de sociétés composant l'indice	Sociétés belges dans l'indice (nombre)	Sociétés belges dans l'indice (pourcentages de la capitalisation boursière)
Euronext 100			
100 plus grandes capitalisations	100	11	8,4
Next 150			
150 capitalisations suivantes	150	22	12,8
NextPrime			
Secteurs traditionnels	117	36	30,1
NextEconomy			
Nouvelle économie	109	18	23,4

Source: Euronext.

(1) Ensemble des sociétés cotées sur Euronext, y compris les banques et les holdings financiers.

TABLEAU 2 EURONEXT BRUSSELS : TROIS MARCHÉS SÉPARÉS ET COMPLÉMENTAIRES

		CRITÈRES D'ADMISSION	EXIGENCES EN COURS DE COTATION	FOCUS
<div style="border: 1px solid black; padding: 5px; width: fit-content; margin-bottom: 10px;">EUROLIST</div> <div style="border: 1px solid black; padding: 5px; width: fit-content; margin-bottom: 10px;">ALTERNEXT</div> <div style="border: 1px solid black; padding: 5px; width: fit-content;">MARCHÉ LIBRE</div>	Marché réglementé	+++	+++	Large, Mid & Small caps (compartiments A, B, C)
	↑ ↓	++ (par rapport à l'Eurolist: moindre capital flottant, moins d'années d'existence préalable)	++ (par rapport à l'Eurolist: pas d'exigence de conformité aux normes IFRS ni au code de <i>corporate governance</i>)	Mid & Small caps
	Marché non réglementé	aucun (sauf prospectus CBFA)	aucune (sauf respect réglementation protection investisseurs)	Micro-caps

Source : Euronext.

Quant à Alternext, qui occupe une position intermédiaire, en termes de critères d'admission et d'exigences de cotation, au marché réglementé Eurolist et au Marché Libre, il devrait principalement s'adresser à de grosses PME. L'entrée sur ce marché est en effet réservée à des sociétés prouvant un minimum de deux ans d'existence et désireuses de lever un minimum de 2,5 millions d'euros à moins qu'un placement privé préalable ait été effectué dans les deux années précédentes pour un montant d'au moins 5 millions d'euros. Les exigences de cotation sont moins contraignantes que sur l'Eurolist, la différence majeure étant l'absence d'obligation de conformité aux normes IFRS.

Un facteur institutionnel continue toutefois de jouer un rôle pénalisant sur l'émission d'actions cotées: il s'agit de la législation belge sur les sociétés commerciales, qui ne conduit pas à une séparation effective entre droit de propriété et droit de vote lors des assemblées générales, ce qui offre moins de protection contre des actionnaires indésirables. Par conséquent, peu d'entrepreneurs seraient enclins à ouvrir plus de la moitié de leur capital par peur d'une perte de contrôle, ce qui peut entraîner un problème de capital flottant trop peu élevé.

2. Déterminants de la structure du capital

2.1 La théorie de la structure du capital

Différentes possibilités de financement de leurs investissements se présentent aux sociétés, telles que les ressources internes, l'endettement ou l'émission d'actions. Se pose la question de savoir s'il existe un dosage optimal entre ces possibilités permettant de maximaliser la valeur de l'entreprise. En d'autres termes, les entreprises peuvent-elles déterminer une structure du capital optimale? Selon Modigliani et Miller (1958), il n'en est rien et, sous certaines conditions, la valeur de l'entreprise n'est pas influencée par la structure du capital. Toutefois, la structure du capital s'avère importante dans la pratique. Diverses raisons peuvent être invoquées à cet égard, comme les impôts ou les coûts liés à une faillite (théorie de l'arbitrage ou *trade-off*), les asymétries d'information (théorie de la hiérarchie des préférences ou *pecking-order*) et les conflits d'intérêts entre les parties en présence (théorie de l'agence).

Les impôts constituent une première raison pour laquelle le choix de financement a de l'importance. Les entreprises peuvent en effet déduire de leur base imposable les charges d'intérêts liées à leur dette et créer ainsi un « bouclier fiscal ». Ceci influence la valeur de l'entreprise et favorise le recours au crédit au détriment de l'émission d'actions.

Cet avantage peut être partiellement neutralisé dans le chef de l'investisseur si la taxation des revenus d'intérêts est plus lourde que celle des dividendes ou plus-values sur actions. D'une façon générale, il convient cependant de noter que les entreprises contractent des dettes afin d'exploiter le bouclier fiscal⁽¹⁾. Cette situation ne peut toutefois se prolonger indéfiniment étant donné qu'un recours (trop) important au crédit entraîne également certains coûts. Ceci expose davantage une entreprise au risque de rencontrer des difficultés financières, de ne pouvoir rembourser sa dette ou de faire faillite. Ceci illustre la théorie du *trade-off* de la structure du capital qui prédit ainsi des ratios d'endettement modérés. Plus précisément, une entreprise augmente son endettement jusqu'au moment où la valeur marginale de l'avantage fiscal est exactement compensée par une augmentation de la valeur (actualisée) des coûts relatifs aux problèmes financiers⁽²⁾.

La théorie de la hiérarchie des préférences (*pecking-order*) prône une autre approche de la structure du capital en se basant sur les asymétries d'information. Le modèle de base a été développé par Myers et Majluf (1984). Ces auteurs partent du postulat que les investisseurs ne connaissent pas les valeurs réelles des actifs ou des possibilités d'investissement d'une entreprise. En revanche, ces données sont connues des gestionnaires qui agissent en outre dans l'intérêt des actionnaires existants. Le fait qu'une entreprise émette de nouvelles actions peut dès lors signifier deux choses. D'une part, l'entreprise peut avoir une possibilité d'investissement intéressante et rechercher un moyen de le financer. Toutefois, il se peut également que le gestionnaire soit au courant d'une surévaluation des actifs et qu'il tente d'émettre des actions surévaluées. La présence d'asymétries d'information ne permet pas toujours à l'investisseur d'établir la distinction entre ces deux possibilités. Ceci entraîne un équilibre où les entreprises peuvent seulement émettre des actions à un prix inférieur. La sous-évaluation du financement par le biais d'actions est donc liée au niveau de l'asymétrie d'information, ce qui rend l'émission d'actions plus onéreuse et donne lieu à l'ordre de préférence suivant pour la structure du capital (voir aussi, par exemple, Myers, 2001):

- les entreprises préfèrent le financement interne au financement externe;
- les dividendes sont rigides et peuvent donc difficilement être revus à la baisse dans le cadre de financement de projets. À court terme, les modifications des besoins de financement ne peuvent pas être compensées par les variations de dividendes. Par conséquent, les variations du *cash flow* net se traduisent par des modifications dans le besoin de financement externe;

- si il y a un besoin de financement externe, les entreprises opteront en premier lieu pour la forme la plus sûre pour les investisseurs, c'est-à-dire le recours au crédit;
- lorsque le besoin de financement s'accroît, les entreprises descendront dans la hiérarchie des préférences, de la dette sûre à une dette plus risquée, en émettant des obligations convertibles ou des actions préférentielles et en dernier recours, des actions classiques.

Les coûts d'agence naissent à la suite de conflits d'intérêts entre différentes parties. On distingue deux types de conflits pertinents quant au choix de la structure du capital: d'une part, entre les actionnaires et les gestionnaires, et d'autre part, entre les actionnaires et les créanciers. Le premier type de conflit est dû au fait que les gestionnaires agissent généralement dans leur propre intérêt. Ils peuvent par exemple investir dans des projets peu intéressants (par exemple, avec un rendement inférieur au coût du capital) ou gaspiller les avoirs en «inefficacités organisationnelles», comme l'avance la théorie du *free cash flow* de Jensen (1986). Citons entre autres exemples un projet qui augmente le prestige du gestionnaire (par exemple, un avion d'entreprise) mais doté d'une faible valeur économique. Bien que les systèmes de rémunération, les options sur actions, etc., permettent de résoudre partiellement le problème, l'harmonisation entre les objectifs des gestionnaires et ceux des actionnaires est toujours imparfaite⁽³⁾. Le recours au crédit peut constituer une solution partielle à cet égard: l'entreprise est tenue d'effectuer des paiements d'intérêts et le pouvoir du gestionnaire sur le *cash flow* est ainsi limité. Les *leveraged buy-outs*⁽⁴⁾ (LBO) en constituent un exemple. À la suite d'un LBO, les gestionnaires sont tenus de réaliser des économies sur les investissements dispendieux et de générer des liquidités. Ceci montre que même si un ratio d'endettement élevé comporte des risques, il peut également présenter un côté positif. Un dérivé positif à l'endettement peut provenir du fait qu'une faillite entache sérieusement la réputation d'un gestionnaire. Un niveau élevé de dette le stimule à travailler encore plus, à investir dans de meilleurs projets et à restreindre l'utilisation inefficace du *cash flow* afin de réduire le risque de faillite et préserver sa réputation.

(1) Des mesures telles que la déduction d'intérêts notionnels influencent naturellement cette conclusion et rendent l'émission d'actions plus attrayante.

(2) Ce type de coûts comprend les coûts des réorganisations, la baisse de la solvabilité et la faillite, mais également les coûts d'agence (voir ci-après).

(3) Le problème disparaît lorsque le gestionnaire est également propriétaire et actionnaire de l'entreprise.

(4) Dans le cas d'un LBO, les actions d'une entreprise sont rachetées, par exemple par une société de capital-risque, et cette transaction est financée par des dettes (emprunts bancaires ou obligations). En raison de la proportion relativement importante de la dette au terme d'une telle transaction, un rating peu élevé est généralement attribué aux obligations émises dans ce cadre (souvent le statut de «junk bond»).

Outre la divergence des objectifs des gestionnaires et des actionnaires, des conflits d'intérêts peuvent également survenir entre les actionnaires et les créanciers. Toutefois, ils ne se produisent que lorsque le risque de cessation de paiement ou de problèmes financiers est élevé. Tel est surtout le cas lorsque les gestionnaires, comme on le suppose souvent, agissent davantage dans l'intérêt des actionnaires que des créanciers. Lorsque le risque de faillite s'accroît, les gestionnaires seront enclins à faire en sorte que la valeur soit transférée des créanciers aux actionnaires. Il existe différentes manières d'y parvenir (voir Brealey et Myers, 2003 ou Myers, 2001). D'abord, les gestionnaires peuvent investir dans des projets comportant un risque plus élevé. En conséquence, le rendement potentiel s'accroît pour les actionnaires alors que le risque plus élevé est en grande partie supporté par les créanciers. Ce comportement de transfert du risque a pour la première fois été modélisé par Jensen et Meckling (1976). Deuxièmement, les gestionnaires peuvent renoncer à certains investissements qui nécessiteraient un financement par émission d'actions. Une partie des revenus reviendrait en effet aux créanciers. Myers (1977) aborde ce problème de sous-investissement plus en profondeur. Troisièmement, les gestionnaires peuvent essayer de gagner du temps en occultant les problèmes financiers susceptibles d'alarmer les créanciers, qui pourraient exiger la faillite ou la restructuration de la société. Enfin, les gestionnaires peuvent tenter d'emprunter encore davantage et de verser les liquidités obtenues aux actionnaires. Les créanciers ont conscience de ces problèmes et essaient de conclure des contrats touchant ces quatre points. Toutefois, chaque contrat reste imparfait.

2.2 Analyse empirique

Dans la section précédente, les déterminants des choix de financement d'une entreprise ont été passés en revue d'un point de vue théorique. Dans cette section, nous analyserons empiriquement quels déterminants expliquent le choix de financement des entreprises belges, avec un accent spécifique sur le financement via l'émission d'actions.

2.2.1 Méthodologie

Sur la base de la littérature théorique évoquée ci-dessus et des études empiriques existantes, les déterminants potentiels du financement par actions d'une entreprise i durant l'année t , notée $Eq_{i,t}$, ont été choisis :

- *Lev*: le niveau d'endettement de l'entreprise, soit les dettes à long terme divisées par l'actif total ;
- *Size*: le logarithme naturel de l'actif total, une mesure de la taille de l'entreprise ;
- *Internal*: le volume de ressources internes divisé par l'actif total ;
- *Intang*: le volume d'immobilisations incorporelles divisé par l'actif total ;
- *Quoted*: une variable binaire, qui prend la valeur 1 si l'entreprise est cotée en bourse et 0 si elle ne l'est pas.

Le tableau 3 fournit un aperçu détaillé des différentes variables. En combinant tous les éléments, on obtient l'équation suivante :

$$Eq_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Lev_{i,t} + \beta_2 Size_{i,t} + \beta_3 Internal_{i,t} + \beta_4 Intang_{i,t} + \beta_5 Quoted_{i,t} + industry\ dummies + year\ dummies + u_{i,t} \quad (1)$$

où les indices renvoient à l'entreprise i et à l'année t . β_i désigne les coefficients de régression à estimer et $u_{i,t}$ les termes d'erreur. Les variables binaires liées au secteur auquel appartient l'entreprise sont basées sur les codes NACE à un chiffre ; une variable binaire est également introduite pour chaque année⁽¹⁾.

2.2.2 Description de l'échantillon

Les déterminants du financement par actions sont analysés sur la base d'un échantillon de sociétés belges, sur la période allant de 2000 à 2004. Pour chacune de ces années, l'ensemble des entreprises belges ayant publié leurs comptes annuels selon le schéma complet ont été retenues. Il est important de noter qu'une entreprise n'apparaît pas nécessairement chaque année dans l'échantillon. Par exemple, si l'entreprise n'a été fondée qu'après

TABLEAU 3 APERÇU DES VARIABLES⁽¹⁾

Symbole	Variable	Rubrique
<i>Eq</i>	Capital + primes d'émission	10 + 11
<i>Lev</i>	Dettes long terme	17 + 42
<i>Size</i>	Taille	ln (20/58)
<i>Internal</i>	Ressources internes	12 + 13 + 14
<i>Intang</i>	Immobilisations incorporelles	21
<i>Quoted</i>	Entreprise cotée en bourse	

(1) À chaque secteur NACE correspond une variable qui vaut 1 si l'entreprise i à l'année t appartient à ce secteur et 0 sinon. Une variable est également définie pour chaque année, égale à 1 pour l'année concernée et à 0 pour les autres années. Afin d'éviter une multicollinéarité parfaite dans les estimations, un secteur et une année ont été retirés de la spécification du modèle.

(1) Le présent tableau reprend les variables utilisées dans l'équation (1). La colonne *Rubrique* renvoie aux rubriques du bilan utilisées comme mesure de la variable. *Eq*, *Lev*, *Internal* et *Intang* sont divisés par l'actif total.

2000 ou qu'elle est tombée en faillite pendant la période considérée, elle ne sera pas reprise chaque année⁽¹⁾. Au total, 28.594 entreprises distinctes ont été répertoriées dans l'échantillon, ce chiffre oscillant entre 17.292 et 18.208 entreprises par année. Pour chaque entreprise, des variables relatives au bilan ont été sélectionnées afin de tester les théories précitées de façon empirique. Ces informations ont été recueillies à partir de la base de données de la Centrale des bilans de la Banque.

2.2.3 Résultats

Les résultats de l'estimation de l'équation (1) figurent au tableau 4. Différentes versions du modèle ont été testées afin de vérifier la robustesse des estimations. Plus précisément, chacune des variables considérées a été introduite séparément (en plus d'une constante) dans les modèles 1 à 5. Dans le modèle 6, toutes les variables ont été reprises. Les coefficients des variables binaires relatives au secteur et à l'année ne figurent pas au tableau 4. Les modèles ont été estimés par la méthode des moindres carrés. Les erreurs *White standard* figurent entre parenthèses dans le tableau. Tous les coefficients sont significatifs à 5 pour cent.

Il ressort des résultats obtenus que les conclusions sont validées par les diverses variantes du modèle. En outre, le R^2 (ajusté) s'inscrit dans la lignée d'autres études sur l'effet de levier et le modèle est très significatif (la statistique F n'a pas été reprise).

L'analyse effectuée indique que la quantité d'immobilisations incorporelles et la cotation en bourse constituent des déterminants positifs du financement par actions. En d'autres termes, les entreprises détenant plus d'immobilisations incorporelles et qui sont cotées en bourse seront plus enclines à financer leurs investissements via l'émission d'actions.

D'autres variables indiquent en revanche une corrélation négative. Ainsi, plus son niveau d'endettement est élevé, moins une entreprise fera appel aux actions. En outre, les grandes entreprises choisissent moins souvent d'assurer leur financement en émettant des actions. Une explication possible de ce phénomène est que de telles entreprises ont plus facilement accès aux emprunts bancaires et/ou recourent à l'émission d'obligations. Les entreprises disposant de plus de ressources internes émettent moins d'actions.

Une analyse plus détaillée des résultats permet d'observer dans quelle mesure ceux-ci correspondent aux théories de la structure du capital évoquées plus haut (théories de l'arbitrage, de la hiérarchie des préférences et de l'agence). On indiquera plus précisément quand le signe du résultat repris dans le tableau 4 correspond à une théorie spécifique.

Le signe négatif de *Lev* s'explique par la théorie de l'agence. En cas de difficultés financières, il se peut que les gestionnaires n'effectuent pas certains investissements qui auraient été financés par l'émission d'actions, parce qu'une partie des revenus reviendrait aux créanciers.

Le coefficient négatif de *Size* peut s'expliquer par la théorie de l'arbitrage. En effet, des entreprises de plus grande taille doivent payer des impôts plus élevés, qu'elles peuvent diminuer en déduisant les charges d'intérêts. Le fait que les grandes entreprises existent depuis longtemps et jouissent d'une bonne réputation peut se traduire par une meilleure notation de leur dette et/ou une perception moindre des risques de problèmes financiers. Elles ont de ce fait aussi plus facilement accès au crédit et peuvent contracter une dette plus importante, de sorte que la motivation à émettre des actions est plus faible.

La relation négative entre le financement par actions et la variable *Internal* est en concordance avec les trois théories. La théorie de l'arbitrage postule que les entreprises ont moins de difficultés financières et peuvent supporter des niveaux d'endettement plus élevés lorsqu'elles génèrent davantage de ressources internes. Selon la théorie de la hiérarchie des préférences, une entreprise ne disposant pas de ressources internes suffisantes doit recourir à d'autres formes de financement en descendant dans ladite hiérarchie. La théorie de l'agence implique pour sa part qu'un accroissement des ressources internes peut encourager un gestionnaire à investir à des fins non productives. Le recours au crédit peut en l'occurrence s'avérer utile. C'est pourquoi le financement par endettement est privilégié au détriment du financement par émission d'actions.

Le coefficient positif de *Intang* correspond à la théorie de l'arbitrage. En effet, en cas de problèmes financiers, les actifs incorporels sont plus difficiles à réaliser que les actifs corporels. L'entreprise est moins en mesure de contracter des dettes et doit donc se tourner davantage vers le financement par émission d'actions.

La théorie de l'agence permet d'expliquer le signe positif de *Quoted*. Les investisseurs potentiels peuvent se forger une idée plus précise d'une entreprise cotée en bourse qui procède à une augmentation de capital, par rapport à

(1) Techniquement, le terme de « unbalanced panel » est utilisé dans ce cas.

TABLEAU 4 RÉSULTATS⁽¹⁾

Symbole	Variable dépendante: <i>Eq</i>					
	Modèle 1	Modèle 2	Modèle 3	Modèle 4	Modèle 5	Modèle 6
<i>C</i>	0,445 (0,005)	1,335 (0,015)	0,378 (0,004)	0,386 (0,004)	0,388 (0,005)	0,951 (0,022)
<i>Lev</i>	-0,313 (0,007)					-0,299 (0,009)
<i>Size</i>		-0,061 (0,001)				-0,034 (0,002)
<i>Internal</i>			-0,221 (0,016)			-0,213 (0,016)
<i>Intang</i>				0,274 (0,036)		0,169 (0,044)
<i>Quoted</i>					0,242 (0,006)	0,336 (0,002)
<i>Adj. R²</i>	0,045	0,072	0,266	0,025	0,025	0,308

(1) Ce tableau présente les résultats des estimations de l'équation (1). Les modèles 1 à 5 incluent les variables explicatives de façon séparée tandis que le modèle 6 comprend toutes les variables. Celles-ci sont définies au tableau 3. Les erreurs *White standard* figurent entre parenthèses. Les coefficients significatifs figurent en gras.

une société qui ne l'est pas. La plus grande transparence à laquelle sont tenues les sociétés cotées permet en effet de réduire les problèmes d'asymétrie d'information. Il est dès lors plus facile (et plus avantageux) d'émettre des actions supplémentaires lorsqu'une entreprise est déjà cotée.

En conclusion, il s'avère que l'étude ne permet pas d'identifier une théorie unique comme déterminant le choix de financement des entreprises belges mais que ce choix consiste plutôt en une combinaison d'éléments des différentes théories.

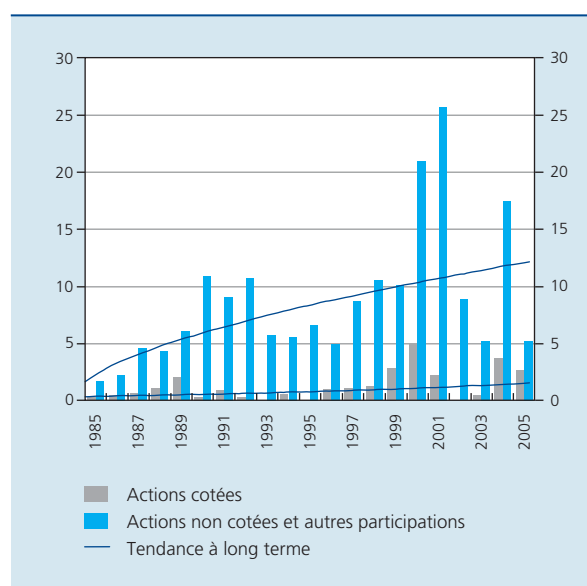
3. Déterminants macroéconomiques des volumes d'émissions d'actions

Comme les engagements financiers considérés dans leur ensemble, les volumes d'émissions d'actions, qu'elles soient cotées ou non, présentent un caractère fortement cyclique. Au cours des vingt dernières années, il est possible de distinguer au moins deux périodes de forte accélération des émissions d'actions, définies par des volumes d'émissions supérieurs à la tendance moyenne de long terme. La première prend place à la fin des années quatre-vingt pour les actions cotées et légèrement plus tard, soit au début des années nonante, pour les actions non cotées; la seconde débute à la fin des années nonante jusqu'en 2001. Ces périodes d'accélération des émissions ont été suivies par des périodes plus ou moins longues de net ralentissement de celles-ci, à l'instar de la période 1993-1997 et des années 2002 et 2003.

Plus récemment, on a observé un nouveau renforcement des volumes d'émissions.

Les périodes d'intense activité boursière en termes de volumes d'émissions sont concomitantes à celles d'augmentation du nombre de sociétés cotées. Ainsi, entre

GRAPHIQUE 4 ÉMISSIONS D'ACTIONS COTÉES ET NON COTÉES PAR LES SOCIÉTÉS NON FINANCIÈRES BELGES
(flux annuels, milliards d'euros)



Source : BNB.

1997 et 2000, le nombre d'entreprises belges cotées est passé de 138 à 173, soit une augmentation de 25 p.c. du nombre d'émetteurs potentiels. Les quatre années suivantes ont été marquées par de nombreuses sorties de la cote, alors que les nouvelles introductions se faisaient très rares, ce qui s'est soldé par une réduction de 35 unités du nombre de sociétés belges cotées. Enfin, plus récemment, les entreprises belges semblent avoir repris le chemin de la bourse, avec 13 nouvelles introductions recensées en 2005 et 9 au cours des sept premiers mois de 2006. L'évolution parallèle du nombre d'entreprises cotées et des volumes d'émissions tend à illustrer le fait que, lorsque les conditions sont favorables au financement par actions, ce ne sont pas seulement les sociétés préalablement cotées qui intensifient leur recours à cette forme de financement mais que des entreprises jusque-là non cotées prennent la décision d'entrer en bourse.

3.1 Le rôle des investissements réels et financiers

Des motivations diverses entrent en ligne de compte dans la décision d'une entreprise d'entrer en bourse, dont l'une des principales est l'obtention durable de fonds afin de financer des investissements réels et financiers à long terme. On peut donc s'attendre à une bonne corrélation entre le comportement d'investissement des entreprises et les volumes d'émissions d'actions.

Lors de la première phase de renforcement des émissions d'actions, à la fin des années quatre-vingt, un mouvement parallèle a été observé en ce qui concerne la formation brute de capital fixe, qui a enregistré des taux de croissance annuels supérieurs à 10 p.c. pendant trois années consécutives. S'ensuit une période de contraction des investissements qui a correspondu à de très faibles volumes d'émissions d'actions. À la fin des années nonante, le parallélisme entre les deux variables a semblé s'estomper, dans la mesure où la formation brute de capital fixe, quoique affichant des taux de croissance rapides, est apparue en retrait par rapport à des volumes d'émissions exceptionnellement élevés.

En revanche, les investissements financiers à long terme – dont les investissements directs à l'étranger – réalisés par les entreprises ont été très élevés durant cette période et plus particulièrement en 2000. Par ailleurs, le nombre de notifications de concentrations faites en Belgique au Conseil de la concurrence confirme l'intense activité qui a régné en matière de fusions et acquisitions au tournant du nouveau millénaire. En effet, les entreprises peuvent également émettre des actions en vue de financer l'acquisition d'autres sociétés, soit à l'aide du produit des appels publics à l'épargne, soit en émettant

des actions qui sont par la suite échangées contre celles d'une société cible.

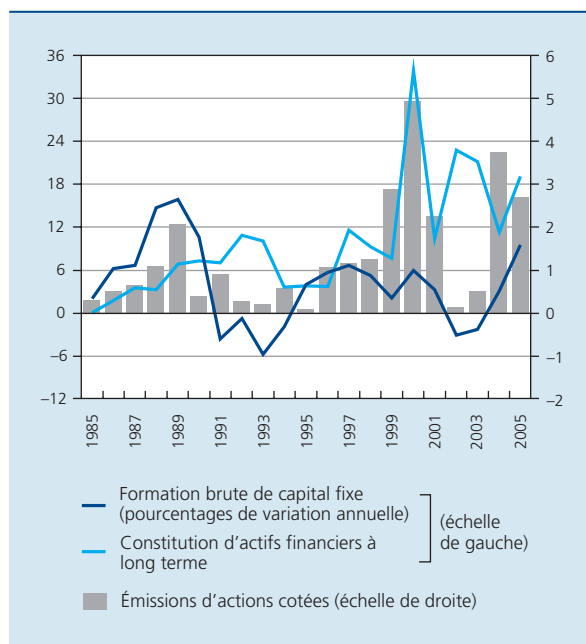
Les volumes d'émissions d'actions sont reliés au cycle conjoncturel par d'autres facteurs que le canal direct des investissements. Ainsi, les périodes de haute conjoncture ont tendance à coïncider avec des périodes de faible aversion au risque de la part des investisseurs, périodes pendant lesquelles les asymétries d'information entre les responsables d'entreprises et les investisseurs sont moins prononcées, rendant le coût de financement par actions moins onéreux. Par ailleurs, il apparaît clairement que l'émission d'actions est, pour une large part, liée aux cours boursiers, qui sont à leur tour déterminés par les anticipations des profits futurs, eux-mêmes liés à l'évolution de l'activité et des taux d'intérêt.

Ceci amène à considérer un autre élément clé déterminant le calendrier idéal de ces émissions, à savoir le coût du capital.

3.2 Le rôle du coût du capital

Un élément prépondérant dans le choix de la structure de financement optimale d'une entreprise, qui peut donc conditionner son entrée en bourse, est le coût relatif

GRAPHIQUE 5 ÉMISSIONS D' ACTIONS COTÉES ET INVESTISSEMENTS RÉELS ET FINANCIERS DES SOCIÉTÉS NON FINANCIÈRES BELGES
(flux annuels, milliards d'euros, sauf mention contraire)



Source : BNB.

attaché à chacun des instruments à sa disposition. Outre les coûts fixes de départ – établissement d'un prospectus, adaptation éventuelle des schémas comptables, etc. – et le respect des exigences de cotation – en matière d'information et de transparence notamment –, le financement par actions cotées tend à être plus onéreux que le financement via l'endettement, étant donné la prime de risque exigée par les actionnaires et parce que le traitement fiscal différent est de nature à privilégier l'endettement par rapport aux fonds propres.

3.2.1 Cadre théorique

Si la charge financière liée au crédit bancaire ou à l'émission d'obligations est facilement appréhendée par les taux d'intérêt correspondants, le coût lié à l'émission d'actions est plus difficile à estimer, puisqu'il doit incorporer notamment les dividendes futurs attendus, par définition incertains, donc sujets à une prime de risque.

La mesure du coût de financement par actions utilisée ici prend comme point de départ un *simple dividend discount model*, basé sur la formule classique de Gordon-Shapiro qui stipule, que, à l'équilibre, la valeur d'une action doit égaler la somme actualisée des flux anticipés de dividendes futurs. Le taux d'actualisation, qui peut aussi être interprété comme le taux de rendement exigé par l'investisseur, n'est autre que le coût de financement lié à l'émission du titre. Il peut se décomposer en un taux d'intérêt sans risque et une prime de risque.

Sous certaines hypothèses simplificatrices – et notamment l'hypothèse que les dividendes augmentent à un taux constant – on obtient, à l'équilibre, que le coût de financement par actions dépend uniquement du rendement des dividendes et du taux de croissance à long terme des dividendes.

Si les rendements des dividendes sont observables *ex post*, le taux de croissance à long terme des dividendes doit pour sa part être estimé. Une hypothèse classique est celle qui stipule un taux de croissance à long terme des dividendes égal au taux de la croissance potentielle de l'économie. En effet, si la part de la valeur ajoutée affectée au capital et le taux de rémunération des actionnaires, soit le rapport entre les dividendes distribués et les bénéfices réalisés, sont stables dans le temps, la croissance réelle à long terme des dividendes sera égale à la croissance potentielle de l'économie. Une autre solution consiste à retenir la rentabilité nette des fonds propres après impôts (ROE), comme reflet de ce que l'entreprise peut dégager comme ressources après paiement de tous frais et impôts et de multiplier ce ratio par la fraction des bénéfices réinvestis dans l'entreprise. Si on suppose que seuls les

bénéfices non distribués financent les investissements nets de l'entreprise, alors le taux obtenu correspond au taux de croissance à long terme des dividendes.

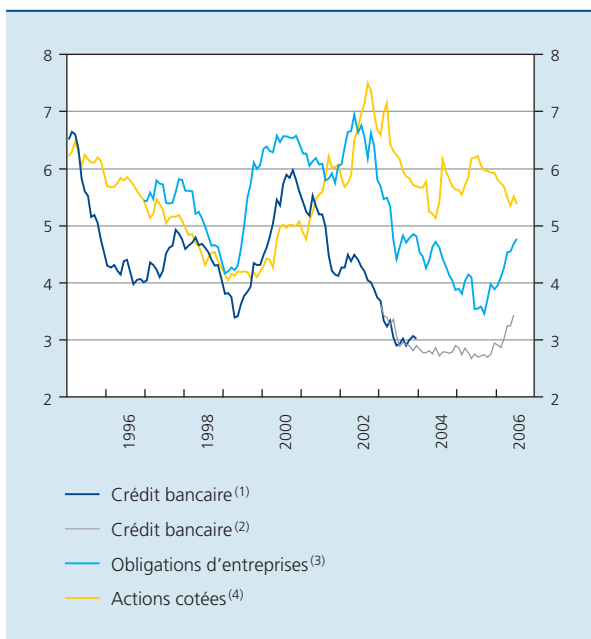
Le coût de financement par actions (*cost of equity* ou COE) pour les sociétés belges cotées a été calculé pour la période allant de 1995 à nos jours. Il a été fait l'hypothèse d'un taux de croissance à long terme des dividendes variable dans le temps. Pendant une première phase de quatre ans, il est égal à 5,5 p.c., soit le taux obtenu en multipliant le ROE des sociétés cotées (10,6 p.c.) par la part non distribuée des bénéfices (64,1 p.c.), après correction pour tenir compte de l'inflation (1,8 p.c.). Le calcul est effectué au moyen des valeurs moyennes des différentes variables pendant la période considérée. La seconde phase est une phase de transition de huit ans pendant laquelle le taux de croissance des dividendes tend progressivement vers une valeur d'équilibre et enfin une troisième phase (a priori infinie) où le taux de croissance des dividendes égale cette valeur d'équilibre, qui est approchée par le taux de croissance potentielle de l'économie (2,1 p.c.).

3.2.2 Influence des coûts de financement sur les émissions d'actions cotées

Le coût de financement par actions est alors mis en regard de l'évolution du prix des autres sources de financement (crédit bancaire et obligations d'entreprises). Le rôle important de l'hypothèse faite sur le taux de croissance à long terme des dividendes, mais aussi le fait que l'on néglige dans cet exercice toute une série de frais, par exemple ceux liés aux obligations diverses qui incombent aux sociétés qui entrent sur le marché boursier réglementé, et les distorsions introduites par la fiscalité, qui ne traite effectivement pas de manière homogène les différentes formes de financement, implique que ce sont moins les niveaux respectifs de coûts qui doivent retenir l'attention que leur évolution relative au fil du temps.

La période examinée peut être divisée en trois phases: de la mi-1996 jusqu'au printemps 1999, le COE a régulièrement diminué, essentiellement sous l'effet de la hausse sensible des cours boursiers. Le bas niveau de la prime de risque exigée par le marché durant cette période a aussi permis la réduction du coût lié à l'émission d'obligations, alors que les tarifs bancaires demeuraient plus stables. À partir de la mi-1999, l'ensemble des coûts de financement se sont mis à augmenter, à mesure que les marchés financiers anticipaient puis incorporaient les hausses successives des taux directeurs de la BCE. Le renchérissement du financement par actions a perduré jusqu'à l'automne de 2002 où il a culminé, tandis que les tarifs bancaires, étroitement liés à l'évolution des taux directeurs, continuaient de baisser pour atteindre un plancher historique

GRAPHIQUE 6 COÛTS DE FINANCEMENT DES SOCIÉTÉS NON FINANCIÈRES EN BELGIQUE (pourcentages)



Sources : Thomson Financial Datastream, BNB.

- (1) Avance à terme fixe.
- (2) Crédits d'un montant supérieur à un million d'euros, taux variable et fixation initiale du taux d'une durée inférieure à un an.
- (3) Rendement d'une obligation de notation BBB, libellée en euro, maturité de cinq à sept ans.
- (4) Sur la base du modèle explicité au point 3.2.1 ; avec un taux de croissance des dividendes égal à 5,5 p.c. les quatre premières années et une phase de transition de huit ans au terme de laquelle le taux de croissance des dividendes est égal à 2,1 p.c.

au printemps de 2003. Le coût lié à l'émission d'obligations par les entreprises s'est maintenu à un niveau élevé jusqu'à la fin de 2002, avant de s'inscrire en baisse lui aussi. En plus de la détérioration de la situation économique, cette période a été émaillée par des scandales divers liés à la manipulation de leurs comptes par certaines grandes entreprises étrangères, ce qui a pu maintenir la prime de risque exigée par le marché à un niveau anormalement élevé. Depuis le sommet atteint à l'automne de 2002, le COE a diminué avant de se stabiliser à un niveau légèrement inférieur au niveau moyen à long terme.

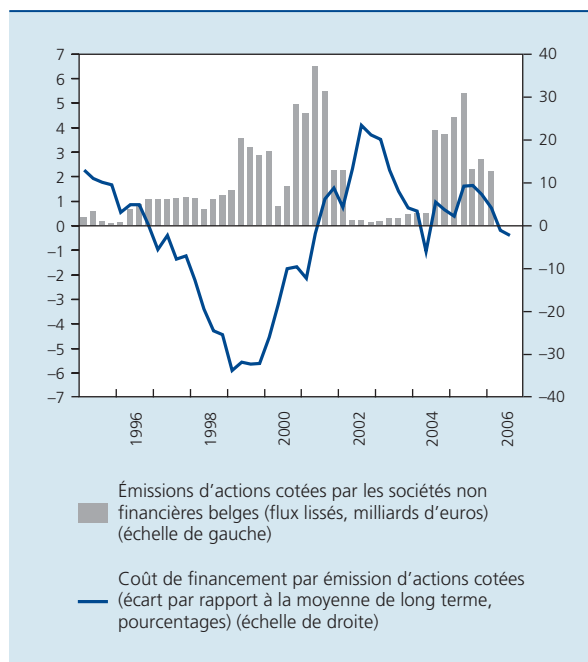
L'examen de la relation entre l'écart du COE par rapport à sa moyenne de long terme et les flux d'émissions d'actions cotées met en évidence une corrélation négative, mais avec un certain décalage temporel. Celui-ci est partiellement dû à la méthode de lissage annuel des flux, mais s'explique aussi par l'évolution respective des coûts des autres sources de financement : par exemple, en 1999 et 2000, les tarifs bancaires et obligataires ont progressé bien plus vite que le COE. La longue phase de très faible émission, qui s'est étalée du début de 2002 à la mi-2004,

voire fin 2004 s'il est fait abstraction de l'offre publique d'échange d'Interbrew sur Ambev pour donner naissance au groupe Inbev, a été caractérisée par un COE supérieur à sa valeur moyenne de long terme, ainsi que par une évolution nettement plus favorable du prix des sources de financement alternatives.

Depuis la mi-2005, le COE s'est inscrit en baisse, à l'inverse de l'évolution du prix des autres formes de financement, de sorte qu'il se situe aujourd'hui à un niveau légèrement inférieur à sa moyenne sur longue période. Simultanément, un certain nombre de sociétés non financières semblent avoir retrouvé de l'intérêt à se financer par l'émission d'actions cotées. La mise sur pied de nouveaux segments, tels que le Marché Libre ou Alternext, a probablement concouru à cette évolution. L'amélioration des perspectives conjoncturelles devrait continuer de favoriser cette tendance.

Pour sa part, le nouveau régime de déduction d'intérêts notionnels pourrait susciter une hausse structurelle du financement au moyen de fonds propres par les sociétés belges. Entrée en vigueur au 1^{er} janvier 2006, cette mesure permet aux entreprises de déduire de leur base

GRAPHIQUE 7 COÛT DE FINANCEMENT PAR ÉMISSION D' ACTIONS COTÉES ET FLUX D'ÉMISSIONS (1) PAR LES SOCIÉTÉS NON FINANCIÈRES BELGES



Sources : Thomson Financial Datastream, BNB.

- (1) Étant donné le profil trimestriel assez irrégulier des flux d'émissions d'actions cotées, ceux-ci ont été lissés sur une base annuelle. Par conséquent, le flux d'un trimestre correspond à la moyenne annuelle calculée sur le trimestre en cours et les trois trimestres précédents.

imposable un montant calculé sur la valeur des capitaux propres corrigée de certains éléments du bilan, à laquelle est appliqué un taux de déduction, égal au taux moyen annuel des OLO. Elle met fin à la discrimination fiscale entre le financement par endettement et le financement par fonds propres et permet ainsi de rapprocher les coûts respectifs de ces deux modes de financement.

Conclusion

L'émission d'actions représente une source importante de financement pour les sociétés non financières en Belgique. Au cours de la période 1995-2005, leur part dans les nouveaux engagements cumulés des sociétés non financières s'est élevée à quelque 32 p.c. L'émission d'actions a donc représenté le deuxième canal de financement par ordre d'importance, la première place, soit 51 p.c. de l'ensemble, revenant au crédit non bancaire. Sur la période considérée, l'émission d'actions a ainsi constitué une source de fonds beaucoup plus importante que le crédit bancaire ou l'émission de titres à revenu fixe. La majeure partie, 27 p.c., sont des actions non cotées, en raison notamment de l'importance des investissements directs étrangers. Les actions cotées n'ont représenté, quant à elles, que 5 p.c. des nouveaux engagements cumulés des sociétés non financières au cours de la période 1995-2005.

Une analyse empirique des déterminants de la structure du capital met en lumière le fait que les sociétés cotées en bourse et disposant de plus d'immobilisations incorporelles ont davantage tendance à opter pour le financement par actions. D'autres facteurs tels que le niveau d'endettement, la taille et les ressources internes dont dispose l'entreprise, influencent en revanche négativement le recours au financement par actions.

Le moment opportun pour recourir à ce type de financement dépend en partie de facteurs macroéconomiques tels que les investissements réels et financiers. Le coût du capital peut également être considéré comme un déterminant important de l'utilisation du financement par actions. Des émissions notables ont été enregistrées au cours de la période 1999-2001 et depuis la mi-2005. Ces évolutions ont coïncidé avec, soit un coût du capital nettement inférieur à sa moyenne de long terme, soit une évolution du coût du capital plus favorable que celle du prix des sources de financement alternatives. La récente mesure gouvernementale visant à autoriser une déduction des intérêts notionnels pourrait par ailleurs stimuler considérablement les nouvelles émissions d'actions.

Bibliographie

Brealey, R., Myers S.C. (2003), *Principles of Corporate Finance*, McGraw-Hill.

Jensen, M.C. (1986), « Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Governance, and Takeovers », *American Economic Review*, 76, 323-339.

Jensen, M.C., Meckling, W. (1976), « Theory of the Firm : Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure », *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360.

Modigliani, F., Miller, M.H. (1958), « The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment », *American Economic Review*, 48, 261-297.

Myers, S.C. (1977), « Determinants of Corporate Borrowing », *Journal of Financial Economics*, 5, 147-175.

Myers, S.C. (2001), « Capital Structure », *Journal of Economic Perspectives*, 15, 81-102.

Myers, S.C., Majluf, N. (1984), « Corporate Financing and Investment Decisions when Firms Have Information that Investors Do Not Have », *Journal of Financial Economics*, 13, 187-224.

Grandes tendances du budget de l'UE

P. Butzen
E. De Prest
H. Geeroms

Introduction

Le présent article entend dresser un aperçu du budget de l'UE. L'évolution dans le temps et la structure des dépenses prévues pour les années à venir, telles qu'elles ont été fixées par l'accord sur les « Perspectives financières » pour 2007-2013, en sont les thèmes principaux. Les diverses suggestions émanant d'instances de décision et des milieux universitaires en vue d'optimiser la procédure décisionnelle du budget de l'UE, notamment celles qui ont été avancées par la BCE (2005) ne sont pas abordées. Compte tenu de la complexité de la réglementation budgétaire européenne, il est également exclu, dans le cadre du présent article, d'analyser en détail les aspects plus techniques : seuls les principes fondamentaux sont donc expliqués.

L'article est construit de la manière suivante. Une première partie décrit les caractéristiques spécifiques du budget de l'UE et la structure des dépenses et des recettes. Une deuxième partie commente les deux principaux postes de dépenses, à savoir la politique agricole commune et la politique de cohésion. Enfin, la troisième partie se concentre sur les « Perspectives financières » pour 2007-2013.

1. Caractéristiques et évolution du budget de l'UE

1.1 Caractéristiques

Si le budget de l'UE présente de nombreuses caractéristiques communes avec les budgets des États membres ou d'autres pays, il possède également un certain nombre de particularités, étrangères aux budgets nationaux.

1.1.1 Un budget en équilibre

Le budget de l'UE ne peut en principe présenter aucun déficit. L'UE ne peut emprunter et ses dépenses ne peuvent dès lors excéder ses recettes. Seules quelques exceptions à cette règle permettant des emprunts limités sont prévues, notamment dans le contexte du soutien macro-financier à des États non membres.

1.1.2 Le Parlement européen n'exerce pas la compétence exclusive

Alors que dans les États membres, comme dans la majeure partie des pays du monde, le Parlement est seul compétent pour fixer les recettes et dépenses du budget, tel n'est pas le cas au niveau de l'UE, où cette compétence est partagée entre le Conseil des ministres et le Parlement européen, qui constituent l'autorité budgétaire de l'UE. La répartition des compétences entre le Conseil et le Parlement est déterminée par la nature des dépenses. Une distinction est opérée entre les dépenses obligatoires et les dépenses non obligatoires, qui englobent chacune environ la moitié du budget. La première catégorie comprend les dépenses qui découlent des traités de l'UE, telles que la plupart des dépenses destinées à la politique agricole commune (PAC) ou l'assistance octroyée à certains pays en voie de développement. Les dépenses non obligatoires portent principalement sur les dépenses liées à la politique de cohésion et au fonctionnement de l'administration⁽¹⁾. La décision définitive relative aux dépenses obligatoires

(1) L'expression « dépenses non obligatoires » est quelque peu trompeuse : du point de vue du droit du travail, le versement des traitements des fonctionnaires revêt bien entendu un caractère « obligatoire », tandis que les dépenses découlant des fonds structurels constituent un volet essentiel de la politique de l'UE. Ces deux postes de dépenses sont cependant considérés comme « non obligatoires », car ils ne figurent pas en tant que tels dans les traités de l'UE.

appartient au Conseil, tandis que le dernier mot sur les dépenses non obligatoires revient au Parlement.

La procédure annuelle relative à l'établissement et à l'approbation du budget est la suivante :

- la Commission européenne (CE) présente un avant-projet de budget qu'elle soumet au Conseil ;
- le Conseil examine la proposition en première lecture et peut la modifier à la majorité qualifiée. Une fois l'avant-projet approuvé par le Conseil, il acquiert le statut de projet de budget ;
- le Parlement européen peut ensuite proposer des amendements en première lecture pour les dépenses obligatoires et non obligatoires ;
- le projet de budget revient ensuite au Conseil, qui se prononce définitivement sur les dépenses obligatoires en deuxième lecture. Les propositions de modification présentées par le Parlement européen qui prévoient un relèvement des dépenses obligatoires peuvent être acceptées par le Conseil à la majorité qualifiée. Les amendements qui n'entraînent pas une révision à la hausse de ces dépenses peuvent être rejetés à la majorité qualifiée par le Conseil. En outre, le Conseil peut rejeter les propositions de modification du Parlement européen relatives aux dépenses non obligatoires à la majorité qualifiée. Le Parlement européen peut cependant réintroduire ces amendements lorsqu'il procède au vote sur l'ensemble du budget et dispose donc du dernier mot pour ce qui est des dépenses non obligatoires ;
- le Parlement européen est compétent en dernière instance pour l'approbation ou le refus de l'ensemble du budget.

1.1.3 Un cadre financier pluriannuel contraignant

Les dépenses de l'UE sont délimitées pour plusieurs années par les « Perspectives financières ». Celles-ci fixent les dépenses annuelles maximales par rubrique. De la sorte, la discipline budgétaire est facilitée et les dépenses à moyen terme sont plus faciles à prévoir. Avant l'introduction de ce cadre financier pluriannuel, les négociations budgétaires annuelles s'étaient de plus en plus souvent caractérisées à la fin des années septante et pendant les années quatre-vingt par de vifs affrontements entre le Parlement et le Conseil, qui débouchèrent même en 1979 et 1984 sur le rejet de l'ensemble du budget par le Parlement. Après s'être vu conférer une plus grande légitimité par sa première élection directe en 1979, le Parlement européen est entré en rapport de force avec le Conseil. Dans ce contexte, les perspectives financières ont apporté une plus grande stabilité en limitant la liberté de choix pendant la procédure annuelle. Les perspectives financières ne peuvent cependant être considérées

comme un budget pluriannuel à part entière, car les discussions budgétaires annuelles demeurent nécessaires afin de définir le montant réel des dépenses et de répartir en détail les montants maximaux entre chaque poste du budget.

Un accord interinstitutionnel conclu entre les trois acteurs européens principaux, à savoir le Parlement, le Conseil et la CE, définit formellement les perspectives financières, qui font fondamentalement partie de cet accord. Les premières perspectives financières étaient incluses dans le « paquet Delors I » et portaient sur une période de cinq ans (1988-1992). Les perspectives suivantes ont toutes couvert une période de sept ans (1993-1999 pour le « paquet Delors II » et 2000-2006 pour l'« Agenda 2000 »). Le Conseil européen est parvenu à un accord en décembre 2005 sur les nouvelles perspectives financières, c'est-à-dire celles pour 2007-2013. Partant de cet accord et au terme d'une concertation entre la CE, le Conseil et le Parlement, un nouvel accord interinstitutionnel sur les perspectives financières 2007-2013 a été approuvé en mai 2006 par le Conseil et le Parlement, sur proposition de la CE. Il entrera en vigueur le 1^{er} janvier 2007.

1.1.4 L'UE ne dispose pas de véritables revenus propres

L'UE ne peut lever aucun impôt propre mais est presque intégralement financée par des contributions des États membres. Depuis la réforme budgétaire de 1970, l'Union dispose, pour son financement, de ce que l'on appelle les « ressources propres ». Il s'agit de catégories de recettes particulières auxquelles l'Union peut recourir sans autre décision des autorités nationales, dès qu'elles ont été définies par une « décision sur les ressources propres » du Conseil et entérinées par les parlements nationaux des États membres. L'expression « ressources propres » est cependant trompeuse, attendu que ces ressources continuent d'être perçues par les États membres avant d'être versées à l'UE. Il s'agit donc en définitive de transferts des États membres.

Depuis la réforme budgétaire de 1970, le mode de financement de l'UE a été revu à plusieurs reprises ; la dernière décision sur les ressources propres applicable est celle de septembre 2000. Dans le contexte de l'accord politique de décembre 2005 sur les perspectives financières 2007-2013, le Conseil européen a requis une nouvelle décision sur les ressources propres. La nouvelle décision doit entrer en vigueur au plus tard au début de 2009, avec effet rétroactif à partir du 1^{er} janvier 2007.

La Belgique a souvent plaidé en faveur de la levée d'un véritable impôt européen, par exemple sur la consommation d'énergie ou une partie des recettes des impôts sur les sociétés ou des impôts sur les revenus de l'épargne, avançant comme arguments principaux que la levée d'un impôt européen d'une part, renforcerait le lien entre l'UE et le citoyen et d'autre part, rendrait partiellement superflu le débat relatif aux « soldes budgétaires » (quels sont les États membres contributeurs nets et bénéficiaires nets ? – cf. ci-dessous). Cette proposition a cependant rencontré une opposition auprès de quelques États membres.

1.2 Évolutions importantes

1.2.1 Volume

La dernière décision sur les ressources propres de septembre 2000 plafonne les ressources propres à 1,24 p.c. du revenu national brut (RNB) de l'UE, un pourcentage que l'accord intervenu au Conseil européen en décembre 2005 prévoit de maintenir. Conformément au principe d'équilibre, ce pourcentage constitue simultanément un plafond absolu pour les dépenses. Les crédits d'engagement prévus par les perspectives financières se sont situés

ces dernières années bien en deçà de ce plafond, avec des pourcentages se situant entre 1,07 et 1,11 p.c. du RNB, afin de laisser une marge pour les dépenses imprévues ou dans l'éventualité où la croissance économique n'atteindrait pas le niveau escompté. Le volume des crédits de paiement dans les budgets annuels s'est maintenu autour de 1 p.c. du RNB, tandis que les paiements effectifs se sont avérés encore inférieurs, notamment en raison de la non-exécution de certains projets, en particulier dans le cadre de la politique de cohésion. En comparaison avec le volume relatif des dépenses publiques des États membres – en moyenne quelque 47 p.c. du RNB –, le budget de l'UE est donc particulièrement modeste. En termes absolus, le budget communautaire, qui s'élève à quelque 110 milliards d'euros en 2006, est par ailleurs à peine plus élevé que le budget de l'ensemble des pouvoirs publics polonais et est même inférieur à celui de petits pays comme l'Autriche ou la Belgique. Ce constat reflète la répartition des compétences entre l'UE et les États membres. Les dépenses totales de l'UE ont bien entendu augmenté au cours des années, tant en montants absolus que proportionnellement aux dépenses cumulées des pouvoirs publics dans l'Union.

1.2.2 Recettes

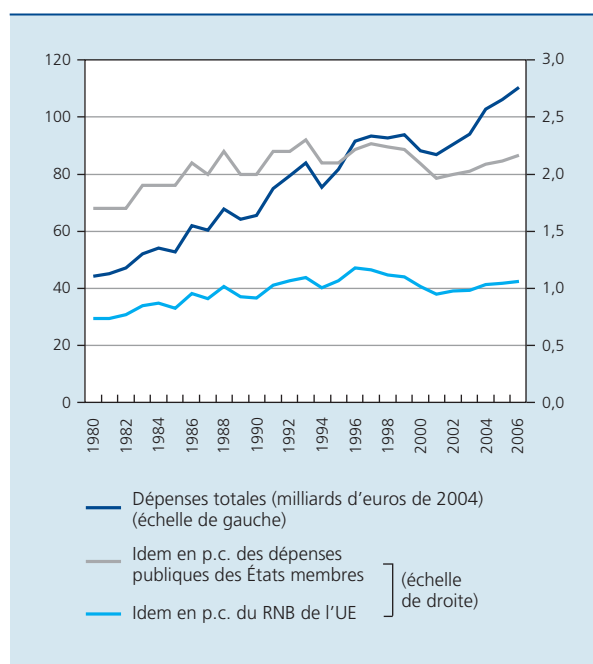
Outre les « autres recettes » (tels que les donations ou les impôts sur les revenus des fonctionnaires de l'UE) et les « reports de l'année précédente », deux catégories qui représentent des montants relativement faibles et volatils, l'UE est financée par ce que l'on nomme les « ressources propres », qui se composent des grandes catégories décrites ci-dessous.

1.2.2.1 Les ressources propres « traditionnelles »

Les ressources propres traditionnelles comprennent principalement les droits agricoles et les droits de douane. Ces ressources sont perçues par les États membres, qui peuvent conserver 25 p.c. des recettes à titre de compensation pour leurs frais de perception ; ces droits sont prélevés aux frontières extérieures de l'Union et se fondent sur les tarifs fixés par l'UE dans le contexte de sa politique commerciale et de la PAC. Ces ressources propres traditionnelles sont indissociables du traité de l'UE et peuvent dès lors être considérées comme des sources « naturelles » de revenus.

Ces ressources ont historiquement été particulièrement importantes mais leur volume a fortement reculé : si elles représentaient presque la moitié des recettes de l'UE en 1980, elles n'en constituent plus que quelque 13 p.c. en 2005-2006. Cette évolution n'est pas due à une réduction de la base de perception, vu que la mondialisation

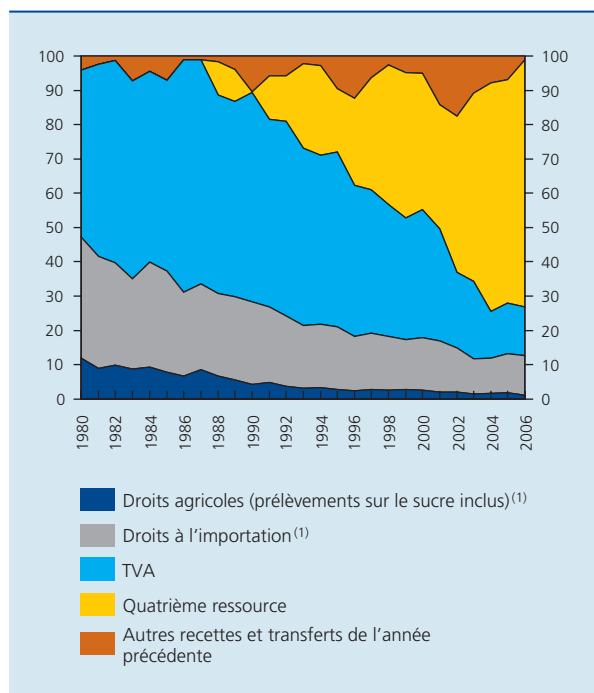
GRAPHIQUE 1 ÉVOLUTION ET IMPORTANCE RELATIVE DES DÉPENSES DE L'UE ⁽¹⁾



Source : CE.

(1) Optique de paiement, y compris les dépenses du Fonds européen de développement.

GRAPHIQUE 2 STRUCTURE DES REVENUS DE L'UE
(pourcentages du total)



Source : CE.

(1) Hors la compensation perçue par les États membres pour la perception des droits agricoles et des droits de douane.

a nettement entraîné les importations à la hausse, mais s'explique uniquement par la réduction systématique des tarifs appliqués dans le cadre de la libéralisation du commerce mondial. Ce facteur est en outre l'un des moteurs de l'alignement progressif des prix des produits agricoles dans l'Union sur les prix mondiaux. Selon les estimations de la Banque mondiale, les prélèvements à l'importation moyen (non pondéré) de l'UE sont passés de 8,7 p.c. en 1988 à 4,4 p.c. en 2003.

1.2.2.2 Les ressources basées sur la TVA

Cette source est constituée par le prélèvement d'un pourcentage sur l'assiette TVA des États membres. Pour tous les États membres, un pourcentage identique est prélevé sur une assiette TVA harmonisée. Une harmonisation de la base d'imposition s'est avérée nécessaire attendu que les biens et services soumis à la réglementation relative à la TVA peuvent varier d'un pays à l'autre. Ce type de système présente en principe un caractère dégressif, étant donné que la part de la consommation dans le RNB, et dès lors l'assiette TVA harmonisée, baisse à mesure qu'augmente le niveau de vie. Les États membres plus pauvres devraient par conséquent payer davantage proportionnellement à leur RNB que les États membres plus prospères.

Afin de contrer cet effet pervers, l'assiette TVA est limitée à 50 p.c. du RNB de chaque État membre. Le pourcentage maximal de la contribution TVA sur cette assiette harmonisée est actuellement fixé à 0,50 p.c. mais, en raison d'une série de corrections techniques, le pourcentage réel appliqué ne dépasse pas 0,30 p.c. La part des recettes de l'UE liées à la TVA dans les ressources propres a fléchi, passant de plus de la moitié au début des années quatre-vingt à 14 p.c. ces dernières années, consécutivement à la réduction progressive du taux de contribution maximal. Ce recul découle des préoccupations visant à rendre les contributions moins dégressives et a donc constitué une aide pour les États membres plus pauvres.

1.2.2.3 Les ressources basées sur le RNB (« quatrième ressource »)

Étant donné que le budget de l'UE doit en principe toujours se trouver en équilibre, il convient de pouvoir disposer d'un poste clé dans le volet des recettes. En 1988, la « quatrième ressource » a ainsi été créée et a remplacé la source TVA pour cette fonction. Le but de cette démarche était de réduire la dégressivité des contributions. La « quatrième ressource » consiste en une contribution réclamée aux États membres, proportionnelle à leur participation dans le RNB total de l'UE. Le pourcentage de la contribution est calculé annuellement, afin qu'aucun déficit de financement n'apparaisse. Selon les estimations, cette contribution devrait s'élever à quelque 0,7 p.c. du RNB en 2006. La part que représente la « quatrième ressource » dans l'ensemble des ressources de l'UE a fortement progressé depuis 1988 : elle a atteint plus de 70 p.c. des recettes totales en 2006. Des voix s'élèvent en faveur du financement intégral des dépenses de l'UE sur la base du RNB, étant donné que, d'une part, la répartition actuelle par État membre – compte tenu des corrections de l'assiette TVA – est dans les faits très proche d'une répartition exclusivement sur la base du RNB et que, d'autre part, cela simplifierait les choses.

1.2.3 Le « rabais britannique » et les contributions par État membre

Lors du sommet de Fontainebleau en 1984, le premier ministre britannique de l'époque, Margaret Thatcher, avait exigé une compensation pour la contribution du Royaume-Uni (« *I want my money back!* ») arguant principalement que la contribution de son pays était démesurée par rapport à son niveau de richesse et qu'une part disproportionnée des dépenses communautaires était consacrée à la PAC, dont les Britanniques ne bénéficiaient que très peu.

Cette compensation (désignée également comme le « rabais britannique ») a été introduite en 1985. Son calcul est complexe et a fait l'objet de plusieurs modifications depuis son introduction. Pour l'année 2006, cette correction s'élève à quelque 30 p.c. : sans cette compensation, la contribution du Royaume-Uni s'élèverait à 19,4 milliards d'euros, contre 13,7 milliards d'euros actuellement. Cette réduction de contribution accordée au Royaume-Uni est assumée par les vingt-quatre autres États membres, proportionnellement à leur part dans le RNB total de l'UE. La contribution de l'Allemagne, des Pays-Bas, de l'Autriche et de la Suède au financement du rabais britannique est cependant limitée à un quart de leur intervention théorique. Les trois autres quarts sont répartis entre les vingt autres États membres.

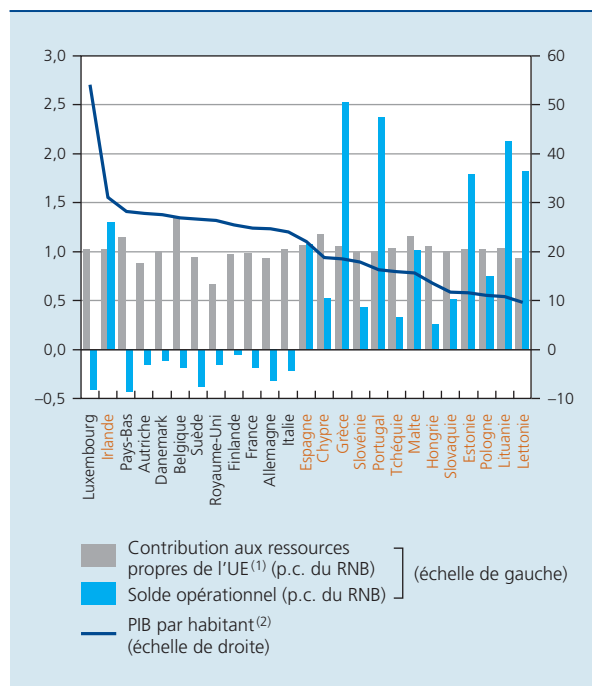
Lors des négociations des perspectives financières 2007-2013, la correction britannique a fait l'objet de vives discussions : la Commission et les autres États membres souhaitent voir disparaître cet arrangement pour le remplacer par un mécanisme de compensation généralisé, d'autant plus que les arguments alors avancés ne sont plus d'actualité. En effet, le Royaume-Uni a entre-temps rejoint le groupe des États membres les plus prospères

de l'Union grâce à l'expansion économique favorable qu'il a enregistrée au cours des dernières décennies et en raison également de l'adhésion de dix pays relativement pauvres consécutivement à l'élargissement de l'UE à l'Europe centrale et orientale. L'importance des dépenses agricoles a par ailleurs reculé. À la suite d'un compromis difficilement trouvé, il a été décidé que le Royaume-Uni conserverait son mécanisme de compensation mais que sa contribution aux coûts de l'élargissement augmenterait progressivement, pour atteindre un montant maximal de 10,5 milliards d'euros pour l'ensemble de la période couverte par les perspectives financières.

La contribution des États membres aux ressources propres de l'UE, exprimée par rapport à leur RNB, s'élève en moyenne à 1,03 p.c. La Belgique et les Pays-Bas présentent une contribution plus élevée. Ces deux pays perçoivent en effet des droits de douane et des droits agricoles relativement élevés, étant donné qu'une part considérable des importations de l'Union transite par leurs ports. En revanche, la contribution du Royaume-Uni au budget de l'UE est relativement moins élevée par rapport à son RNB en raison de la correction dont il bénéficie.

La France et l'Italie assument la plus grande partie de la compensation britannique, contrairement à l'Allemagne, qui bénéficie d'une ristourne. Ainsi la contribution allemande au financement du rabais britannique n'a-t-elle atteint que 0,35 milliard d'euros en 2006, un montant à peine plus élevé que les quelque 0,28 milliard d'euros que la Belgique assume. La contribution des Pays-Bas est inférieure à la contribution belge pour les mêmes motifs : elle s'élève à 0,075 milliard d'euros. Les dix nouveaux États membres contribuent également au financement du rabais britannique ; la participation de ces pays, nettement plus pauvres que le Royaume-Uni, au financement de ce rabais constitue l'une des principales critiques du système.

GRAPHIQUE 3 CONTRIBUTIONS AUX RESSOURCES PROPRES DE L'UE ET SOLDE OPÉRATIONNEL DES ÉTATS MEMBRES (paiements, 2004)



Source : CE.

(1) Compte tenu du rabais britannique.

(2) Parité de pouvoir d'achat, milliers d'euros.

1.2.4 Dépenses

Au cours des vingt-cinq dernières années, les dépenses de l'UE se sont principalement concentrées sur :

- l'agriculture, financée par la section « garantie » du Fonds européen d'orientation et de garantie agricole (FEOGA) : les dépenses destinées au soutien des prix et des revenus agricoles constituent traditionnellement la majeure partie des dépenses de l'UE mais présentent une nette tendance à la baisse : alors qu'elles représentaient près de 70 p.c. du budget total de l'UE au début des années quatre-vingt, ces dépenses n'en constituent actuellement plus que 44 p.c. ;
- les fonds structurels et le fonds de cohésion (FSC) : au fil des années, les sommes qui n'ont plus été consacrées

à l'agriculture ont en grande partie été destinées aux FSC. Ainsi, la part de ces fonds s'est accrue, passant de 11 p.c. au début des années quatre-vingt à quelque 31 p.c. ces dernières années ;

- la politique étrangère : si l'on considère les dépenses liées à la politique étrangère au sens large en y intégrant notamment les dépenses effectuées dans le contexte de la stratégie de préadhésion et du Fonds européen de développement (FED), elles représentent actuellement 10 p.c. des dépenses totales, alors qu'elles n'atteignaient que quelque 7 p.c. au début des années quatre-vingt ;
- la recherche et le développement : les dépenses de l'UE en matière de recherche et de développement ont progressé pour passer de 2 p.c. à un peu plus de 4 p.c. des dépenses totales ;
- l'administration : la part des dépenses consacrées au fonctionnement de l'administration dans le budget de l'UE est demeurée généralement stable au cours des dernières décennies, autour de 6 p.c.

Globalement, les dépenses destinées à l'agriculture et aux FSC représentent traditionnellement plus des trois quarts du budget de l'UE. En outre, le principal glissement relevé dans les dépenses de l'UE depuis 1980 a porté sur ces deux postes de dépenses, tandis que la part des autres

catégories de dépenses est restée globalement stable. C'est pourquoi les politiques agricole et de cohésion sont détaillées dans le deuxième chapitre.

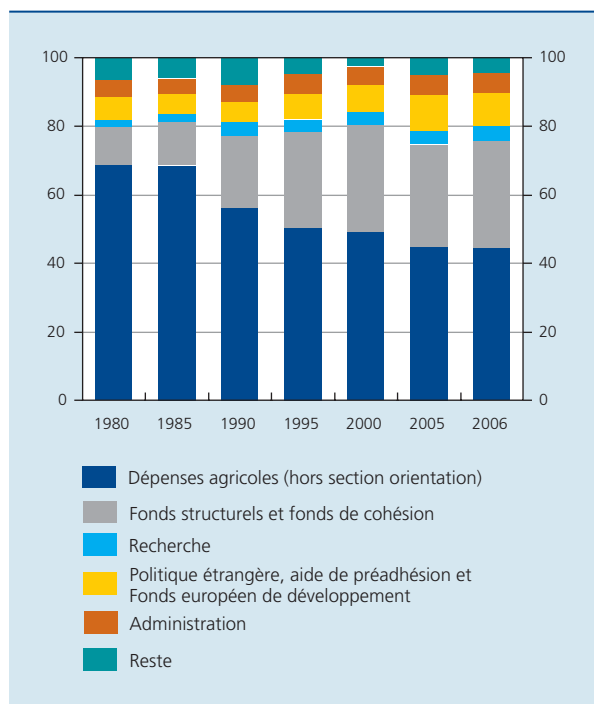
1.2.5 États membres contributeurs nets et bénéficiaires nets

Il est possible de calculer des « soldes opérationnels », c'est-à-dire la différence entre la contribution d'un État membre à l'UE et la part des dépenses imputables que l'UE octroie à ce dernier – donc sans tenir compte des dépenses administratives. L'on constate notamment qu'en 2004, la dernière année pour laquelle des statistiques sont disponibles, les États membres les plus prospères étaient globalement des contributeurs nets du budget de l'UE, même si le volume de leur contribution nette n'était pas proportionnel à la situation relative de leur revenu (cf. graphique 3). Ce constat s'explique par la compensation accordée au Royaume-Uni et par le fait que les États membres qui comptent relativement beaucoup d'agriculteurs dans leur population active (par exemple la France) ou qui présentent d'importantes inégalités de revenus régionales (l'Allemagne) bénéficient d'une part relativement plus importante du budget de l'UE par le biais de la PAC ou de la politique de cohésion. Les États membres les moins prospères de l'UE15, tels que l'Espagne, la Grèce et le Portugal, sont d'importants bénéficiaires nets, principalement au travers des FSC. Tous les nouveaux États membres sont également des bénéficiaires nets, notamment les États baltes, qui comptent parmi les plus pauvres et bénéficient d'une aide relativement importante.

Lorsque les dépenses administratives de l'UE sont imputées aux États membres qui en bénéficient (les « soldes budgétaires »), une nette différence se dégage pour les deux États membres où sont principalement établies les institutions européennes, à savoir la Belgique et le Luxembourg. Ces deux pays deviennent en effet des bénéficiaires nets et non plus des contributeurs nets au budget de l'UE. La Belgique s'est particulièrement opposée à l'utilisation des soldes budgétaires, surtout dans le contexte des négociations sur les perspectives financières 2007-2013 et a avancé les principaux arguments suivants contre le calcul de ces soldes budgétaires :

- tous les traitements des fonctionnaires versés à Bruxelles ne sont pas dépensés en Belgique ;
- cet argument est encore plus valable pour les pensions, qui sont en grande partie versées à des fonctionnaires qui ont quitté Bruxelles ;
- le paiement des traitements, loyers, etc. constitue une indemnité pour l'utilisation de facteurs de production rares et il ne s'agit pas d'un transfert à titre gratuit.

GRAPHIQUE 4 STRUCTURE DES DÉPENSES DE L'UE ⁽¹⁾
(pourcentages du total)



Source : CE.
(1) Optique de paiement.

On avance également des arguments plus généraux contre le calcul des soldes « opérationnels » et « budgétaires » :

- l'UE se fonde sur la solidarité et le fait que chaque État membre calcule son propre bénéfice (le principe du « juste retour ») et mêle cet aspect à la discussion du budget ne cadre pas avec cette idée ;
- les dépenses effectuées dans un État membre particulier peuvent bénéficier directement à un autre État membre, par exemple la construction d'un aéroport en Grèce par un entrepreneur allemand ;
- ces dépenses imputables ont généralement des retombées positives pour d'autres États membres de l'UE (« *spill over* »), par exemple par une augmentation des importations.

2. Les politiques agricole et de cohésion

2.1 La politique agricole

Les dépenses liées à la PAC sont financées par le FEOGA. Ce fonds, institué en 1962, au début de l'UE, comporte deux volets :

- la section Garantie du Fonds finance principalement les dépenses destinées au soutien des prix des produits agricoles (les « organisations communes des marchés agricoles ») et aux mesures d'accompagnement, en particulier le développement rural et les mesures vétérinaires ;
- la section Orientation finance les autres dépenses destinées au développement rural ; celles-ci sont intégrées aux dépenses liées à la politique de cohésion (cf. ci-dessous).

Au cours de son existence, la PAC a fait l'objet d'importantes modifications et elle évolue encore. La partie qui suit décrit très sommairement les aspects principaux de cette évolution.

Avec la création de la Communauté économique européenne, la PAC a acquis un rôle fondamental, notamment dans le cadre d'un vaste accord politique conclu entre l'Allemagne, qui voyait de nombreux avantages dans l'union douanière et le marché unique qui se profilaient, et la France, qui envisageait favorablement le transfert de son soutien onéreux à l'agriculture au niveau européen. Les objectifs de la PAC, tels qu'ils sont définis dans le traité de l'UE (article 33) – à savoir accroître la productivité agricole et garantir la sécurité des approvisionnements (objectif inspiré par les pénuries alimentaires à l'issue de la Seconde Guerre mondiale), assurer un revenu raisonnable aux agriculteurs et une stabilisation des marchés, ainsi

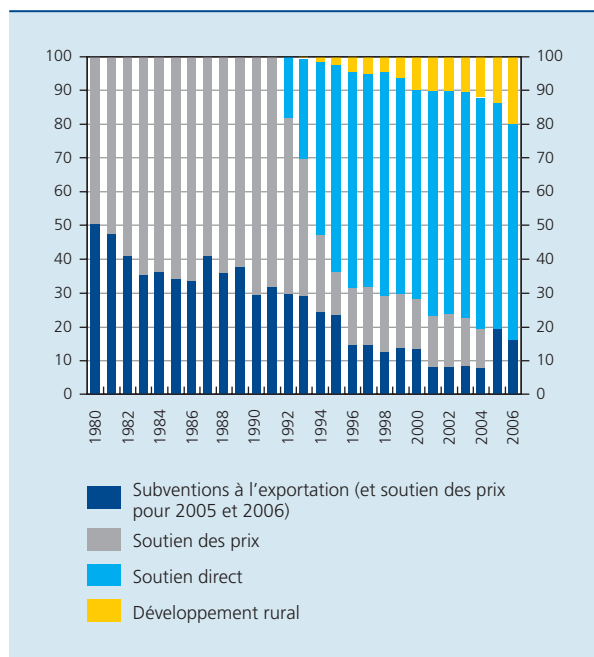
que des prix raisonnables pour les consommateurs – ont été menés à bien des décennies durant par la conjugaison d'un système de prix minimaux pour la plupart des produits agricoles avec une « préférence communautaire », qui implique que des prélèvements élevés à l'importation et des subventions à l'exportation isolaient du marché mondial la formation des prix des produits agricoles à l'intérieur du marché commun de l'UE.

L'objectif d'autosuffisance a été atteint relativement rapidement et les garanties des prix ont même généré à terme des surplus, qui ont absorbé une part toujours croissante du budget de l'UE. En dépit de ces productions excédentaires, le consommateur européen a continué de payer un prix supérieur à celui pratiqué sur le marché mondial⁽¹⁾. De plus, au sein de l'Organisation mondiale du commerce (OMC), la politique agricole de l'UE lui a valu des conflits avec d'autres membres tels que les États-Unis, la Nouvelle-Zélande, l'Australie et le Canada, et des pays en voie de développement, principalement ceux dépendant des exportations de produits agricoles, ont été privés d'opportunités. Enfin, l'incidence négative de la production excédentaire sur l'environnement a suscité de plus en plus de craintes.

Dans ces circonstances, la PAC a été systématiquement revue depuis le début des années nonante. En particulier, le projet du commissaire Mac Sharry de 1992, qui se concentrait sur la limitation du soutien aux prix des produits et l'octroi d'un soutien des revenus plus direct, destiné à remplacer le système précédent, a posé les bases d'une nouvelle politique. Ceci devait permettre d'aligner davantage la production agricole sur la demande du marché et de réduire les surplus. Les réformes prévues par l'« Agenda 2000 » – approuvé en 1999 lors du Conseil européen de Berlin – ont logiquement poursuivi cette réorientation de la politique agricole, à l'approche de l'élargissement de l'UE et en prévision de nouvelles négociations au sein de l'OMC. L'élargissement représentait un défi majeur pour la PAC, étant donné que le secteur agricole constituait encore un secteur important dans les pays alors candidats. Enfin, la réforme de 2003 (Luxembourg, le 26 juin 2003) a introduit le principe dit du découplage, qui prévoit la possibilité d'octroi d'un soutien direct aux revenus ou d'un paiement unique à l'exploitation sur la base de références historiques et sans lien avec la production, à condition qu'une série de critères en matière de respect de l'environnement, de sécurité alimentaire et dans d'autres domaines soient

(1) Étant donné que les principaux pays producteurs de denrées alimentaires mènent une politique d'autosuffisance, les marchés mondiaux de denrées alimentaires constituent plutôt des marchés « résiduels », où sont écoulés les surplus. Les prix pratiqués sur ces marchés ne sont par conséquent pas tout à fait conformes à un fonctionnement de marché libre.

GRAPHIQUE 5 ÉVOLUTION DES DÉPENSES DE L'UE DESTINÉES À L'AGRICULTURE⁽¹⁾
(pourcentages du total)



Source : CE.

(1) Paiements effectifs jusqu'en 2004, crédits de paiement pour 2005 et 2006.

observés (« *cross-compliance* »). Cette nouvelle disposition est entrée en vigueur en 2005 pour la plupart des États membres de l'UE15, dont la Belgique, et sera applicable ultérieurement aux autres États membres. L'objectif est de réduire à terme également les soutiens directs aux revenus au profit du développement rural et d'autres mesures de soutien générales⁽¹⁾.

Cette réforme de la PAC se traduit dans le volume et la structure des dépenses. Non seulement, comme indiqué précédemment, la part des dépenses destinées à la PAC dans l'ensemble des dépenses de l'UE décroît, mais leur composition varie également. Alors que jusqu'en 1991 l'aide ne consistait qu'en subventions à l'exportation et en un soutien du marché ou des prix, elle a été progressivement remplacée depuis 1992 par le soutien direct et, depuis 1995, le soutien pour le développement rural s'y est également ajouté. Ces dernières années, le soutien des prix et les subventions à l'exportation ont constitué collectivement moins d'un cinquième de l'ensemble des dépenses liées à l'agriculture.

La mesure dans laquelle l'UE continue de protéger son agriculture, même après ces réformes, peut faire l'objet d'une comparaison internationale sur la base des études que l'OCDE publie régulièrement (OCDE, 2006). Pour

ce faire, l'OCDE se base sur le concept d'« estimation totale du soutien », c'est-à-dire la somme de toutes les aides destinées à l'agriculture, quelle que soit leur forme et quel qu'en soit l'objectif. Cette aide se présente sous deux formes : la part émanant des ressources générales, les impôts, qui est octroyée au producteur et la part qui est implicitement financée par le consommateur dans la mesure où la politique agricole implique pour lui des prix relativement plus élevés. Les recettes publiques qui proviennent des prélèvements sur les produits agricoles en sont déduites. Cet indicateur présente les avantages d'être exhaustif et comparable au niveau international et dans le temps.

En comparant deux périodes, à savoir 1986-1988 (avant la réforme de la PAC) et 2003-2005 (la période la plus récente pour laquelle des statistiques sont disponibles) pour une série d'importants pays producteurs et exportateurs de produits agricoles, les constats suivants peuvent être faits :

- l'aide totale est la plus élevée au Japon et dans l'UE, tandis que les politiques agricoles néo-zélandaise et australienne s'apparentent le plus à des politiques de marché libre ;
- le taux d'aide totale (en pourcentage du PIB) a fléchi dans tous les pays mentionnés ; il a été réduit de moitié au Japon, dans l'UE, aux États-Unis et au Canada. Au cours de la période considérée, c'est en Nouvelle-Zélande que la politique a changé le plus : le soutien à l'agriculture y a été réduit de manière drastique ;
- au Japon et dans l'UE, une grande partie de l'aide prend la forme de prélèvements « masqués », c'est-à-dire des prix plus élevés pour le consommateur.

Dans le contexte de protection élevée du secteur agricole européen dans une perspective internationale, il convient de se demander dans quelle mesure la PAC a réalisé ses objectifs initiaux. À cet égard, l'évolution des revenus agricoles et la mesure dans laquelle l'approvisionnement alimentaire a été assuré par la PAC sont importantes.

Mesuré sur la base de la valeur ajoutée totale par travailleur occupé à temps plein dans le secteur agricole, le revenu agricole moyen de l'UE15 présente une évolution erratique, ce qui s'explique essentiellement par la volatilité de la production et de certains prix, typique du secteur

(1) Au sommet de Bruxelles des 24 et 25 octobre 2002, qui a balayé les derniers obstacles à l'élargissement, un accord visant à ne pas modifier la politique agricole jusqu'en 2006 en échange d'un plafonnement de la croissance des dépenses à 1 p.c. par an entre 2007 et 2013 a été conclu. Le soutien direct aux agriculteurs des nouveaux États membres devrait être introduit comme suit : 25 p.c. en 2004 ; 30 p.c. en 2005 ; 35 p.c. en 2006 ; 40 p.c. en 2007 et ensuite une progression annuelle de 10 p.c. afin que les nouveaux États membres atteignent le même niveau de soutien direct que les États membres de l'UE15 d'ici 2013.

TABLEAU 1 SOUTIEN À L'AGRICULTURE: COMPARAISON INTERNATIONALE ⁽¹⁾

(milliards d'euros, sauf mention contraire)

	Japon		UE		États-Unis	
	1986-1988	2003-2005	1986-1988	2003-2005	1986-1988	2003-2005
Financé par le consommateur	50,5	49,5	80,7	52,9	13,5	10,2
Financé par les impôts	12,9	14,3	25,0	68,4	46,4	75,5
Recettes publiques	-10,7	-13,1	-1,5	-0,6	-1,4	-1,5
Total	52,7	50,7	104,2	120,6	58,6	84,2
Pourcentages du PIB	2,36	1,35	2,77	1,23	1,35	0,87
	Canada		Nouvelle-Zélande		Australie	
	1986-1988	2003-2005	1986-1988	2003-2005	1986-1988	2003-2005
Financé par le consommateur	2,9	2,2	0,1	0,1	0,3	0,0
Financé par les impôts	4,0	4,4	0,5	0,2	1,2	1,6
Recettes publiques	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Total	6,9	6,6	0,5	0,3	1,6	1,6
Pourcentages du PIB	1,77	0,80	1,71	0,38	0,82	0,32

Source: OCDE.

(1) Mesuré sur la base du concept d'« estimation totale du soutien », moyenne des trois années.

agricole. Entre 1993 (l'année suivant l'approbation du projet de Mac Sharry) et 1997, les revenus agricoles ont systématiquement augmenté avant de se stabiliser. Globalement, l'augmentation entre 1995 et 2003 est demeurée, avec une moyenne de 0,5 p.c. par an, bien inférieure à celle de l'ensemble des revenus de l'UE15, qui s'élevait en moyenne à quelque 2 p.c. par an. L'évolution varie par ailleurs fortement d'un pays à l'autre: c'est en Belgique, en Espagne et au Portugal que les revenus agricoles ont le plus fortement progressé, tandis que les plus nets reculs ont été enregistrés au Danemark, aux Pays-Bas et au Royaume-Uni. Les différentes structures de production, ainsi que les épidémies telles que la « maladie de la vache folle » (ESB) au Royaume-Uni expliquent ces évolutions différentes. Dans la plupart des nouveaux États membres, les revenus agricoles ont également fléchi pendant la période observée, mais on constate une augmentation relativement marquée des revenus agricoles depuis leur adhésion en 2004, particulièrement en Pologne, parce que l'application des prix garantis de l'UE a entraîné une hausse des prix dans ces pays mais également parce que le supplément direct de revenus y est relativement important par rapport à des revenus agricoles faibles.

Le degré d'autosuffisance, défini comme la production intérieure rapportée à la consommation intérieure, a nettement progressé. Alors que l'UE était encore un importateur net de bon nombre de produits agricoles au lendemain de la Seconde Guerre mondiale, elle pourvoit depuis longtemps à ses propres besoins pour tous les produits agricoles principaux. Il convient cependant de se demander quel est le rôle qu'a joué la PAC dans cette évolution, étant donné que le degré d'autosuffisance de 100 p.c. a été dépassé non seulement pour les céréales, la viande, le lait, le sucre et le vin, qui font l'objet d'importantes interventions dans le cadre de la PAC, mais également pour d'autres produits agricoles ou horticoles.

2.2 La politique de cohésion

Comme on l'a expliqué, les moyens financiers destinés aux FSC représentent une part toujours plus importante du budget de l'UE. L'adhésion de nouveaux États membres a encore aggravé la problématique des différences de revenus et de la convergence régionale au sein de l'UE, ce qui, à politique inchangée, se traduira par un besoin de financement croissant des FSC.

2.2.1 Objectifs et instruments

Même si l'objectif d'une cohésion accrue entre les États membres était partagé depuis le début de l'intégration européenne⁽¹⁾, on n'avait à l'époque pas ressenti le besoin urgent d'appuyer explicitement cette intention sur la conduite d'une politique régionale, essentiellement parce que les membres fondateurs de l'Union avaient déjà atteint un niveau de développement économique relativement similaire. Ce n'est qu'à partir des années quatre-vingt, à la suite de l'adhésion de quelques pays d'Europe méridionale plus pauvres (la Grèce en 1981, le Portugal et l'Espagne en 1986), que l'UE s'est de plus en plus inquiétée de sa cohésion économique et sociale interne. Alors que la création du marché unique était porteuse de la promesse d'un bien-être croissant, il s'est en effet parallèlement posé la question du partage de ce bien-être entre les différents pays et régions. À l'occasion de l'Acte unique européen, on a dès lors expressément inscrit au traité l'objectif de *réduire l'écart entre les niveaux de développement des diverses régions et le retard des régions ou îles les moins favorisées, y compris les zones rurales* (article 158 du traité). Telle fut la base d'une véritable politique régionale au sein de l'UE, menée également au travers des fonds structurels et, depuis 1994, du fonds de cohésion.

Au niveau des fonds structurels, trois objectifs d'interventions prioritaires sont poursuivis dans le cadre des perspectives financières couvrant la période 2000-2006 (que l'on appelle également « Agenda 2000 »):

1. le développement et l'ajustement structurel des régions en retard de développement. Il s'agit ici de régions dont le PIB moyen par habitant est inférieur à 75 p.c. de la moyenne de l'UE;
2. le soutien de la reconversion économique et sociale des régions en difficultés structurelles autres que celles éligibles à l'Objectif 1;
3. toutes les actions en faveur de l'emploi – notamment en matière de formation –, hormis dans les régions qui bénéficient déjà d'un soutien au titre de l'Objectif 1.

Ces missions sont réparties entre quatre fonds structurels:

- le Fonds européen de développement régional (FEDER) contribue essentiellement à aider les régions en retard de développement et celles en reconversion économique (Objectifs 1 et 2);
- le Fonds social européen (FSE) intervient essentiellement dans le cadre de la stratégie européenne pour l'emploi (en recouvrant les trois objectifs);
- le FEOGA, section « Orientation », contribue au développement et à l'ajustement structurel des zones en retard de développement (en améliorant l'efficacité des structures de production, de transformation et de

commercialisation des produits agricoles et sylvicoles) et au développement des zones rurales (Objectif 1 principalement);

- l'Instrument financier d'orientation de la pêche (IFOP), moins important, soutient les évolutions structurelles du secteur de la pêche (Objectif 1).

À l'inverse des fonds structurels, qui s'adressent aux régions, le fonds de cohésion a pour objectif de renforcer la cohésion économique et sociale entre les États membres. Seuls les États membres dont le RNB par habitant est inférieur à 90 p.c. de la moyenne de l'Union peuvent prétendre à une aide financière. Ce fonds a été créé en 1994 dans le but de permettre plus facilement aux États membres plus pauvres de continuer à résorber leur retard en matière d'infrastructures publiques tout en satisfaisant aux critères de Maastricht en ce qui concerne les finances publiques.

Les perspectives financières pour la période 2000-2006 tablent sur environ 233 milliards d'euros (prix de 2004) pour l'ensemble des fonds structurels et le fonds de cohésion destinés à l'UE15. Après l'adhésion des nouveaux États membres, cette enveloppe a été gonflée de quelque 24 milliards d'euros. Sur la totalité du financement, un peu moins des deux tiers ont été alloués à l'Objectif 1, tandis que les Objectifs 2 et 3 et le fonds de cohésion en représentaient chacun plus ou moins un dixième. Le solde a principalement servi à financer des initiatives communautaires et des actions innovatrices par le biais des programmes INTERREG, URBAN, EQUAL et LEADER. Les perspectives financières 2007-2013 ont fixé un montant de 308 milliards d'euros (aux prix de 2004) pour les FSC⁽²⁾.

Conformément aux objectifs de la politique de cohésion, depuis la fin des années quatre-vingt, la plupart des FSC ont été alloués aux régions moins prospères du sud de l'Union. Entre 1989 et 1993 et entre 1994 et 1999, toutes les régions de la Grèce, de l'Irlande et du Portugal ont en effet rempli les critères pour prétendre à une aide structurelle au titre de l'Objectif 1, tout comme de grandes parties de l'Espagne. Ensemble, ces quatre pays ont reçu environ les deux tiers des moyens octroyés au titre de l'Objectif 1, la principale composante

(1) Le préambule du traité de Rome (1957) fait référence au désir « ... de renforcer l'unité de leurs économies et d'en assurer le développement harmonieux en réduisant l'écart entre les différentes régions et le retard des moins favorisées ».

(2) Une partie de ces nouveaux moyens est destinée à des mesures dites d'extinction, notamment 4,1 p.c. pour les régions de l'UE15 qui, en raison de l'effet statistique des nouvelles adhésions, ne pourraient plus prétendre à une assistance au titre de l'Objectif Convergence (PIB par habitant inférieur à 75 p.c. de celui de l'UE15 mais supérieur à 75 p.c. de celui de l'UE25), et 3,4 p.c. pour une aide transitoire dégressive aux régions qui sont concernées par l'Objectif 1 actuel et qui, en raison de leurs progrès économiques, n'entrent pas en ligne de compte pour l'Objectif Convergence en 2007 (ce que l'on appelle « phasing in » au titre de l'Objectif Compétitivité régionale et Emploi).

TABLEAU 2 FONDS STRUCTURELS ET INSTRUMENTS PRÉVUS PAR LES PERSPECTIVES FINANCIÈRES 2000-2006

(milliards d'euros⁽¹⁾, sauf mention contraire)

	Objectif 1	Objectifs 2 et 3	Fonds de cohésion	Autres	Total	<i>p.m. Moyens prévus par les perspectives financières 2007-2013 par rapport à celles 2000-2006 (pourcentages de variation)⁽³⁾</i>
UE15	150,1	50,9	19,7	12,6	233,3	-27
dont:						
Allemagne	22,0	8,8		1,9	32,8	-17
France	4,2	11,6		1,4	17,2	-19
Italie	24,4	6,9		1,4	32,7	-11
Pays-Bas	0,1	2,7		0,8	3,6	-52
Belgique	0,7	1,3		0,3	2,3	-7
p.m. Quatre pays dits « du fonds de cohésion »						
Grèce	23,1		3,4	1,0	27,5	-19
Espagne	42,1	5,3	12,4	2,4	62,1	-41
Irlande	3,4		0,6	0,2	4,2	-72
Portugal	21,0		3,4	0,7	25,1	-15
Nouveaux États membres ⁽²⁾	15,0	0,3	8,5	0,7	24,5	

Sources: CE et Hennart F., Saintrain M. et Vergeynst T. (2006).

(1) Prix de 2004 pour l'UE15 et prix courants pour les nouveaux États membres.

(2) 2004-2006 pour les nouveaux États membres.

(3) Estimation du ministère de la Région wallonne dans Hennart F., Saintrain M. et Vergeynst T. (2006), tableau 16.

des fonds structurels. Pour 2000-2006, la part conjointe de ces quatre pays dans les moyens alloués au titre de l'Objectif 1 a diminué, notamment parce que d'importantes régions d'Irlande ne remplissaient plus les critères. L'Allemagne recevait également une part importante de ces moyens depuis la première moitié des années nonante, de même que l'Italie est elle aussi traditionnellement une grande bénéficiaire de ces fonds. Par ailleurs, la Grèce, l'Espagne, l'Irlande et le Portugal ont, jusqu'en 2003, été les seuls bénéficiaires du fonds de cohésion (les quatre pays dits du fonds de cohésion). Depuis janvier 2004, l'Irlande n'entre plus en ligne de compte mais, par contre, tous les nouveaux États membres qui ont adhéré à l'UE en mai 2004 remplissent les conditions du fonds de cohésion. Compte tenu des critères d'allocation des moyens, il semblerait que la part des pays de l'ancienne UE15 au titre des FSC va sensiblement diminuer dans les perspectives financières 2007-2013, au profit des nouveaux États membres, Bulgarie et Roumanie incluses. Ainsi, selon les estimations du ministère de la Région wallonne publiées par le Bureau fédéral du plan (Hennart et al., 2006), l'enveloppe

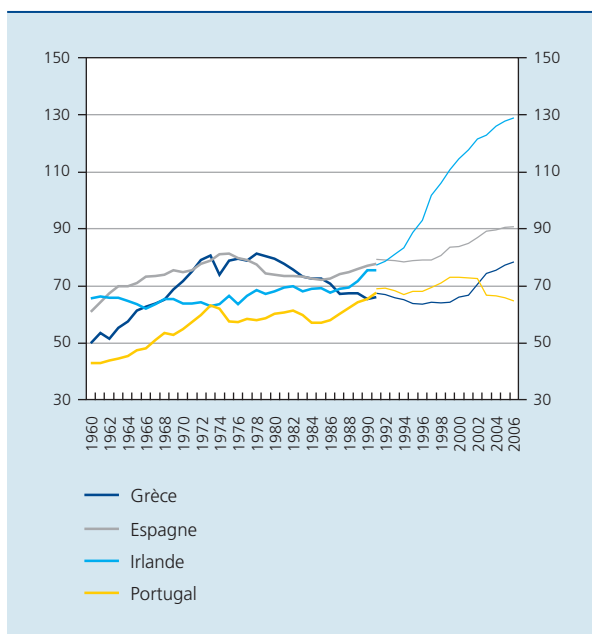
globale pour les FSC pour l'ancienne UE15 diminuerait de 27 p.c. dans les perspectives financières 2007-2013 par rapport aux perspectives financières 2000-2006. En ce qui concerne la Belgique, la baisse, d'environ 7 p.c., serait la plus faible. Ces glissements impliquent une importante contraction de la part de l'ancienne UE15: cette part, qui atteignait environ 90 p.c. des FSC dans les perspectives financières 2000-2006, reviendrait à environ 50 p.c. dans les perspectives financières 2007-2013 (Grybauskaite, 2006).

2.2.2 Convergence au sein de l'UE

Ces évolutions des FSC soulèvent la question de savoir si une plus grande convergence des niveaux de revenus a en effet été réalisée au sein de l'UE et, si oui, quel rôle l'aide financière octroyée dans le cadre des FSC a joué. La convergence peut être mesurée de différentes manières. On peut ainsi comparer l'évolution du PIB par habitant d'une région ou d'un pays à la moyenne. Si on fait cela pour les quatre anciens pays du fonds de cohésion,

GRAPHIQUE 6 PIB PAR HABITANT DANS LES QUATRE PAYS DITS DU FONDS DE COHÉSION⁽¹⁾

(parité de pouvoir d'achat, ancienne UE15 = 100)



Source : CE.

(1) Il y a une rupture statistique dans les séries en 1991.

il apparaît que la différence entre le revenu moyen dans l'ancienne UE15 et celui de ces quatre pays s'est généralement nettement réduite au fil des ans⁽¹⁾, ce qui est le signe d'une tendance à la convergence.

Ce mouvement n'a toutefois pas été uniforme dans le temps. Déjà avant leur adhésion à l'Union, notamment dans les années soixante, les pays concernés, à l'exclusion de l'Irlande, avaient réalisé un rattrapage considérable, qui s'était toutefois sensiblement ralenti pendant la crise des années septante. À la suite de son adhésion à la Communauté européenne (1981), le niveau de prospérité de la Grèce a sensiblement reculé par rapport à la moyenne de l'UE. Ce n'est qu'au début du nouveau millénaire que le mouvement de rattrapage a repris en Grèce. En Espagne et au Portugal, par contre, l'adhésion à la Communauté européenne au milieu des années quatre-vingt a signifié le début d'un rattrapage accéléré. Pour l'Irlande, enfin, le tournant ne s'est profilé qu'à la fin des années quatre-vingt. Ce pays, qui était déjà membre de l'Union depuis 1973, avait des décennies durant à peine vu diminuer son retard de revenus, mais la croissance y a été exemplaire dans

(1) Dans tout ce paragraphe, le PIB par habitant est chaque fois corrigé des différences de pouvoir d'achat. Cette correction est nécessaire dans la mesure où le niveau des prix dans les pays moins prospères est normalement inférieur à celui observé dans les pays plus riches.

les années nonante, de sorte que le PIB par habitant y a même dépassé la moyenne de l'UE de plus d'un quart en 2005.

L'adhésion formelle n'était donc manifestement pas une condition nécessaire pour réaliser un mouvement de rattrapage, comme en témoigne l'évolution des revenus dans les années soixante dans trois des quatre pays susmentionnés. L'adhésion à l'Union ne semblait pas plus être une condition suffisante pour atteindre la convergence : le processus de rattrapage s'est en effet accéléré en Espagne et au Portugal, mais pas en Irlande ni en Grèce. Une constatation importante est toutefois également que, depuis la fin des années quatre-vingt, le mouvement de rattrapage en Espagne, au Portugal et en Irlande a coïncidé avec l'accroissement de l'importance des fonds structurels dans le budget de l'UE.

Si l'on considère la répartition des revenus entre les régions, la tendance à la convergence est souvent moins manifestement présente au cours des dernières décennies qu'au niveau national dans les quatre pays du fonds de cohésion. À cet égard, on fait parfois état d'un certain arbitrage entre les convergences nationale et régionale : en raison des effets des pôles de croissance durant les premières phases de la croissance, il est possible que les pays en phase de rattrapage soient confrontés à une disparité régionale croissante. Certaines disparités interrégionales semblent en outre très persistantes (CE, 2000 ; Ederveen et al., 2002).

2.2.3 Rôle des fonds structurels et du fonds de cohésion dans la convergence au sein de l'UE

En ce qui concerne la contribution de la politique de cohésion à la convergence des revenus entre les régions, les opinions divergent. Une condition préalable à une éventuelle incidence à long terme des FSC est en effet que ces moyens soient affectés efficacement à un soutien du potentiel de production, par exemple à une amélioration de l'infrastructure, à une valorisation des qualifications des travailleurs ou à la recherche et développement, de même qu'ils ne peuvent entraîner de distorsions dans le fonctionnement du marché. Les sceptiques quant à la politique de cohésion commune estiment que tel n'est pas toujours le cas. L'aide financière à l'ex-Allemagne de l'Est, par le biais de subsides, aurait ainsi contribué de manière excessive à des investissements dans des secteurs relativement trop intensifs en capital ainsi que dans des bâtiments. Ces derniers investissements en particulier n'étaient pas favorables à la productivité en ex-Allemagne de l'Est. On peut par ailleurs craindre d'éventuels « effets d'éviction » : une fois que les autorités nationales auraient reçu de l'aide pour certaines régions défavorisées, elles

réduiraient les investissements nationaux prévus, de sorte que ces régions ne bénéficieraient finalement pas d'investissements supplémentaires. L'obligation d'appliquer le principe « d'additionnalité » prouve que l'UE est consciente de ce danger.

Ces considérations a priori soulignent la nécessité d'une évaluation directe des effets macroéconomiques de la politique de cohésion. Alors que les études fondées sur des modèles macroéconomiques concluent généralement à cet égard que les FSC exercent des effets positifs sur le PIB des pays bénéficiaires, une approche économétrique ne permet par contre pas de tirer des conclusions précises.

Afin d'évaluer les effets macroéconomiques des FSC, le modèle HERMIN – fondé sur un modèle existant appliqué à l'économie irlandaise – a été développé (ESRI, 2002). Ce modèle a estimé l'incidence de l'aide accordée par le biais des FSC entre 1994 et 1999 notamment pour l'Irlande, la Grèce, le Portugal et l'Espagne. Une distinction a été opérée entre les effets de demande immédiats à court terme et les effets d'offre à moyen et à long termes. À propos de ces derniers, une grande attention a été accordée aux éventuels effets externes qui pourraient exercer une incidence sur l'économie, entre autres au travers d'un relèvement de la productivité des facteurs, notamment à la suite de l'amélioration de l'infrastructure et de la formation de la population active. L'estimation de ces effets implique toutefois un certain nombre d'hypothèses cruciales, comme celles relatives au rendement des moyens investis en éducation et en formation. En ce qui concerne les quatre pays du fonds de cohésion, ces simulations ont fait apparaître un effet conjoint positif des FSC entre 1994 et 1999 sur le PIB des pays bénéficiaires. Cela n'est pas véritablement surprenant dans la mesure où, selon ce modèle, l'aide financière agit également directement sur le PIB au travers de la demande. Compte tenu de l'ampleur des moyens financiers engagés, la hausse relative estimée du PIB à la suite des FSC, cumulée au cours des années 1994 à 1999, a été, en Irlande, sensiblement plus importante que le financement accordé rapporté au PIB. En Espagne et au Portugal, le multiplicateur cumulé calculé ainsi s'établissait à environ 1, mais en Grèce, il n'aurait atteint que deux tiers. Si l'on considère une plus longue période, notamment la période comprise entre 1994 et 2010, au cours de laquelle les effets d'offre peuvent également se traduire par une croissance supplémentaire après que le financement a cessé, l'aide des FSC à l'Irlande aurait eu un retour à hauteur du triple environ. Au Portugal et en Espagne, ce multiplicateur à long terme s'établirait à respectivement environ 2,5 et 2, mais en Grèce il aurait atteint à peine plus de 1, même après dix-sept années.

Le modèle HERMIN a également été utilisé pour procéder à l'estimation ex ante de l'incidence macroéconomique des FSC de 2000 à 2006 pour un certain nombre de pays, notamment les quatre pays du fonds de cohésion. Les résultats font une nouvelle fois état d'effets de demande et d'offre conjoints positifs. L'estimation ex ante fondée sur le modèle QUEST II de la CE révèle également des effets de demande et d'offre conjoints positifs, mais ceux-ci sont sensiblement inférieurs en raison d'importantes différences au niveau des hypothèses de départ. Les estimations réalisées grâce à QUEST II confirment néanmoins l'apparition d'effets au niveau de l'offre à plus long terme qui seraient environ de la même ampleur que ceux mis en évidence par le modèle HERMIN (CE, 2000).

Aussi la réforme de la politique de cohésion au titre des nouvelles perspectives financières 2007-2013, a déjà fait l'objet d'estimations ex ante à l'aide du modèle HERMIN. Selon celles-ci, le PIB de plusieurs nouveaux États membres et États candidats à l'adhésion serait en 2013 supérieur de quelque 10 p.c., voire plus, à ce qu'il serait sans l'aide des FSC (Bradley et Morgenroth, 2004). Les moyens investis dans le cadre de la nouvelle politique de cohésion seraient ainsi amortis 1,5 à 2 fois dans la plupart des nouveaux États membres au cours de la période de financement comprise entre 2007 et 2013 et, sur la période 2007-2020, c'est-à-dire une période qui se termine quelques années après le délai de financement, le multiplicateur atteindrait même 2,5 ou plus. Dans l'ex-Allemagne de l'Est, dans le Mezzogiorno italien et, surtout, en Grèce, le rendement à long terme des FSC serait toutefois sensiblement plus faible.

D'autres modèles macroéconomiques, développés pour certains États membres, concluent également souvent que la politique de cohésion de l'UE contribue significativement à la croissance et à l'emploi dans les pays bénéficiaires. Les résultats des enquêtes économétriques, qui sont moins tributaires des hypothèses de départ pré-citées, dégagent toutefois une image mitigée : certaines font état d'effets positifs, bien que parfois modérés, mais d'autres donnent des résultats non significatifs, voire négatifs (Ederveen et al., 2002). D'importantes différences apparaissent également selon les pays ou les régions. Une conclusion fréquente est en effet que l'efficacité des FSC dépend fortement de plusieurs conditions fondamentales, ce qui signifie que la politique régionale serait surtout fructueuse dans un environnement favorable à la croissance. À cet égard, Ederveen et al. (2002, 2006) concluent que l'aide régionale a surtout des effets positifs dans les économies ouvertes telles que l'Irlande, alors que les économies fermées en profiteraient beaucoup moins.

L'évaluation des FSC n'est donc pas unanimement positive. L'augmentation de l'incidence de la politique de cohésion européenne actuelle constitue un défi important. Le fait que les institutions européennes aient reconnu la nécessité d'une réorganisation des FSC est attesté par la réforme de la politique de cohésion définie dans les nouvelles perspectives financières 2007-2013, qui sont commentées plus en détail ci-après. Il n'est toutefois nullement certain que ces changements suffiront, et l'importance d'une évaluation permanente de la politique de cohésion n'en est aucunement réduite.

3. Les perspectives financières pour 2007-2013

La première version des prévisions financières pour 2007-2013 – les quatrièmes à la suite – a été présentée au Parlement européen en février 2004 par le président de la Commission de l'époque, Romano Prodi. Comme on l'a déjà dit, les perspectives financières reflètent les grandes orientations de politique que l'Union se fixe sur une période assez longue – sept ans à l'heure actuelle –, et elles établissent l'enveloppe maximale par rubrique pour chaque budget annuel. La répartition des dépenses au sein de chaque rubrique a lieu chaque année lors de l'établissement du budget. On présente d'abord la proposition originelle de la CE. Dans la mesure où cette proposition n'a pas été accueillie avec le même enthousiasme par tous les États membres, la présidence luxembourgeoise a établi un compromis à la mi-2005, qui a ensuite été approuvé, sous une forme légèrement modifiée, par le Conseil européen sous la présidence britannique, en décembre 2005. Cet accord est ensuite abordé. Enfin, on traite de l'accord interinstitutionnel qui a été conclu le 17 mai 2006 entre la CE, le Conseil et le Parlement européen.

3.1 La proposition de la Commission européenne

La proposition de la CE s'intitulait « Construire notre avenir commun » (CE, 2004) et définissait trois priorités⁽¹⁾:

- *favoriser le développement durable*. On vise ici d'abord la stratégie de Lisbonne (Conseil européen, 2000) dont l'objet est de faire de l'UE un leader en matière d'économie de la connaissance. La politique de cohésion doit par ailleurs également, plus que dans le passé, poursuivre les objectifs de cette stratégie, dans la mesure où une approche ciblée dans ce domaine mobilise le potentiel inutilisé de l'Union. Enfin, les ressources naturelles doivent être gérées de manière durable. La nouvelle politique agricole devrait mettre ce projet à exécution en rompant le lien entre aide et production;
- *citoyenneté, liberté, sécurité et justice*. La deuxième priorité met en œuvre les conclusions du Conseil européen de Tampere de 1999, où l'UE a vu ses compétences élargies en matière de politique d'immigration et d'asile et de lutte contre la criminalité et le terrorisme;
- *l'UE dans le monde*. La troisième priorité vise à faire jouer un plus grand rôle à l'UE en tant que dirigeant dans la région et en tant que partenaire dans le monde. Le poids politique de l'Union devrait ainsi être plus en conformité avec son poids économique.

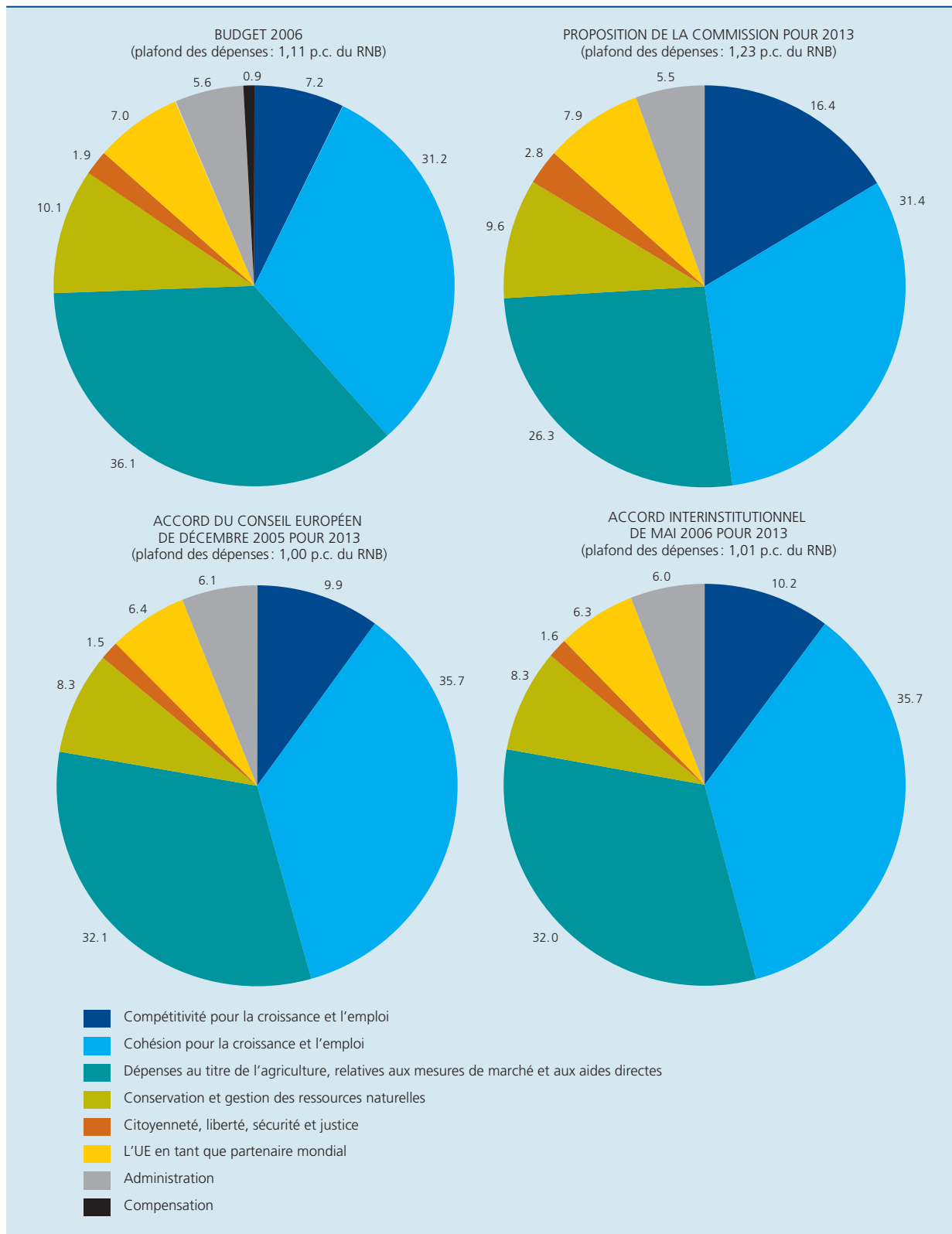
Pour réaliser ces objectifs ambitieux au sein d'une UE élargie, la Commission a suggéré de majorer progressivement les dépenses d'engagement et de les porter à 1,23 p.c. du RNB environ d'ici à 2013, alors qu'un montant d'environ 1,11 p.c. du RNB est prévu pour 2006 (à l'exclusion des dépenses au titre du FED, qui figuraient cependant dans la proposition de la Commission pour 2013, mais que le Conseil et le Parlement européen avaient ultérieurement retirées du budget). Elles resteraient ainsi toujours dans les limites du plafond absolu, tout en prenant en compte, d'une part, les engagements déjà passés ou les défis à prévoir du fait des derniers élargissements et des élargissements planifiés en matière de financement de l'agriculture et de politique de cohésion, et, d'autre part, le consensus atteint au niveau politique le plus élevé et qui vise à revigorer la stratégie de Lisbonne. Par ailleurs, la CE souhaiterait mettre un terme à la correction spéciale de la contribution britannique et remplacer celle-ci par un mécanisme de correction généralisé garantissant un remboursement partiel à chaque État membre plus pauvre⁽²⁾.

(1) Ces trois priorités renvoient en fait aux « trois piliers » de l'UE tels qu'ils sont présentés dans le traité de Maastricht : les Communautés européennes (questions économiques, UEM, etc.), la Politique étrangère et de sécurité commune et la Justice et affaires intérieures, si ce n'est que la CE inverse l'ordre des deux dernières.

(2) Le principe d'une correction généralisée avait déjà été accepté lors du sommet européen de Fontainebleau (1984) : « ... any Member State sustaining a budgetary burden which is excessive in relation to its relative prosperity may benefit from a correction at the appropriate time ». Ce principe n'a toutefois été appliqué que partiellement jusqu'à présent.

GRAPHIQUE 7 COMPARAISON DE LA VENTILATION DES DÉPENSES: BUDGET 2006, PROPOSITION DE LA COMMISSION, ACCORD DU CONSEIL EUROPÉEN ET ACCORD INTERINSTITUTIONNEL POUR 2013⁽¹⁾

(pourcentages)



Sources : CE, Conseil de l'UE.

(1) Crédits d'engagement, aux prix de 2004. La totalité des dépenses d'administration est concentrée dans le poste éponyme et non dans les autres rubriques, comme l'avait fait la CE dans ses propositions; les dépenses du FED ont également été exclues, de manière à favoriser la comparabilité.

Pour mettre ces priorités en exergue, la CE a regroupé les rubriques des dépenses actuelles ainsi :

1. Croissance durable, qui comporte deux sous-rubriques:
 - 1a: Compétitivité pour la croissance et l'emploi;
 - 1b: Cohésion pour la croissance et l'emploi.
2. Conservation et gestion des ressources naturelles :
 - dépenses au titre de l'agriculture relatives aux mesures de marché et aux aides directes;
 - conservation et gestion des ressources naturelles, hors PAC.
3. Citoyenneté, liberté, sécurité et justice.
4. L'UE en tant que partenaire mondial.
5. Administration.

Le poids croissant que la CE conférait aux dépenses de « Compétitivité pour la croissance et l'emploi » (agenda de Lisbonne), un poste passant de 7 p.c. du total des crédits d'engagement en 2006 à plus de 16 p.c. en 2013, constitue l'évolution la plus notable. Cette hausse s'est faite au détriment des dépenses pour l'agriculture autres que celles liées à la conservation et gestion des ressources naturelles, soit globalement les mesures de soutien des prix et des revenus; l'importance de celles-ci diminue, revenant de 36 p.c. environ des dépenses totales à 26 p.c. environ.

La rubrique « Cohésion pour la croissance et l'emploi », même si elle est supérieure en montants absolus, resterait plus ou moins stable, à environ 31 p.c. du total des crédits d'engagement. Comme on l'a déjà dit, la CE propose, dans le cadre des perspectives financières 2007-2013, une réforme de la politique de cohésion. L'objectif est d'axer davantage les mesures sur les orientations stratégiques de l'Union (stratégie de Lisbonne et stratégie pour l'emploi), de plus les concentrer sur les régions les moins favorisées et de plus les décentraliser et d'en rendre l'exécution plus simple, plus transparente et plus efficace. Pour ce faire, les trois objectifs prioritaires actuels seront remplacés par les objectifs « Convergence » (environ 79 p.c. des moyens des FSC) – le but en est d'accélérer la convergence économique des régions les moins développées, c'est-à-dire celles dont le PIB par habitant est inférieur à 75 p.c. de la moyenne de l'Union après l'élargissement et est donc proche de l'Objectif 1 actuel –, « Compétitivité régionale et emploi » (environ 17 p.c.) et « Coopération territoriale européenne » (environ 4 p.c.). Les instruments financiers existants seront par ailleurs ramenés à trois, à savoir le FEDER, le FSE et le Fonds de cohésion.

La part de la rubrique « Conservation et gestion des ressources naturelles, hors PAC » diminue légèrement en pourcentage, mais elle augmente en millions d'euros, tandis que les dépenses au titre des rubriques « Citoyenneté, liberté, sécurité et justice » et « L'UE en tant que partenaire mondial » augmentent en termes de pourcentages.

3.2 L'accord du Conseil européen de décembre 2005

Les propositions de la Commission ont été accueillies avec scepticisme par presque tous les États membres :

- le relèvement proposé du budget s'est heurté à la résistance des six États membres qui contribuent le plus au budget de l'UE, en l'occurrence l'Allemagne, l'Autriche, la France, les Pays-Bas, le Royaume-Uni et la Suède;
- le Royaume-Uni était opposé à l'introduction d'un mécanisme de correction généralisé;
- la France, de même que certains autres États membres, accordait une grande importance au maintien des dépenses agricoles à un niveau supérieur à celui proposé par la CE;
- la redistribution des FSC, qui sont destinés aux États membres plus pauvres, a été critiquée par plusieurs pays, parmi lesquels la Belgique, qui plaidaient en faveur d'un long et large système de « *phasing out* ».

La présidence luxembourgeoise, qui s'est exercée durant le premier semestre de l'année 2005, a suggéré un compromis qui a toutefois été rejeté en dernière instance. Le Royaume-Uni, qui a assumé la présidence durant la seconde moitié de 2005, s'est cependant vu contraint de finalement soumettre une proposition qui différait très peu du compromis luxembourgeois. Seul le niveau des dépenses avait encore un peu été abaissé, et de nombreux éléments ad hoc avaient été ajoutés, qui favorisaient l'atteinte d'un accord politique mais rendaient les perspectives financières moins transparentes. Le Conseil européen est alors parvenu à l'accord suivant en décembre 2005 :

- le plafond des dépenses est fixé à 1,045 p.c. du RNB pour les crédits d'engagement et à 0,99 p.c. du RNB pour les crédits de paiement (en moyenne pour la période 2007-2013), hors FED, qui n'est pas intégré au budget (le FED représente quelque 0,02 p.c. du RNB). En 2013, la dernière année couverte par les perspectives financières, les crédits d'engagement s'élèveraient à juste 1 p.c. du RNB, ce qui coïnciderait donc avec la demande des six plus grands payeurs nets;
- la répartition des dépenses est revue en fonction de la structure des dépenses existante: accroissement des dépenses pour l'agriculture et pour les FSC par

- rapport à la proposition de la CE et diminution des dépenses pour l'exécution des objectifs de Lisbonne (« Compétitivité pour la croissance et l'emploi »);
- la baisse des dépenses s'explique en partie par les dépenses de développement rural, ce qui contribue à expliquer les critiques que la région flamande formule à l'encontre de l'accord;
 - par rapport à la proposition de la CE, les FSC se concentrent un peu moins au niveau des nouveaux États membres et, en ce qui concerne la répartition, ils s'inscrivent plus dans la continuité de la répartition actuelle. Par ailleurs, une longue « période d'extinction » est prévue pour les régions et les États membres qui, au sein de l'Union élargie, ne rempliraient plus les critères d'octroi (le Hainaut, par exemple);
 - le rabais britannique est maintenu, mais il se réduira progressivement entre 2009 et 2011 en ce qui concerne le financement britannique des coûts liés à l'élargissement de l'Union (les Britanniques conservent néanmoins leur réduction au titre des dépenses liées à la PAC);
 - alors que le taux uniforme d'appel (« call rate ») de la ressource TVA est fixé à 0,30 p.c., l'Autriche, l'Allemagne, les Pays-Bas et la Suède bénéficient d'une baisse de la contribution TVA; une réduction forfaitaire supplémentaire est en outre accordée à ces deux derniers pays au niveau de leur participation à la quatrième ressource. Les Pays-Bas sont globalement les grands vainqueurs de la révision de la décision sur les ressources propres puisque leur contribution diminue en moyenne de 22 p.c. par an ou de presque un milliard d'euros (Bureau fédéral du plan, 2006);
 - une révision fondamentale des dépenses et des recettes du budget de l'UE est prévue pour 2008-2009, ce qui devrait permettre de rediscuter de toutes les composantes des dépenses communautaires (y compris la PAC), de même que de la correction appliquée au Royaume-Uni.

3.3 L'accord interinstitutionnel

Les perspectives financières approuvées par le Conseil européen ont été vivement critiquées par le Parlement européen, notamment en raison de leur faible envergure et parce qu'il n'y était pas suffisamment question des objectifs de Lisbonne. Le Parlement européen a dès lors pris la défense de la proposition originelle de la Commission. Au terme de négociations ardues entre, d'une part, le Parlement européen et, d'autre part, le Conseil et la CE, un compromis a été atteint le 4 avril 2006, et un nouvel accord interinstitutionnel a été signé par les trois parties le 17 mai. Ce dernier diffère de l'accord de décembre 2005 en ce qui concerne les points suivants :

- le plafond des dépenses est relevé de 2 milliards d'euros; 2 milliards d'euros supplémentaires sont par ailleurs libérés en retirant la « Emergency Aid Reserve » pour l'aide d'urgence aux pays en voie de développement des perspectives financières et en abaissant les dépenses administratives. Le Parlement européen peut ainsi affirmer qu'il a majoré les dépenses totales de l'UE de 4 milliards d'euros pour 2007-2013, dont la moitié couvriront les dépenses effectuées dans le cadre des objectifs de Lisbonne, alors que le Conseil européen n'a dû consentir qu'au relèvement des dépenses totales de 1 p.c. du RNB à 1,01 p.c. du RNB en 2013. De même, la Banque européenne d'investissement s'est engagée à cofinancer de nouveaux instruments financiers à hauteur de 2,5 milliards d'euros maximum en dépenses liées aux objectifs de Lisbonne;
- une plus grande flexibilité est instaurée pour les dépenses imprévues, au travers du relèvement des dépenses maximales de plusieurs fonds qui ne sont pas concernés par le plafond des dépenses, parmi lesquels le Fonds de solidarité (qui soutient les États membres de l'UE qui sont touchés par une catastrophe) et la « Emergency Aid Reserve » susmentionnée, et par le biais de la création du « European Globalisation Adjustment Fund » (qui devrait aider les États membres de l'UE touchés par les conséquences de la mondialisation).

Conclusion

Le budget de l'UE présente une série de caractéristiques spécifiques qui le rendent différent des budgets des États membres: il ne peut en principe jamais afficher de déficit et le processus décisionnel est particulier, en ce sens que le Parlement européen n'est pas pleinement compétent. La structure et les dépenses maximales sont fixées pour une période de sept ans dans les perspectives financières; celles relatives à la période 2007-2013 ont été approuvées en mai 2006. Le budget de l'UE est, comparativement au PIB et aux budgets nationaux des États membres, un budget modeste, qui a toutefois augmenté au fil des ans, et qui s'est récemment stabilisé aux alentours de 1 p.c. du RNB. Ces dépenses sont financées de manière décroissante par les prélèvements à l'importation et un versement des États membres proportionnel à l'assiette de la TVA et de manière croissante en fonction de l'importance du RNB de chaque État membre. Le Royaume-Uni bénéficie d'une réduction spécifique. Les États membres plus pauvres sont tous des bénéficiaires nets du budget de l'UE, tandis que les pays plus riches sont des payeurs nets; si l'on ajoute les dépenses administratives de l'UE en Belgique et au Luxembourg à ce qu'ils reçoivent de l'UE, ces deux pays sont néanmoins des bénéficiaires nets.

Les dépenses au titre de la PAC étaient historiquement les plus importantes dépenses de l'UE, mais leur volume ne cesse de diminuer, au profit des dépenses au titre de la politique de cohésion. Depuis le début des années nonante, la PAC a entamé une réforme approfondie, dont le point culminant a été les décisions de l'année 2003, dans le cadre desquelles les aides accordées aux agriculteurs sont rendues de moins en moins dépendantes de leur production. Les prix agricoles européens sont également de plus en plus en conformité avec ceux du marché mondial.

Les moyens financiers destinés aux fonds structurels et au fonds de cohésion se sont sensiblement accrus, jusqu'à atteindre plus de 30 p.c. du budget de l'UE. L'évolution du PIB par habitant dans les quatre anciens « pays du fonds de cohésion » vis-à-vis de la moyenne de l'UE laisse supposer une certaine tendance à la convergence au sein de l'Union. Les avis diffèrent toutefois en ce qui concerne la contribution de la politique de cohésion à la convergence des revenus entre les régions, et la hausse de l'incidence de la politique de cohésion européenne actuelle se pose comme un important défi.

Les propositions de la Commission en matière de perspectives financières pour 2007-2013 impliquaient une hausse des dépenses, qui seraient passées à 1,23 p.c. du RNB d'ici à 2013, et mettaient l'accent sur le développement durable, avec une forte progression de la part des dépenses en vue de réaliser les objectifs de Lisbonne. Ces propositions allaient toutefois trop loin pour les États membres : de longues négociations au niveau du Conseil européen ont débouché en décembre 2005 sur un compromis dans le cadre duquel le plafond des dépenses était limité à 1 p.c. du RNB en 2013 et où la répartition était à nouveau plus proche de la structure actuelle des dépenses.

Au terme de négociations ardues avec le Parlement européen, un nouvel accord interinstitutionnel a été signé le 17 mai, qui implique un léger relèvement du plafond des dépenses qui avait été décidé et une plus grande flexibilité des dépenses. Il a également été convenu d'organiser une discussion de fond en 2008-2009 à propos, principalement, des dépenses au titre de la politique agricole et des mécanismes de correction appliqués à certains États membres, de manière à préparer une réforme en profondeur des prochaines perspectives financières.

Références

Barro et Sala-i-Martin, (1991), *Convergence across states and regions*, Brookings Papers on Economic Activity, n° 1.

BCE (2005), *The EU Budget, How much Scope For Institutional Reform?*, Occasional Paper Series No. 27.

Begg L. (2004), *The EU Budget: Common future or stuck in the past?*, briefing Note, Centre for European Reform.

BEI (2005), *Borrowing and Lending Activities in 2004*, BEI, Rapport annuel de la Banque, p. 121-124.

Bradley J. et al. (1995), *Regional Aid and Convergence, Evaluating the impact of the structural funds on the European periphery*, Avebury.

Bradley J et E. Morgenroth (2004), *A study of the macro-economic impact of the reform of EU cohesion policy*, ESRI, Dublin.

Buti M. et M. Nava (2003), *Towards a European budgetary System*, EUI Working Papers 2003/8.

CE (2000), *Real Convergence and catching-up in the EU*, European Economy, 71.

CE (2003), *La politique agricole commune*.

CE (2004), *Construire notre avenir commun – Défis politiques et ressources budgétaires de l'Union élargie – 2007-2013. Communication de la Commission au Conseil et au Parlement européen*.

CE (2004), *La politique agricole commune expliquée*.

CE (2004), *Le financement de l'Union européenne, Rapport de la Commission sur le fonctionnement du système des ressources propres*, COM 505 final, Volume II.

CE (2004), *Proposition de décision du Conseil relative au système des ressources propres des Communautés européennes; Proposition de Règlement du Conseil fixant les mesures d'exécution de la correction des déséquilibres budgétaires conformément aux articles 4 et 5 de la décision du Conseil du (...) relative au système des ressources propres des Communautés européennes*.

CE (2005), *Avant-projet de budget général des Communautés européennes pour l'exercice 2006*.

CE (2005), *Budget général de l'Union européenne pour l'exercice 2005*.

CE (2005), *Cadre général – Marchés des produits agricoles*, Communications juridiques importantes.

CE (2005), *Technical adjustments to the Commission proposal for the multiannual financial framework 2007-2013*, document de travail de la Commission.

CE (2006), *Investing in Europe's Member States and Regions*, Regional Policy Directorate-General, Janvier.

CE, DG Budget (2004), *Report on allocation of 2003 EU operating expenditure by Member State*, Conférence de presse.

Communautés européennes (2002), *Traité instituant la Communauté européenne, version consolidée*, Journal officiel des Communautés européennes, C 325, 24 décembre 2002.

Communautés européennes (2004), *Vade-mecum budgétaire*.

- Conseil central de l'économie (2004), *Avis relatif au cadre financier de l'Union européenne 2007-2013*.
- Conseil de l'Union européenne (2005), *Perspectives financières 2007-2013*.
- Ederveen S. et al. (2002), *Funds and Games, The economics of European Cohesion Policy*, CPB, The Hague.
- Ederveen S., H.L.F. de Groot et R. Nahuis (2006), *Fertile Soil for Structural Funds? A Panel Data Analysis of the Conditional Effectiveness of European Cohesion Policy*, *Kyklos*, vol. 59, N° 1.
- ESRI (2002), *An examination of the ex-post macroeconomic impacts of CSF 1994-99 on Objective 1 countries and regions*, Dublin.
- Fisher Boel M. (2005), *CAP reforms deserve recognition*, European Commission.
- Gros D. et S. Micossi (2005), *A better budget for the European Union, More value for money, More money for value*, Centre for European Policy Studies.
- Grybauskaitė D. (2005), *Rapport 2004 sur la répartition des dépenses de l'UE par État membre*, Commission européenne.
- Grybauskaitė D. (2006), *Statement on the Financial Perspective 2007-2013*, European Commission.
- Hennart F., M. Saintrain et T. Vergeynst (2006), *Le compromis budgétaire européen de décembre 2005 – Impacts financiers pour la Belgique et les autres États membres*, Bureau fédéral du plan.
- Henrichsmeyer W. (2003), *Prospects for Agricultural Policy reform: European Perspective*, Institute for Economics and Agricultural Policy, University of Bonn.
- Le Cacheux J. (2005), *European Budget: The poisonous budget rebate debate*, Studies & Research No. 41.
- OCDE (2006), *Les politiques agricoles des pays de l'OCDE*, Suivi et évaluation.
- Peet J. (2005), *The EU Budget: «A way forward»*, Centre for European Reform, London.
- Sala-i-Martin, (1996), *Regional cohesion: Evidence and theories of regional growth and convergence*, *European Economic Review*, 40.
- UE (2004), *Rapport financier 2004.7*
- UE (2006), *Arrêt définitif du budget général de l'Union européenne pour l'exercice 2006*, Journal officiel de l'Union européenne, L 78, 15 mars 2006.

Summaries of articles

Globalisation and monetary policy

Globalisation, which has been accelerating since the mid nineties, has triggered important economic changes. The article deals with three possible consequences of globalisation which might be relevant for monetary policy. Possible implications for the conduct of monetary policy are also discussed.

The driving force behind the observed low and stable inflation seems to be the enhanced conduct of monetary policy, rather than globalisation. Nevertheless, the emergence of low-cost countries implies some major relative price shifts as commodity prices increase and prices of manufactured goods decline in relative terms. Although neutral in the long run, these relative price changes might pose a challenge for monetary policy, as globalisation is an enduring phenomenon. Therefore, monetary policy analysis should now, more than ever, be based upon a broad range of information and indicators, from which both downward and upward risks to price stability can be inferred.

The globally observed flattening of the Phillips curve can be explained by both better monetary policies and structural economic changes, such as globalisation. This flatter Phillips curve would suggest that, in terms of output losses, the short-term costs of disinflation are higher. Given that the flattening of the Phillips curve results from better monetary policies, and that globalisation dampens the inflationary impact of cost push shocks, this finding must be qualified however.

Global financial integration partly explains the increased international synchronisation of long term interest rates. At the same time, a weaker correlation between policy rates and longer term interest rates can be observed. These findings suggest that the traditional interest rate channel has become less effective. Given that better anchored inflation expectations are the main reason for this weakening link, one can qualify this finding too. Moreover, communicating information on the economic and monetary analysis can be an important additional tool to steer longer term market interest rates.

JEL code: E31, E43, E58, F15.

Key words: globalisation, monetary policy, Phillips curve.

Inflation persistence in Belgium

The article deals with inflation dynamics in Belgium, and in particular the degree of inflation persistence. It also presents a historical perspective in order to determine whether the statistical properties of the inflation process have changed over time.

The analysis revealed significant changes in inflation dynamics over the past thirty years. First, inflation fell sharply in the mid 1980s, and this downward movement was common to all components of the national consumer price index, except services, where the decline in inflation was much more gradual. Next, the analysis showed that, under the current monetary policy regime, the degree of aggregate inflation persistence is relatively modest. The results also showed that the degree of persistence has diminished somewhat over time, presumably because of changes in the wage formation process.

Finally, the study showed that the present findings are broadly similar to those recorded in the euro area, which suggests that the Eurosystem's monetary policy is appropriate to the Belgian economy.

JEL Code: E31, C12, C22

Key words: inflation, inflation persistence, monetary policy

The role of equities in corporate finance in Belgium

Share issues are a significant source of finance for non-financial corporations in Belgium. Between 1995 and 2005, they represented around 32 p.c. of the cumulative new liabilities of non-financial corporations. Share issues are therefore the second most important source of finance, the first being non-bank credit, which accounts for 51 p.c. of the total. Share issues are a much more important source of funding than bank credit and issues of fixed-income securities. Unquoted shares represent the major part of this, namely 27 p.c., mainly because of the high level of foreign direct investment. Quoted shares represented only 5 p.c. of the cumulative new liabilities of non-financial corporations during the period 1995-2005.

An empirical analysis of the determinants of the capital structure highlights the fact that quoted companies having more intangible fixed assets are more inclined to opt for equity financing. Conversely, other factors, such as the company's debt level, size and internal resources have a negative influence on equity financing.

The timing of the use of this type of financing depends partly on macroeconomic factors such as real and financial investments of the corporations. The cost of capital may also be regarded as a key determinant of the use of equity financing over time. Substantial issues were recorded during the period 1999-2001 and from mid 2005 onwards. These developments coincided with either a cost of capital well below its long-run average or a movement in the cost of capital which was more favourable than the price of alternative sources of finance. The recent government measure aimed at allowing the deduction of notional interest charges could also give a substantial boost to new share issues.

JEL Code: G12, G3, G32.

Key words: capital structure, corporate finance, equities.

Notable trends in the EU budget

The European Union budget has a number of specific characteristics which make it different from the budgets of the Member States: in principle, it must never be in deficit, and there is a special decision-making procedure. The structure and maximum expenditure are specified for a 7-year period in the Financial Perspective.

In relation to GDP and national budgets of the Member States, the EU budget is small. It is increasingly funded on the basis of the size of the gross national income of each Member State whereas import levies and VAT-based transfers from the Member States are becoming less important. The United Kingdom receives a special rebate.

The importance of the Common Agricultural Policy, historically the largest EU expenditure item, is steadily diminishing in favour of expenditure on cohesion policy. Since the beginning of the 1990s, the Common Agricultural Policy has undergone a radical reform. Opinions differ on the contribution made by the cohesion policy towards income convergence between regions in the EU.

The Commission's proposals regarding the Financial Perspective for 2007-2013 embodied an important increase in expenditure and placed the emphasis on the attainment of the Lisbon objectives. Protracted negotiations at European Council level led to a compromise in December 2005 and following difficult negotiations with the European Parliament, a new Interinstitutional Agreement was signed on 17 May 2006.

JEL Code: F15, H10, H 77, Q18, R58

Key words: European Union, EU budget, Financial Perspective, Common Agricultural Policy, Cohesion policy

Abstracts of the working papers series

85. Firm-specific production factors in a dynamic stochastic general equilibrium model with Taylor price setting, by de Walque G., Smets F. and R. Wouters, June 2006.

The paper compares the Calvo model with a Taylor contracting model in the context of the Smets and Wouters (2003) dynamic stochastic general equilibrium (DSGE) model. In the Taylor price setting model, the authors introduce firm-specific production factors and discuss how this assumption can help to reduce the estimated nominal price stickiness. Furthermore, they show that a Taylor contracting model with firm-specific capital and sticky wage and with a relatively short price contract length of four quarters is able to outperform, in terms of empirical fit, the standard Calvo model with homogeneous production factors and high nominal price stickiness. In order to obtain this result, very large real rigidities either in the form of a huge (constant) elasticity of substitution between goods or in the form of an elasticity of substitution that is endogenous and very sensitive to the relative price are needed.

86. Economic importance of the Belgian ports: Report 2004, by F. Lagneaux, June 2006.

The paper is an annual publication prepared by the Microeconomic Analysis unit of the National Bank of Belgium.⁽¹⁾

The Flemish maritime ports – Antwerp, Ghent, Ostend, Zeebrugge – and the Autonomous Port of Liège play a major role in their respective regional economies and in the Belgian economy, not only in terms of the industries they encompass but also as intermodal centers where transshipment and industrial activities are concentrated.

The current paper provides for the first time an extensive overview of the economic importance and development of the Flemish maritime ports together with the Liège port complex in 2004. The results for the rest of the period 1999-2003 have also been updated. Focusing on the three major variables of value added, employment and investment, the report provides some information about the financial situation of several vital sectors in each port. A global indication concerning the financial health of the companies studied is also provided, using the NBB bankruptcy prediction model. In addition, it includes figures with respect to the ongoing growth of several cargo traffic segments and provides an overall picture of socio-economic developments in the ports.

(1) Update of F. Lagneaux (2005), *Economic importance of the Flemish maritime ports: Report 2003*, NBB, Working Paper No. 69 (Document series) and F. Lagneaux (2005), *Importance économique du Port Autonome de Liège: Report 2003*, NBB, Working Paper No. 75 (Document series).

Annual accounts data from the Central Balance Sheet Office were used for the calculation of direct effects, the study of financial ratios and the analysis of the social balance sheet. The indirect effects of the activities concerned were estimated in terms of value added and employment, on the basis of data from the National Accounts Institute.

2004 was an excellent year for the Flemish maritime ports as a whole, in terms of the quantity of handled cargo and the value added produced. But the employment situation was more mixed, and private investment dropped. The ongoing developments in the maritime ports sector and in the world economy are having a dramatic impact on the operations of the Flemish ports, which have to deal with the global trend of increasing international competition, expansion and dispersion of foreign trade, capital concentration, privatisation and vertical integration of port logistic services, increase in containerised shipments, and so forth. At the same time, as major logistic centres, they have to face a dual challenge: increasing demand in terms of capacity, and the necessity to add value to the goods passing through them. By doing so, they pursue one goal: withstanding the climate of increasing regional and international competition, not only within the Hamburg – Le Havre range but also from Asian markets.

The port of Liège, still the second largest inland port in Europe, is striving to turn a threat into an opportunity. Although the Cockerill Sambre blast furnaces are being closed, that is creating new space and the overall Liège port complex is being restructured. In spite of this climate of uncertainty, the main goal of the Autonomous Port of Liège is to establish itself as a major logistic centre in the region, able to attract new businesses. In the meantime, the short-term impact on employment is negative, as direct employment decreased substantially in 2004, whereas value added and investment made up for the ground lost in 2003.

87. [The response of firms' investment and financing to adverse cash flow shocks: the role of bank relationships](#), by Fuss C. and Ph. Vermeulen, July 2006.

The authors test whether firms with a single bank are better shielded from loss of credit and investment cuts in periods of adverse cash flow shocks than firms with multiple bank relationships. Their estimates of the cash flow sensitivity of investment show that both types of firms are equally subject to financing constraints that bind only in the event of adverse cash flow shocks. In these periods, firms incur lower cuts in investment expenditures when they can obtain extra credit. In periods of adverse cash flow shocks, the probability of obtaining extra bank debt becomes more sensitive to the size and leverage of the firm.

88. [The term structure of interest rates in a dynamic stochastic general equilibrium model](#), by M. Emiris, July 2006.

The paper evaluates the implications of the Smets and Wouters (2004) DSGE model for the US yield curve. Bond prices are modelled in a way that is consistent with the macro model and the resulting risk premium in long term bonds is a function of the macro model parameters exclusively. When the model is estimated under the restriction that the implied average 10-year term premium matches the observed premium, it turns out that risk aversion and habit only need to rise slightly, while the increase in the term premium is achieved by a drop in the monetary policy parameter that governs the aggressiveness of the monetary policy rule. A less aggressive policy increases the persistence of the reaction of inflation and the short interest rate to any shock, reinforces the covariance between the marginal rate of substitution of consumption and bond prices, turns positive the contribution of the inflation premium and drives the term premium up. The paper concludes that by generating persistent inflation the presence of nominal rigidities can help in reconciling the macro model with the yield curve data.

89. The production function approach to the Belgian output gap: Estimation of a multivariate structural time series model, by Ph. Moës, September 2006.

A multivariate structural time series model is applied to the factor inputs of a production function (or components thereof) to estimate the Belgian output gap. The usefulness of capacity utilization is also investigated but the variable is not given a prominent status. The number of independent cycles – there may be more than one – and the frequencies retained in the cycles are not restricted a priori. To allow for leads and lags between variables, phase shifts à la Rünstler are introduced at a later stage. Additivity of leads and lags is not imposed. Over 1983-2004, a 3.5 years periodicity is found in the cycles. At that periodicity, the cycles in the participation and unemployment rates are negligible. Two independent cycles hide behind the cycles of the other variables: hours, total factor productivity and capacity utilization. A common cycle restriction is rejected, even allowing for idiosyncratic cycles. The cycles present in the whole data set cannot be subsumed in a single measure such as capacity utilization. Phase shifts are significant, with hours leading by as much as 3 quarters and capacity utilization lagging but additivity of leads and lags is rejected. The resulting output gap has much in common with the NBB business survey indicator.

Signes conventionnels

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

Liste des abréviations

BCE	Banque centrale européenne
BCN	Banque centrale nationale
BNB	Banque nationale de Belgique
BRI	Banque des règlements internationaux
CBFA	Commission bancaire, financière et des assurances
CE	Commission européenne
COE	Cost of equity
CTCI	Classification type pour le commerce international
ESB	Encéphalopathie spongiforme bovine (Maladie de la Vache Folle)
ESRI	Economic and Social Research Institute (Ireland)
ETCS	Emploi, travail et concertation sociale
FED	Fonds européen de développement
FEDER	Fonds européen de développement régional
FEOGA	Fonds européen d'orientation et de garantie agricole
FMI	Fonds monétaire international
FSC	Fonds structurels et fonds de cohésion
FSE	Fonds social européen
HWWA	Hamburgisches Welt-Wirtschafts-Archiv
IFOP	Instrument financier d'orientation de la pêche
IFRS	International Financial Reporting Standards
IPC	Indice des prix à la consommation
IPCH	Indice des prix à la consommation harmonisé
IPN	Inflation Persistence Network
LBO	Leveraged Buy-out
NACE	Nomenclature statistique des activités économiques de la Communauté européenne
OCDE	Organisation de coopération et de développement économiques
OLO	Obligations linéaires
OLS	Ordinary least squares
OMC	Organisation mondiale du commerce

PAC	Politique agricole commune
PIB	Produit intérieur brut
PME	Petites et moyennes entreprises
RNB	Revenu national brut
ROE	Rate of return
SPF	Service public fédéral
TVA	Taxe sur la valeur ajoutée
UE	Union européenne
UE15	Union européenne, à l'exclusion des dix pays ayant adhéré en 2004
UEM	Union économique et monétaire

Éditeur responsable

J. SMETS

Directeur

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

Personne de contact pour la Revue

Ph. QUINTIN

Chef du département Communication et secrétariat

Tél. +32 2 221 22 41 – Fax +32 2 221 30 91
philippe.quintin@nbb.be

© Illustrations : Banque nationale de Belgique

Couverture et mise en pages : BNB Prepress & Image

Publié en septembre 2006