

Revue économique

Juin 2007



© Banque nationale de Belgique

Tous droits réservés.

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

ISSN 1372-3162

Table des matières

PROJECTIONS ÉCONOMIQUES POUR LA BELGIQUE – PRINTEMPS 2007	7
INVESTISSEMENTS DIRECTS ET ATTRACTIVITÉ DE LA BELGIQUE	31
L'APLATISSEMENT DE LA COURBE DES RENDEMENTS : CAUSES ET IMPLICATIONS EN TERMES DE POLITIQUES ÉCONOMIQUES	51
TENDANCES RÉCENTES EN MATIÈRE D'IMPÔT DES SOCIÉTÉS	67
SUMMARIES OF ARTICLES	85
ABSTRACTS OF THE WORKING PAPER SERIES	89
SIGNES CONVENTIONNELS	93
Liste des abréviations	95

Projections économiques pour la Belgique – Printemps 2007

Introduction

En 2006, l'économie belge a tiré largement profit d'un environnement porteur. Le PIB s'est accru de 3 p.c. en volume et, selon l'ICN, plus de 46.000 emplois ont été créés en termes nets, soit les meilleurs résultats depuis 2000. Cette situation favorable s'est maintenue au cours des premiers mois de 2007. L'activité mondiale est demeurée sur une trajectoire robuste, soutenue notamment par les économies émergentes. Les sources de croissance se sont toutefois rééquilibrées de part et d'autre de l'Atlantique, un ralentissement survenant aux États-Unis tandis qu'un renforcement sensible s'est manifesté dans la zone euro. En particulier, en Allemagne, contrairement à ce que l'on craignait six mois plus tôt, le relèvement de 3 points de pourcentage du taux de TVA au début de 2007 ne semble guère avoir exercé d'effets négatifs sur la croissance, ou du moins ces effets ont-ils été compensés par le regain général de l'économie. Pour sa part, dans un contexte de politiques monétaires moins accommodantes, l'inflation était toujours contenue dans la plupart des zones économiques, en partie sous l'effet de l'apaisement en matière de prix pétroliers entre août 2006 et janvier 2007.

Le différentiel positif de croissance qui est apparu vis-à-vis des États-Unis a contribué à une appréciation de l'euro par rapport au dollar, et les taux d'intérêt à long terme en Europe se sont quelque peu redressés au cours des douze derniers mois. Néanmoins, le niveau élevé des résultats récents des enquêtes auprès des entreprises et des ménages belges présage de perspectives conjoncturelles toujours favorables à court terme. Les projections économiques du printemps 2007, qui portent sur l'année courante et sur 2008, s'inscrivent dès lors dans un environnement qui apparaît au départ légèrement plus favorable que ce

qui avait été prévu six mois plus tôt, à l'occasion des projections de l'automne 2006⁽¹⁾.

Réalisées dans le cadre d'un exercice semestriel des banques centrales de l'Eurosystème, dont les résultats pour la zone euro sont obtenus par agrégation des résultats pour les différentes économies nationales⁽²⁾, ces projections de la Banque pour la Belgique sont établies sur la base d'un ensemble d'hypothèses communes quant à l'économie internationale et à l'évolution des taux d'intérêt, des cours de change ou du prix des matières premières. Elles dépendent également d'hypothèses propres à l'économie belge pour les variables dont l'évolution est en grande partie déterminée de manière discrétionnaire par les agents économiques. C'est par exemple le cas des accords salariaux issus des négociations entre les partenaires sociaux et des décisions des pouvoirs publics en matière budgétaire.

Dans le présent exercice, l'hypothèse d'un accroissement de 5 p.c. a été retenue pour les coûts salariaux horaires du secteur privé sur l'ensemble de 2007 et 2008. Elle correspond à la norme indicative de l'accord interprofessionnel, en l'absence d'informations complètes sur l'issue des négociations menées au niveau des commissions paritaires.

Les chiffres des finances publiques sont établis en tenant compte, tant pour les revenus que pour les dépenses, des seules mesures déjà décidées et des réalisations récentes. À un horizon plus éloigné, ils résultent principalement de l'effet endogène de l'environnement macroéconomique sur les recettes et d'une évolution des dépenses basée sur

(1) BNB (2006), « Projections économiques pour la Belgique – Automne 2006 », Revue économique Décembre 2006.

(2) Les projections pour la zone sont publiées dans le bulletin mensuel de la BCE de juin.

les évolutions historiques. Les nouvelles actions des pouvoirs publics qui pourraient être arrêtées dans le courant des prochains mois n'ont pas été anticipées dans le cadre de cet exercice. Le cas échéant, elles pourraient affecter à leur tour les projections pour l'ensemble de l'économie.

Le premier chapitre est consacré à l'environnement international. Il comprend un résumé des projections de l'Euro-système pour la zone euro et une présentation des principales hypothèses communes. Les trois chapitres suivants présentent de manière détaillée la situation récente et les projections pour l'économie nationale. Ils portent respectivement sur l'activité, l'emploi et les principales composantes de la dépense (chapitre 2) - dont les évolutions sont décrites, conformément à l'usage de l'Euro-système, sans tenir compte des effets spécifiques liés à la saisonnalité et aux irrégularités de calendrier -, les prix et les coûts salariaux (chapitre 3) et les résultats en matière de finances publiques (chapitre 4). Enfin, les risques principaux afférents aux projections font l'objet d'une discussion dans le dernier chapitre, celui-ci comprenant aussi une synthèse des résultats d'autres institutions.

Les projections pour la Belgique ont été arrêtées sur la base des informations disponibles au 24 mai 2007.

1. Environnement international

1.1 L'économie mondiale

L'économie mondiale a affiché une croissance inhabituellement vigoureuse en 2006, tandis que l'inflation est demeurée maîtrisée. Le PIB mondial a augmenté de 5,2 p.c., soit un rythme de progression presque égal au pic de 2004. Ce dynamisme tenait principalement à la très vive expansion enregistrée par les pays émergents, en particulier par la Chine, l'Inde, la Russie et plusieurs pays d'Europe centrale et orientale. Le groupe des pays industrialisés dans leur ensemble a également crû plus vigoureusement en 2006 qu'en 2005. Alors que la croissance économique a commencé à ralentir au deuxième trimestre aux États-Unis, les autres pays industrialisés ont continué d'afficher une progression robuste, de sorte que les cycles conjoncturels ont présenté des évolutions plus parallèles à travers les principales zones économiques. La vigueur de l'économie mondiale a coïncidé avec un développement très vif du commerce mondial, celui-ci s'inscrivant en hausse de 8,5 p.c. environ en 2006. Les indicateurs conjoncturels et les statistiques disponibles font également état du maintien de la bonne orientation de l'activité économique durant les premiers mois de 2007.

La croissance mondiale n'a donc été que légèrement freinée par la persistance des cours très élevés du pétrole et d'autres matières premières en 2006. Après que le prix du baril de Brent ait atteint début août un sommet de 78,5 dollars des États-Unis, il est revenu à un prix moyen de 54,3 dollars en janvier 2007. Il a depuis lors néanmoins à nouveau augmenté, atteignant 67,6 dollars en avril. Le niveau élevé des cours du pétrole est principalement une conséquence de la vigueur de la demande et de l'étroitesse des marges de capacités inutilisées, tant de production que de raffinage, tandis que leur volatilité est principalement le reflet des variations de la situation géopolitique et des conditions climatiques. Les prix des matières premières industrielles ont pour leur part augmenté de manière quasiment ininterrompue en 2006 et durant les premiers mois de 2007, sous l'effet de la demande très soutenue. Les prix de la plupart des matières premières devraient en moyenne se maintenir à des niveaux élevés en 2007 et en 2008.

En réaction aux risques croissants d'inflation, les principales banques centrales ont relevé leurs taux directeurs en 2006. Aux États-Unis, le resserrement progressif de la politique monétaire qui avait été amorcé en juin 2004 s'est poursuivi au premier semestre de 2006. Le 29 juin, le taux-cible des fonds fédéraux a été porté à 5,25 p.c. Même si la croissance s'est depuis lors sensiblement ralentie aux États-Unis, la Réserve fédérale n'a pas assoupli sa politique, estimant que les risques d'inflation ne le lui permettaient pas. Dans la zone euro, le Conseil des gouverneurs de la BCE a porté, en sept étapes successives, le taux directeur de l'Euro-système de 2 p.c. en novembre 2005 à 3,75 p.c. le 8 mars 2007, dernière hausse en date à la clôture des projections⁽¹⁾. Dans le contexte de reflux de la déflation au Japon, la Banque du Japon a mis un terme en 2006 à sa politique d'octroi de liquidités abondantes à taux zéro. Elle a relevé le taux de base les 14 juillet 2006 et 21 février 2007, chaque fois de 25 points de base, le portant à 0,5 p.c. Enfin, depuis la mi-2006, la Banque d'Angleterre a rehaussé son taux directeur à quatre reprises, de 25 points de base, pour le porter à 5,5 p.c. le 10 mai 2007.

Indépendamment du resserrement de la politique monétaire, les conditions de financement sont globalement demeurées favorables en 2006, ce qui, associé aux bénéfices substantiels des entreprises et à l'amélioration de la situation sur les marchés du travail, a soutenu l'activité économique. Les taux d'intérêt à long terme sont eux aussi demeurés en moyenne à des niveaux relativement peu élevés en 2006 et durant les premiers mois de 2007,

(1) Le 6 juin 2007, le Conseil des gouverneurs a porté le taux directeur à 4 p.c.

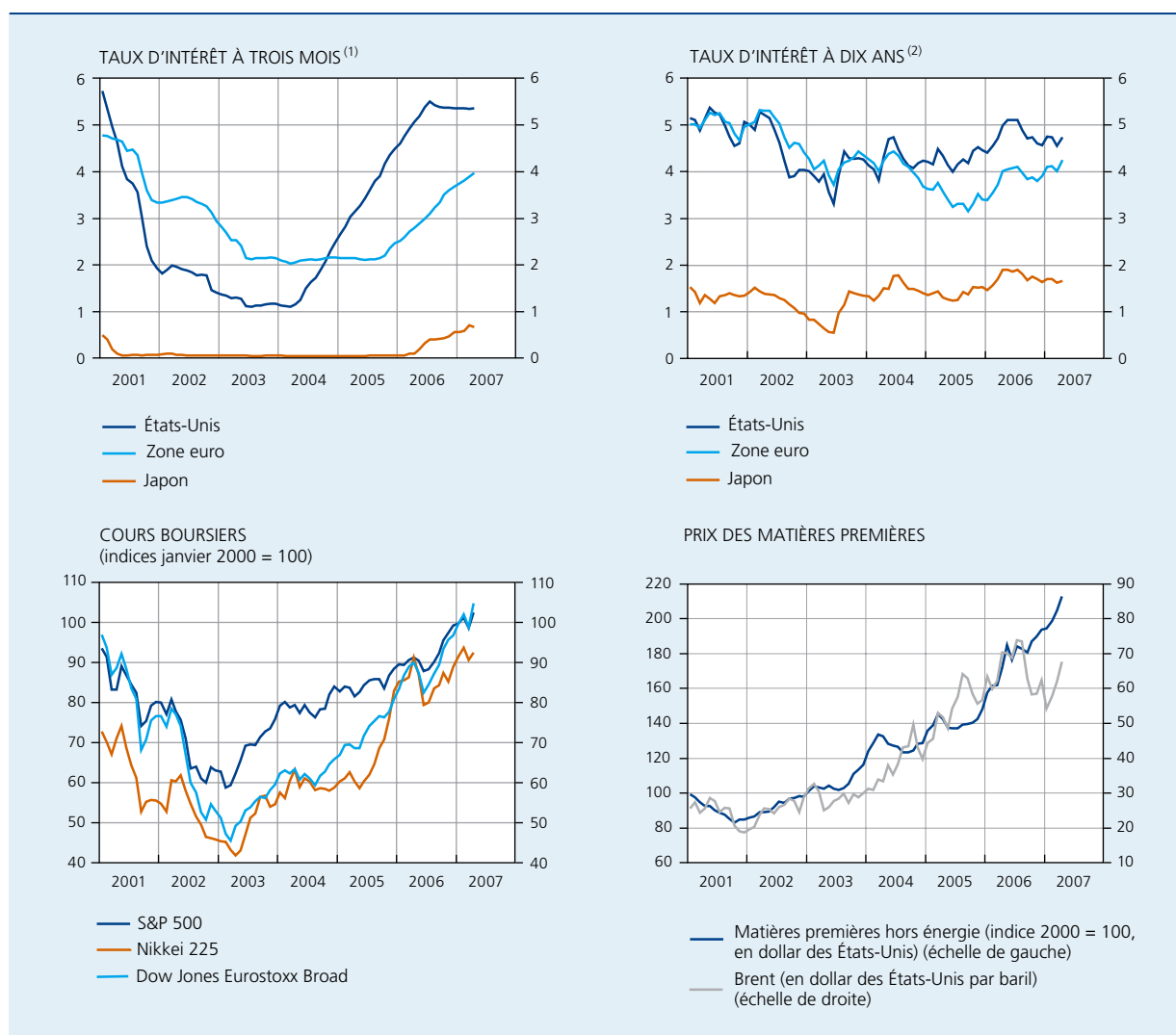
même s'ils ont été légèrement supérieurs à ceux en vigueur en 2005. Cela s'explique principalement par une baisse de la prime de risque incluse dans les taux d'intérêt à long terme, qui a partiellement compensé l'effet de la hausse des taux d'intérêt à court terme. Les primes incorporées dans les rendements des obligations plus risquées émises par les pouvoirs publics des pays émergents et par les entreprises sont elles aussi restées exceptionnellement faibles. Cette situation s'explique sans doute dans une certaine mesure par une stabilité macroéconomique accrue, mais d'autres facteurs jouent également un rôle, tels qu'une vive demande de placements de la part des banques centrales asiatiques et des pays exportateurs de pétrole. La faiblesse des taux d'intérêt à long terme,

de même que la vigueur de la croissance économique et le niveau élevé des bénéfices des entreprises, ont en outre soutenu la hausse des cours des actions. En dépit d'une correction temporaire en mai et juin 2006, l'indice Dow Jones Eurostoxx a en particulier enregistré une progression significative, de presque 30 p.c. entre décembre 2005 et avril 2007. Les conditions de financement externe par voie d'émission d'actions ont donc de nouveau été favorables en 2006.

Les perspectives pour l'économie mondiale apparaissent donc positives en 2007 et en 2008. D'après la Commission européenne, la progression du PIB mondial, après avoir été très vive en 2006, ralentirait légèrement; elle reviendrait

GRAPHIQUE 1 ÉVOLUTIONS SUR LES MARCHÉS FINANCIERS ET DES MATIÈRES PREMIÈRES

(moyennes mensuelles)



Sources : BCE, HWWA.

(1) Taux d'intérêt des dépôts interbancaires à trois mois.

(2) Rendement des emprunts publics à dix ans (emprunts de référence).

TABLEAU 1 PROJECTIONS POUR LES PRINCIPALES ZONES ÉCONOMIQUES HORS ZONE EURO

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

	2006	2007	2008
	Réalisations	Projections	
PIB en volume			
États-Unis	3,3	2,2	2,7
Japon	2,2	2,3	2,1
Royaume-Uni	2,8	2,8	2,5
Douze nouveaux États membres de l'UE ⁽¹⁾	6,3	5,7	5,3
Asie (hors Japon)	8,7	8,3	8,4
Chine	10,7	10,5	10,4
Inde	8,7	7,6	7,4
Russie	6,7	6,8	6,5
Monde	5,2	4,8	4,8
<i>p.m. Commerce mondial</i>	<i>8½</i>	<i>7¾</i>	<i>7¾</i>
Inflation⁽²⁾			
États-Unis	3,2	2,3	1,9
Japon	0,2	0,0	0,4
Royaume-Uni	2,3	2,3	2,0
Douze nouveaux États membres de l'UE ⁽¹⁾	3,2	3,4	3,2
Taux de chômage⁽³⁾			
États-Unis	4,6	4,7	5,0
Japon	4,1	4,1	4,2
Royaume-Uni	5,3	5,0	4,9
Douze nouveaux États membres de l'UE ⁽¹⁾	9,9	8,7	7,8

Sources : CE (prévisions de printemps, mai 2007) et calculs propres.

(1) Moyennes pondérées sur la base de l'importance relative de leur PIB en 2006.

(2) Indice des prix à la consommation.

(3) Pourcentages de la population active.

à 4,8 p.c. en 2007 et 2008, soit le taux observé en 2005. Pour sa part, l'inflation resterait contenue en raison notamment de l'accroissement de la concurrence internationale induit par la mondialisation et de l'évolution modérée des coûts salariaux unitaires.

Même si un léger ralentissement est prévu par rapport à 2006, les pays émergents d'Asie et la Russie seraient de nouveau le principal moteur de la croissance économique mondiale en 2007 et en 2008. Également quelque peu inférieure à celle enregistrée en 2006, la progression de l'activité demeurerait par ailleurs aussi très soutenue dans les douze nouveaux États membres de l'UE, stimulée par la consommation privée, la construction résidentielle et les investissements directs étrangers. Ces pays poursuivraient

dès lors leur mouvement de rattrapage vis-à-vis de la zone euro.

La plupart des pays industrialisés ne faisant pas partie de la zone euro afficheraient eux aussi une croissance robuste en 2007 et en 2008. Les prévisions pour les États-Unis constituent la principale exception à cette image positive : l'importante correction en cours sur le marché du logement pèserait en 2007 plus encore qu'en 2006. Même si de grandes incertitudes planent quant à l'ampleur de cette correction, on considère néanmoins généralement que son incidence sur le reste de l'économie américaine devrait demeurer limitée ; dès lors, la croissance se redresserait progressivement en 2008, lorsque la correction sur le marché du logement se sera estompée. Dans ce cas, les

effets de contagion aux autres économies seraient également faibles. Dans les autres principaux pays industrialisés hors zone euro, comme le Japon et le Royaume-Uni, la progression de l'activité devrait également être solide en 2007 et en 2008. Alors qu'elle serait encore principalement soutenue par les investissements des entreprises la première année, les autres composantes de la demande intérieure – consommation et investissements en logements – apporteraient elles aussi une contribution positive importante en 2008. La conjonction attendue d'une poursuite du ralentissement de la croissance aux États-Unis et d'une persistance de la robustesse de la croissance dans la plupart des autres pays industrialisés ne faisant pas partie de la zone euro entraînerait un resserrement des écarts de croissance entre les pays industrialisés.

1.2 Projections de l'Eurosystème pour la zone euro

Alors qu'elle était demeurée en retrait de la bonne conjoncture mondiale les années précédentes, la zone euro s'est inscrite dans le mouvement général en 2006. L'activité économique y a fortement progressé, de 2,9 p.c., soit le taux le plus élevé depuis 2000, et ce nonobstant les cours élevés du pétrole, le ralentissement de la croissance aux États-Unis et l'appréciation de l'euro. La zone

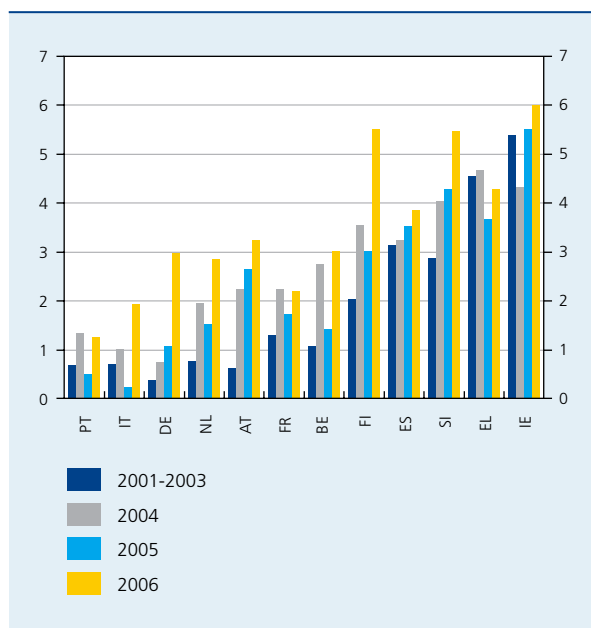
euro semble donc avoir mieux résisté aux chocs négatifs extérieurs que par le passé. La croissance du PIB s'est non seulement sensiblement accélérée, mais elle a également reposé sur une assise plus large. D'abord, les investissements ont vivement progressé, soutenus par des perspectives de demande favorables, un degré croissant d'utilisation des capacités de production, des bénéfices élevés des entreprises et des conditions de financement toujours favorables. Ensuite, la consommation privée s'est elle aussi redressée. Même si les évolutions salariales modérées et les cours élevés du pétrole ont continué de peser sur le pouvoir d'achat des particuliers, l'amélioration de la situation sur le marché du travail a entraîné une augmentation de la consommation. Enfin, à l'inverse de 2005, les exportations nettes ont elles aussi apporté une contribution positive à la croissance du PIB en 2006.

Un rééquilibrage est également intervenu entre les pays qui composent la zone euro. En particulier, les écarts de croissance entre les grands pays se sont réduits, à la suite du net redressement de l'économie allemande et, dans une moindre mesure, de l'économie italienne, qui avaient encore affiché un développement atone en 2004 et en 2005. La reprise observée dans ces deux pays est allée de pair avec une amélioration sensible de la situation sur le marché du travail. Une accélération s'est également manifestée dans les autres pays de la zone euro. La très vive progression du PIB observée en Finlande en 2006 doit toutefois en partie être considérée comme un rétablissement après le ralentissement enregistré en 2005.

Selon les premières indications disponibles, la consolidation de la conjoncture dans la zone euro s'est poursuivie au début de 2007. En particulier, il semble rétrospectivement que les craintes d'un ralentissement en Allemagne, en raison du relèvement du taux de TVA dans ce pays au 1^{er} janvier, étaient exagérées. Même si cette majoration de la TVA a indéniablement freiné la consommation privée allemande durant les premiers mois de l'année, les conséquences négatives sur la confiance des consommateurs comme des chefs d'entreprise n'ont été que très temporaires. L'augmentation de la demande intérieure et la sensible amélioration de la situation sur le marché du travail semblent se renforcer mutuellement et avoir plus que compensé l'incidence négative de la hausse de la TVA, donnant lieu à une consolidation après la forte reprise enregistrée en 2006.

GRAPHIQUE 2 CROISSANCE DU PIB DANS LES PAYS DE LA ZONE EURO⁽¹⁾

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



Source : CE.

(1) À l'exclusion du Luxembourg ; données corrigées des effets de calendrier.

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

	Zone euro			<i>p.m. Belgique</i>		
	2006	2007	2008	2006	2007	2008
Inflation (IPCH)	2,2	1,8 – 2,2	1,4 – 2,6	2,3	1,6	1,8
PIB en volume	2,9	2,3 – 2,9	1,8 – 2,8	3,0	2,5	2,2
dont:						
Consommation privée	1,8	1,7 – 2,1	1,6 – 2,8	2,5	1,9	1,9
Consommation publique	2,0	1,0 – 2,0	1,0 – 2,0	1,4	2,0	2,3
Investissements	5,1	3,8 – 6,0	1,9 – 5,1	5,7	3,8	3,7
Exportations	8,5	4,8 – 7,6	4,0 – 7,2	3,6	5,7	4,6
Importations	8,0	4,6 – 8,0	3,9 – 7,3	4,6	5,4	4,6

Sources: BCE, BNB.

D'après les projections de l'Eurosystème, la croissance demeurerait dès lors vigoureuse dans la zone euro en 2007 et en 2008. En dépit du léger ralentissement attendu de la croissance mondiale, de la persistance, à l'instar de 2006, du niveau élevé des prix de la plupart des matières premières et des conséquences différées de la récente appréciation de l'euro, l'environnement externe resterait dans l'ensemble favorable à l'activité dans la zone euro. Le soutien continu de la demande d'exportations s'élargirait progressivement à la demande intérieure. La reprise des investissements amorcée en 2006 se poursuivrait, dans le contexte de bénéfices élevés des entreprises et de conditions de financement toujours favorables. Progressivement, la situation sur le marché du travail s'améliorerait, ce qui soutiendrait la consommation des particuliers, au travers d'une hausse du revenu disponible. La croissance moyenne du PIB en volume, qui avait

atteint un pic de 2,9 p.c. en 2006, se situerait entre 2,3 et 2,9 p.c. en 2007 et entre 1,8 et 2,8 p.c. en 2008.

Tout comme en 2005, l'inflation mesurée sur la base de l'IPCH s'est en moyenne élevée à 2,2 p.c. en 2006, essentiellement en raison du fort renchérissement du pétrole. À l'inverse, la composante énergétique de l'IPCH exercerait une incidence modératrice sur l'inflation en 2007 et serait quasiment neutre en 2008. Cette incidence serait cependant partiellement compensée en 2007 par l'effet haussier de la fiscalité indirecte, notamment en Allemagne, et des coûts salariaux. Ceux-ci s'accéléraient encore un peu en 2008, mais l'effet sur l'inflation en serait plus ou moins compensé par une moindre progression des marges bénéficiaires des entreprises. L'inflation moyenne se situerait entre 1,8 et 2,2 p.c. en 2007 et entre 1,4 et 2,6 p.c. en 2008.

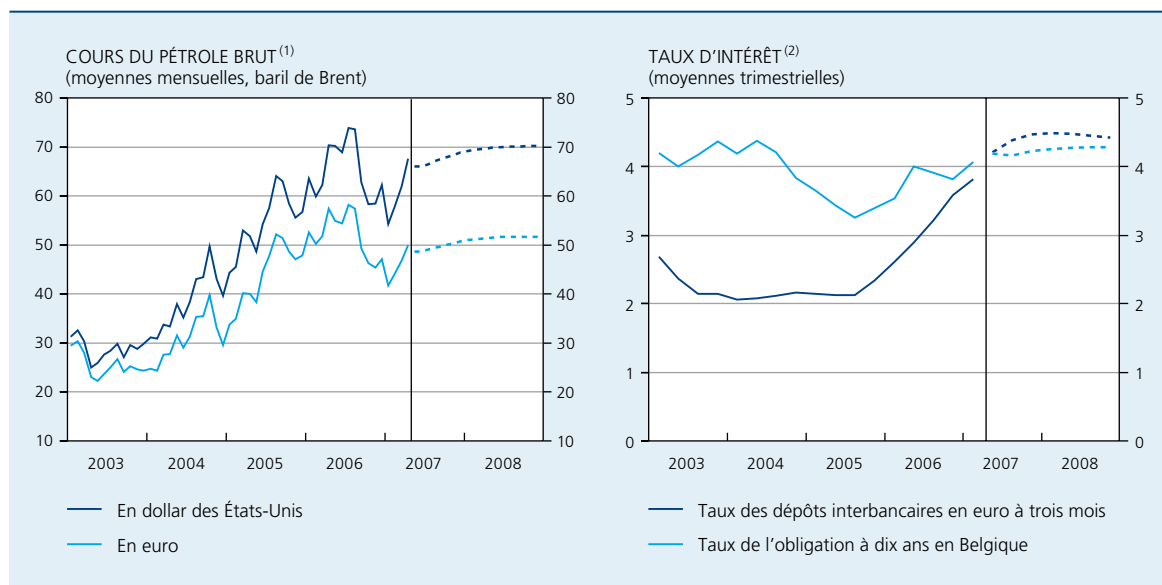
Encadré – Hypothèses de l'Eurosystème

Les projections économiques de l'Eurosystème pour la zone euro, de même que les projections correspondantes pour la Belgique, sont établies sur la base des hypothèses techniques suivantes:

- les taux d'intérêt retenus sont fondés sur les anticipations des marchés. Le taux des dépôts interbancaires en euro à trois mois s'élevait à environ 4 p.c. au moment où les projections ont été établies. Selon les anticipations du marché, il devrait progresser pour atteindre en moyenne annuelle 4,2 p.c. en 2007 et 4,5 p.c. en 2008. Le taux à dix ans représentatif pour la Belgique s'établirait à respectivement 4,2 p.c. en 2007 et 4,3 p.c. en 2008;
- les cours de change bilatéraux de l'euro sont maintenus constants à leur valeur de la mi-mai 2007, à savoir pour la monnaie américaine 1,36 dollar pour un euro;



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



Source : BCE.

(1) Évolution effective jusqu'en avril 2007, hypothèse à partir de mai 2007.

(2) Évolution effective jusqu'au premier trimestre de 2007, hypothèse à partir du deuxième trimestre de 2007.

– conformément à l'évolution des prix implicites reflétés par les contrats à terme observée durant la première quinzaine de mai, on estime que les cours mondiaux du pétrole devraient encore progresser légèrement dans le courant de 2007, à partir du niveau d'environ 66 dollars le baril dans la première moitié de mai 2007. En moyenne sur l'année, le baril de Brent atteindrait 65 dollars en 2007 et 69,9 dollars en 2008, contre 65,4 dollars en 2006.

HYPOTHÈSES LIÉES AUX PROJECTIONS DE L'EUROSISTÈME

	2006	2007	2008
	(moyennes annuelles)		
Taux des dépôts interbancaires en euro à trois mois	3,1	4,2	4,5
Taux de l'obligation à dix ans en Belgique	3,8	4,2	4,3
Cours de change de l'euro vis-à-vis du dollar des États-Unis . . .	1,26	1,34	1,36
Cours du pétrole (en dollar des États-Unis par baril)	65,4	65,0	69,9
	(pourcentages de variation)		
Marchés à l'exportation pertinents pour la Belgique	9,0	5,9	6,2
Prix des concurrents à l'exportation	2,5	0,2	1,2
dont : concurrents sur les marchés de la zone euro	2,3	1,6	1,6

Source : BCE.

L'évolution attendue du commerce mondial et les résultats des projections pour les partenaires de la zone euro en matière d'échanges de biens et de services permettent de dériver l'environnement externe pour l'économie belge. Le rythme de croissance exceptionnellement élevé des marchés à l'exportation observé en 2006, calculé sur la base de la somme pondérée des importations en volume de nos partenaires commerciaux, ne serait pas égalé au cours des deux prochaines années. Les marchés à l'exportation croîtraient cependant encore vivement, de 5,9 p.c. en 2007 et de 6,2 p.c. en 2008. Les prix à l'exportation des concurrents augmenteraient moins fortement qu'en 2006, de seulement 0,2 p.c. en 2007 et 1,2 p.c. en 2008, principalement en raison de l'évolution attendue des prix des concurrents pour les exportations vers des pays ne faisant pas partie de la zone euro.

2. Activité, emploi et demande en Belgique

2.1 Évolution de l'activité et de l'emploi

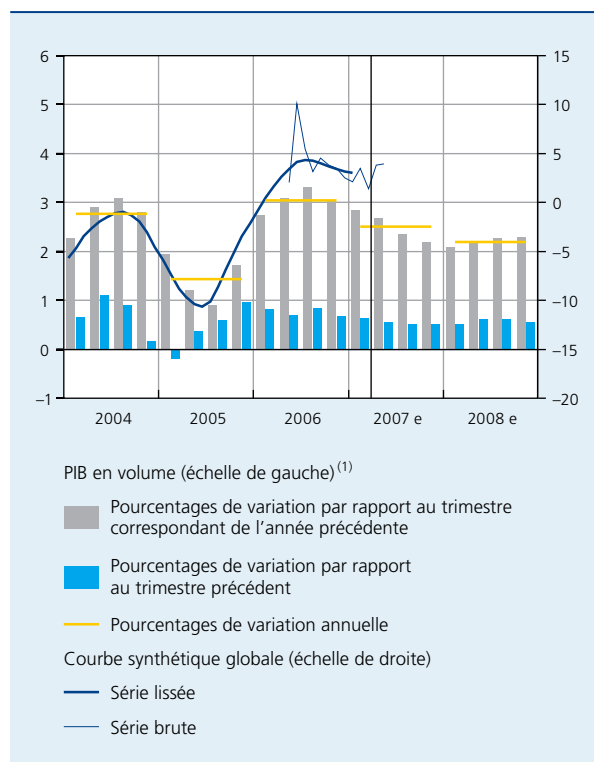
Parallèlement à la reprise dans la zone euro, l'activité économique a progressé de 3 p.c. en Belgique en 2006. Ce taux de croissance est le plus élevé depuis six ans; il est aussi très nettement supérieur au rythme d'expansion

potentiel. La reprise soutenue a débuté à la fin de 2005 et s'est caractérisée tout au long de 2006 par un rythme de croissance stable de 0,7 à 0,8 p.c. par trimestre. Mesuré en glissement annuel, un ralentissement très modeste est cependant observé depuis le troisième trimestre de 2006.

Cette performance est allée de pair avec un net regain de la confiance des chefs d'entreprise. L'indicateur synthétique global de conjoncture de la Banque a atteint un sommet au milieu de 2006; il s'est maintenu à un niveau élevé depuis lors. Tandis que les exportations s'inscrivaient initialement en retrait par rapport au dynamisme des marchés à l'exportation, la reprise observée en 2006 a principalement reposé sur la demande intérieure, soutenue par une nouvelle accélération de la progression des investissements et par un redressement notable du marché du travail.

La persistance d'une confiance élevée des chefs d'entreprise et la réaction favorable du marché du travail indiquent que la reprise a gagné en durabilité ces derniers mois et qu'elle a acquis une base plus large, ce qui a également été observé dans la zone euro. Pour 2007, la projection de croissance du PIB de la Belgique a de ce fait été révisée à la hausse de 0,4 point de pourcentage pour atteindre 2,5 p.c., le ralentissement attendu dans le courant de l'année s'annonçant moins prononcé que dans les projections d'automne 2006. La croissance devrait reposer tant sur la demande intérieure que sur la demande extérieure. Elle devrait ensuite encore atteindre 2,2 p.c. en 2008, soit un niveau proche du potentiel. La récente reprise cyclique a sensiblement renforcé la capacité d'offre de l'économie, de sorte que la croissance potentielle devrait avoir quelque peu progressé par rapport au creux de la période 2003-2004.

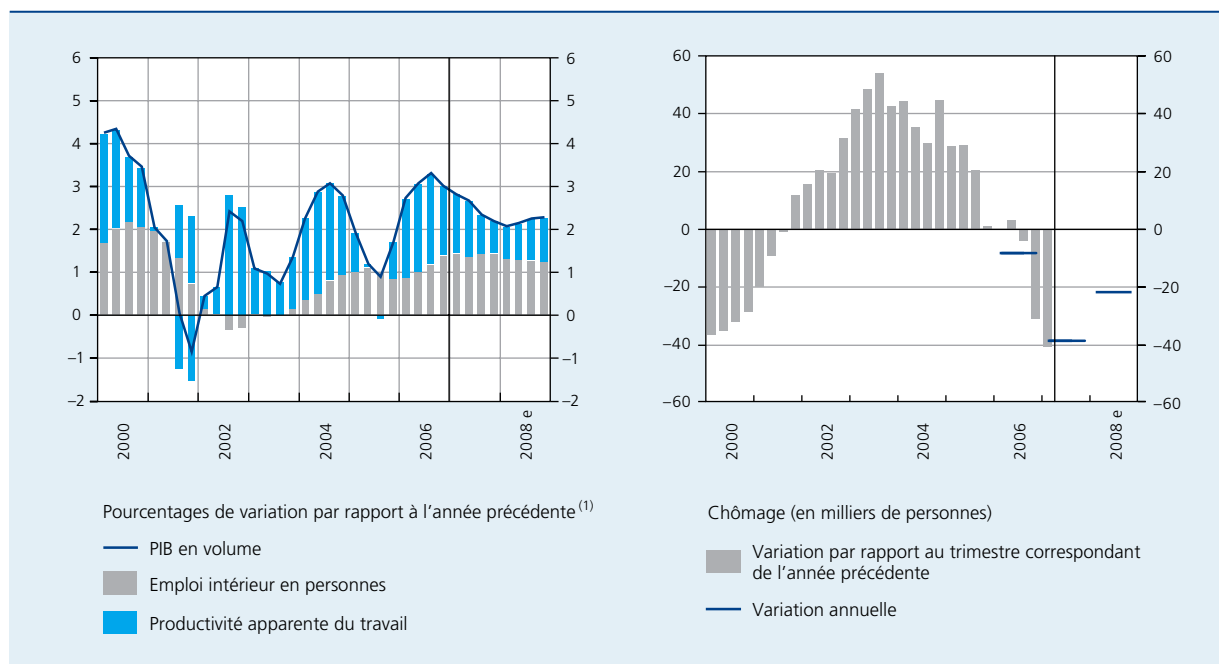
GRAPHIQUE 3 ACTIVITÉ ET INDICATEUR DE CONJONCTURE
(données corrigées des variations saisonnières)



Sources : ICN, BNB.

(1) Données corrigées des effets de calendrier.

GRAPHIQUE 4 EMPLOI ET CHÔMAGE



Sources : ICN, ONEM, BNB.

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

TABLEAU 3 OFFRE ET DEMANDE DE TRAVAIL

(données corrigées des effets de calendrier, moyennes annuelles; variations en milliers de personnes à un an d'intervalle, sauf mention contraire)

	2004	2005	2006	2007 e	2008 e
Population en âge de travailler	30	44	49	43	33
Population active	66	61	38	22	33
<i>p.m. Taux d'activité harmonisé</i> ⁽¹⁾	65,9	66,7	66,5	66,4	66,5
Emploi national	27	41	46	60	55
<i>p.m. Taux d'emploi harmonisé</i> ⁽¹⁾	60,4	61,1	61,0	61,5	62,0
Travailleurs frontaliers	1	0	0	0	0
Emploi intérieur	27	41	46	60	55
Indépendants	-1	7	8	8	6
Salariés	27	34	38	52	49
Secteur public	12	-2	4	0	3
Secteur privé	15	36	35	52	46
Demandeurs d'emploi inoccupés	38	20	-8	-39	-22
<i>p.m. Taux de chômage harmonisé</i> ⁽²⁾	8,4	8,4	8,2	7,6	7,2

Sources : CE, ICN, ONEM, BNB.

(1) Pourcentages de la population en âge de travailler (15-64 ans).

(2) Pourcentages de la population active. Cette série correspond aux résultats de l'enquête sur les forces de travail, ajustés mensuellement, conformément à la méthodologie Eurostat, au moyen des données administratives nationales.

Le rythme d'accroissement de l'emploi est en effet plus soutenu que lors des reprises précédentes, passant de 0,2 p.c. en moyenne par trimestre en 2005 à 0,3-0,4 p.c. en 2006. Au total, le nombre de postes de travail a augmenté de 46.000 unités cette dernière année, sous l'effet du renforcement de l'activité, mais aussi de l'augmentation du nombre net d'emplois créés par le système des titres-services. Les accroissements les plus importants ont été observés dans la construction et dans les branches des institutions financières au sens large et des services aux entreprises tandis que les pertes se sont ralenties dans l'industrie manufacturière. Selon les projections, quelque 115.000 emplois supplémentaires seraient créés sur la période 2007-2008, bénéficiant en particulier la première année de l'embellie conjoncturelle de 2006, l'emploi réagissant habituellement avec retard aux mouvements cycliques de l'activité. De ce fait, l'augmentation de la productivité par personne, qui avait atteint 1,9 p.c. en 2006, reviendrait à 1 p.c. en moyenne en 2007 et 2008, contre une progression moyenne de 1,3 p.c. au cours des dix dernières années.

Avec un taux d'activité quasi stable à 66,5 p.c., l'augmentation de l'offre de travail se limiterait à 55.000 unités sur la période 2007-2008, à la suite d'une croissance de la population en âge de travailler moindre que les deux années précédentes. Le nombre d'emplois créés serait donc nettement plus élevé que l'accroissement attendu de la population active, de sorte que le recul du chômage amorcé en 2006 devrait se poursuivre. Celui-ci diminuerait de quelque 60.000 unités, soit la baisse cumulative la plus importante sur une période de deux ans depuis 1999-2000. Le taux de chômage harmonisé, exprimé en pourcentage de la population active, passerait de 8,2 p.c. en 2006 à 7,2 p.c. en 2008, tandis que le taux d'emploi, calculé en rapportant le nombre d'emplois à la population en âge de travailler, devrait progresser de 1 point de pourcentage pendant la période couverte par les projections, pour atteindre 62 p.c. en 2008.

2.2 Évolutions attendues des principales catégories de dépenses

En 2006, la croissance du PIB avait reposé sur des contributions inhabituellement élevées des dépenses intérieures. Celles-ci devraient revenir à des niveaux plus équilibrés en 2007 et 2008. Ainsi, la contribution des dépenses intérieures hors stocks reviendrait de 2,8 points de pourcentage en 2006 à 2,3 points de pourcentage les deux années suivantes, tandis que la variation des stocks freinerait légèrement la croissance du PIB sur cette période, après l'avoir rehaussée de 1 point en 2006. En revanche, les exportations nettes de biens et services, après avoir

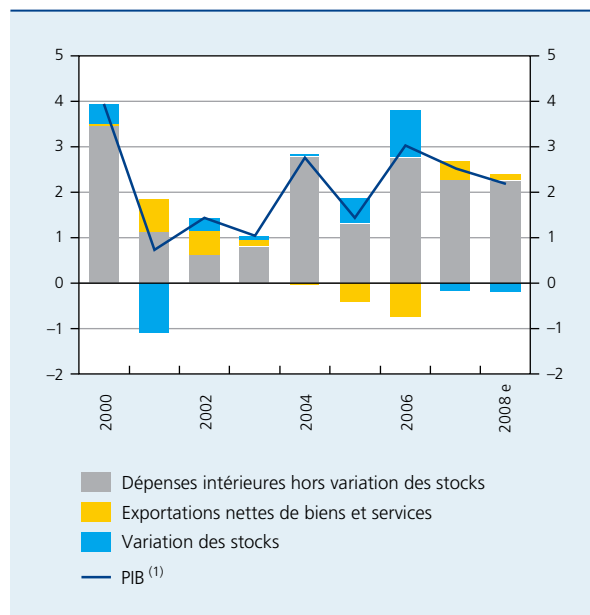
pesé de plus en plus sur la croissance durant les trois dernières années, devraient se redresser et apporter une contribution à nouveau positive en 2007 et en 2008.

La consommation privée augmenterait de 1,9 p.c., tant en 2007 qu'en 2008. Il s'agit certes d'un ralentissement par rapport à la croissance soutenue de 2,5 p.c. en 2006, mais cette progression est néanmoins nettement supérieure au rythme moyen des cinq années précédentes. Ces développements reflètent en grande partie l'évolution du pouvoir d'achat des particuliers. En termes réels, l'augmentation du revenu disponible devrait passer de 3,2 p.c. en 2006 à 2,1 p.c. par an en moyenne au cours de la période de projection. L'effet de freinage de l'inflation, mesurée au moyen du déflateur des dépenses de consommation privée, devrait certes s'atténuer au cours de cette période, mais le taux de croissance nominal du revenu disponible des particuliers ralentirait encore davantage, passant de 5,3 p.c. en 2006 à 4,2 p.c. en 2007 et à 3,6 p.c. en 2008.

Sur l'horizon des projections, les revenus primaires des particuliers devraient être soutenus par les rémunérations des salariés de la même manière qu'en 2006. Ceci résulterait principalement d'une progression plus importante de l'emploi, tandis que l'accroissement des rémunérations

GRAPHIQUE 5 PRINCIPALES CATÉGORIES DE DÉPENSES

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



Sources : ICN, BNB.

(1) Pourcentages de variation annuelle.

TABLEAU 4 REVENU DISPONIBLE BRUT DES PARTICULIERS, À PRIX COURANTS

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

	2004	2005	2006 e	2007 e	2008 e
Revenu primaire brut	2,3	3,6	4,3	4,0	3,6
dont:					
Salaires et traitements	2,8	3,4	4,2	4,2	3,9
Rémunérations par personne	2,0	2,4	3,1	2,7	2,5
Emploi	0,8	1,0	1,1	1,5	1,4
Revenus non salariaux	1,3	4,1	4,4	3,4	3,0
Transferts courants ⁽¹⁾	2,2	2,8	-0,2	3,1	3,8
dont:					
Impôts courants sur le revenu et le patrimoine	3,3	4,1	-0,2	3,4	4,2
Revenu disponible brut	2,4	3,8	5,3	4,2	3,6
<i>p.m. En termes réels</i> ⁽²⁾	-0,1	0,9	3,2	2,4	1,8
Dépenses de consommation	4,0	3,8	4,6	3,7	3,9
Taux d'épargne ⁽³⁾	13,2	13,2	13,8	14,1	14,0

Sources: ICN, BNB.

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

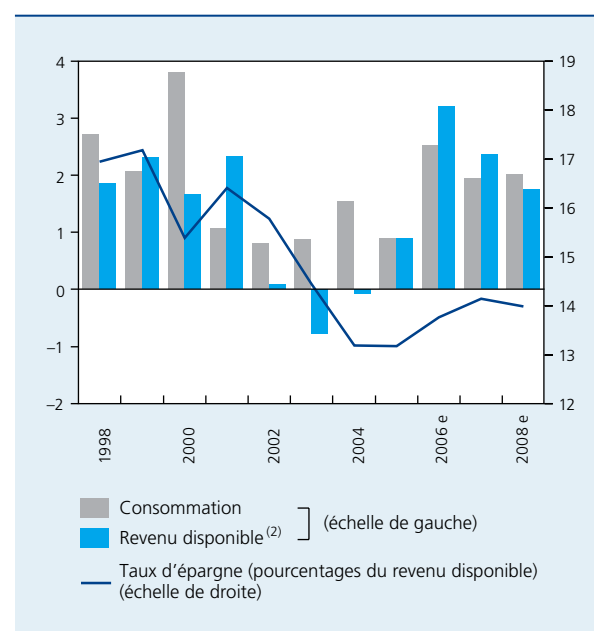
(2) Données déflatées au moyen du déflateur des dépenses de consommation finale des particuliers.

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

par personne serait moindre qu'en 2006. Le ralentissement du rythme d'augmentation du revenu disponible est donc principalement imputable à l'accroissement des transferts nets des particuliers aux autres secteurs, surtout les impôts et cotisations versés aux administrations publiques. L'évolution de ces transferts devrait en effet à nouveau s'inscrire en ligne avec celle des revenus primaires, après lui être resté très en retrait en 2006 à la suite de l'exécution du dernier volet important de la réforme fiscale initiée en 2001. En 2007, le revenu disponible bénéficierait encore, de manière limitée, des effets résiduels de la mise en œuvre de cette réforme et de plusieurs nouvelles mesures de moindre ampleur.

Sur l'ensemble de la période 2007-2008, le rythme de croissance de la consommation privée devrait donc être assez proche de celui du revenu disponible réel des particuliers. Dans un contexte où ils apprécient positivement la situation économique générale, comme le montre le niveau globalement élevé de l'indicateur de confiance des consommateurs, le taux d'épargne des particuliers devrait à peine progresser et fluctuer autour de 14 p.c. du revenu disponible, après une forte augmentation en 2006. Cette dernière était principalement liée au fait que les particuliers tendent à amortir les variations temporaires de grande ampleur affectant le rythme de croissance de leur

GRAPHIQUE 6 CONSOMMATION, REVENU DISPONIBLE ET TAUX D'ÉPARGNE DES PARTICULIERS

 (pourcentages de variation en volume par rapport à l'année précédente⁽¹⁾, sauf mention contraire)


Sources: ICN, BNB.

(1) Données non corrigées des effets de calendrier.

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

revenu disponible réel, comme celle survenue en 2006, en lissant leurs dépenses de consommation.

Avec une progression de 5,8 p.c. en 2007 et de 3 p.c. en 2008, le rythme d'expansion des investissements en logements des particuliers dépasserait à nouveau celui de leur revenu disponible réel. Le ralentissement de la hausse des prix immobiliers sur le marché secondaire, qui s'était déjà dessiné en 2006, devrait se poursuivre au cours des deux prochaines années, freinant graduellement la croissance des investissements en logements. À l'inverse, le niveau relativement bas des taux d'intérêt à long terme constituerait encore un facteur de soutien.

L'accroissement des dépenses de consommation des administrations publiques devrait pour sa part se renforcer progressivement, passant de 1,4 p.c. en 2006 à 2 p.c. en 2007 et à 2,3 p.c. en 2008. Après une augmentation inhabituellement faible des dépenses de santé en 2005 et en 2006, cette accélération peut être considérée comme un retour à un rythme de croissance tendanciel.

En revanche, les investissements publics ne devraient croître que de 0,9 p.c. en 2007, contre une croissance modérée de 1,3 p.c. en 2006. Ces développements sont toutefois fortement influencés par les ventes de bâtiments publics, qui sont considérées selon les

conventions comptables comme des désinvestissements des administrations publiques. En 2006, ces transactions ont représenté quelque 575 millions d'euros. Les nouvelles ventes d'immeubles devraient rapporter environ 200 millions d'euros en 2007. S'il est fait abstraction de l'impact de ces ventes, les investissements publics ont augmenté de 10,2 p.c. en 2006 et leur volume diminuerait de 5,5 p.c. en 2007. Cette évolution reflète en grande partie le profil d'investissement habituel des autorités locales lors d'une année d'élections communales et provinciales et lors de l'année suivante. Bien que les investissements des autorités locales devraient encore diminuer en 2008, la croissance des investissements publics totaux atteindrait 4,2 p.c., un rythme qui est toutefois encore légèrement biaisé à la hausse par les ventes de bâtiments publics qui interviendraient en 2007.

De leur côté, les entreprises devraient continuer à accroître de manière régulière leurs investissements en capital fixe, poursuivant la tendance amorcée en 2004, après deux années de baisse. Les investissements progresseraient respectivement de 3,5 p.c. en 2007 et de 3,8 p.c. en 2008, soit un rythme certes légèrement moindre que de 2004 à 2006, mais toujours supérieur à celui du PIB. Le taux d'investissement passerait ainsi de 12,5 p.c. du PIB en 2003 à 14,2 p.c. en 2008.

TABEAU 5 PIB ET PRINCIPALES CATÉGORIES DE DÉPENSES

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

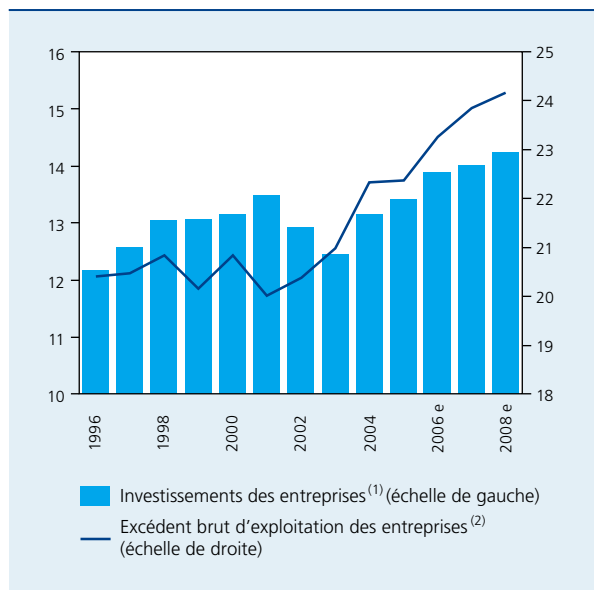
	2004	2005	2006	2007 e	2008 e
Dépenses de consommation des particuliers	1,4	1,1	2,5	1,9	1,9
Dépenses de consommation des administrations publiques	2,1	-0,6	1,4	2,0	2,3
Formation brute de capital fixe	8,1	4,3	5,7	3,8	3,7
Logements	9,0	3,4	4,7	5,8	3,0
Administrations publiques	2,9	13,6	1,3	0,9	4,2
Entreprises	8,4	3,4	6,6	3,5	3,8
Variation des stocks ⁽¹⁾	0,1	0,5	1,0	-0,2	-0,2
<i>p.m. Total des dépenses intérieures</i>	<i>3,0</i>	<i>1,9</i>	<i>3,9</i>	<i>2,1</i>	<i>2,1</i>
Exportations nettes de biens et services ⁽¹⁾	-0,1	-0,4	-0,8	0,4	0,1
Exportations de biens et services	5,9	3,1	3,6	5,7	4,6
Importations de biens et services	6,3	3,8	4,6	5,4	4,6
PIB	2,8	1,4	3,0	2,5	2,2

Sources: ICN, BNB.

(1) Contribution à la variation du PIB.

GRAPHIQUE 7 INVESTISSEMENTS DES ENTREPRISES ET EXCÉDENT BRUT D'EXPLOITATION

(pourcentages du PIB)



Sources : ICN, BNB.

(1) Données corrigées des effets de calendrier, en volume.

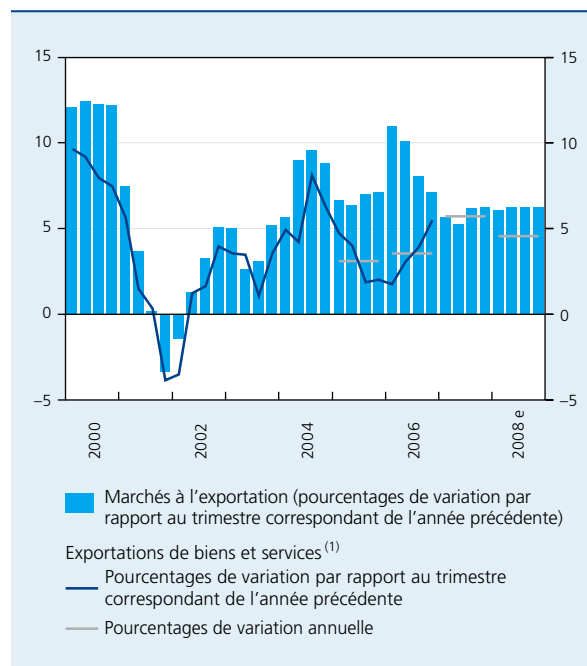
(2) Données brutes, à prix courants.

L'extension des investissements des entreprises devrait être soutenue principalement par la consolidation des perspectives de demande, dans un contexte où les agents économiques semblent par ailleurs considérer que les risques sur l'environnement économique global sont relativement limités. De plus, les possibilités de financement demeurent favorables. Les entreprises disposent en effet de fonds importants, générés par un excédent brut d'exploitation atteignant 23,3 p.c. du PIB en 2006, et qui devrait s'accroître jusqu'à 24,2 p.c. en 2008. Cette nouvelle hausse serait surtout imputable à une croissance soutenue du volume des ventes, les marges bénéficiaires progressant aussi, mais à un rythme plus modéré que les années précédentes. Enfin, les conditions en matière de financement externe, que ce soit par emprunt ou par émission d'actions, ne représenteraient pas un frein pour les investissements, même si les taux d'intérêt à long terme devraient atteindre 4,3 p.c. à la fin de la période considérée.

Avec une croissance moyenne de 3,6 p.c. en 2006, l'évolution du volume des exportations de biens et services est restée nettement en deçà de celle des marchés de débouchés, mais la situation s'est améliorée considérablement au cours de l'année. Les excellents résultats du dernier trimestre de 2006 expliquent aussi en partie pourquoi la progression des exportations atteindrait 5,7 p.c. en 2007, soit un résultat proche de l'expansion attendue des marchés à l'exportation de la Belgique. Cette accélération serait la plus marquée pour les exportations vers les partenaires de la zone euro, ce qui reflète en grande partie le renforcement attendu de ce marché. La plupart des marchés situés en dehors de la zone euro devraient également connaître un développement important, mais la concurrence par les prix y serait plus intense. En 2008, la croissance du volume des exportations de la Belgique devrait toutefois s'infléchir, pour atteindre 4,6 p.c., de sorte que les producteurs belges subiraient de nouveau des pertes de parts de marché. Celles-ci seraient toutefois d'une ampleur moindre qu'au cours de la période 2004-2006, en raison d'une évolution plus concurrentielle des prix. Après les fortes hausses enregistrées de 2004 à 2006, les prix à l'exportation ne devraient en effet augmenter que de 1 p.c. en 2007 et de 2,1 p.c. en 2008, dépassant donc moins significativement que par le passé les hausses des prix des concurrents.

GRAPHIQUE 8 MARCHÉS À L'EXPORTATION ET EXPORTATIONS DE BIENS ET SERVICES

(données en volume corrigées des variations saisonnières)



Sources : BCE, ICN, BNB.

(1) Données corrigées des effets de calendrier.

Atténuée par l'augmentation moins forte des prix de l'énergie et des matières premières et par la récente appréciation de l'euro, la hausse prévue des prix à l'importation, de respectivement 0,3 et 1,9 p.c. en 2007 et en 2008, devrait être moindre que celle des prix à l'exportation. Ainsi, l'amélioration des termes de l'échange, qui s'est dessinée au cours de la deuxième moitié de 2006, se poursuivrait en 2007 et en 2008. La croissance du volume des importations devrait pour sa part passer de 4,6 p.c. en 2006 à 5,4 p.c. en 2007, avant de fléchir et d'atteindre 4,6 p.c. en 2008. Les exportations nettes fourniraient par conséquent une contribution positive à la croissance du PIB en 2007 et en 2008, et ce pour la première fois en quatre ans.

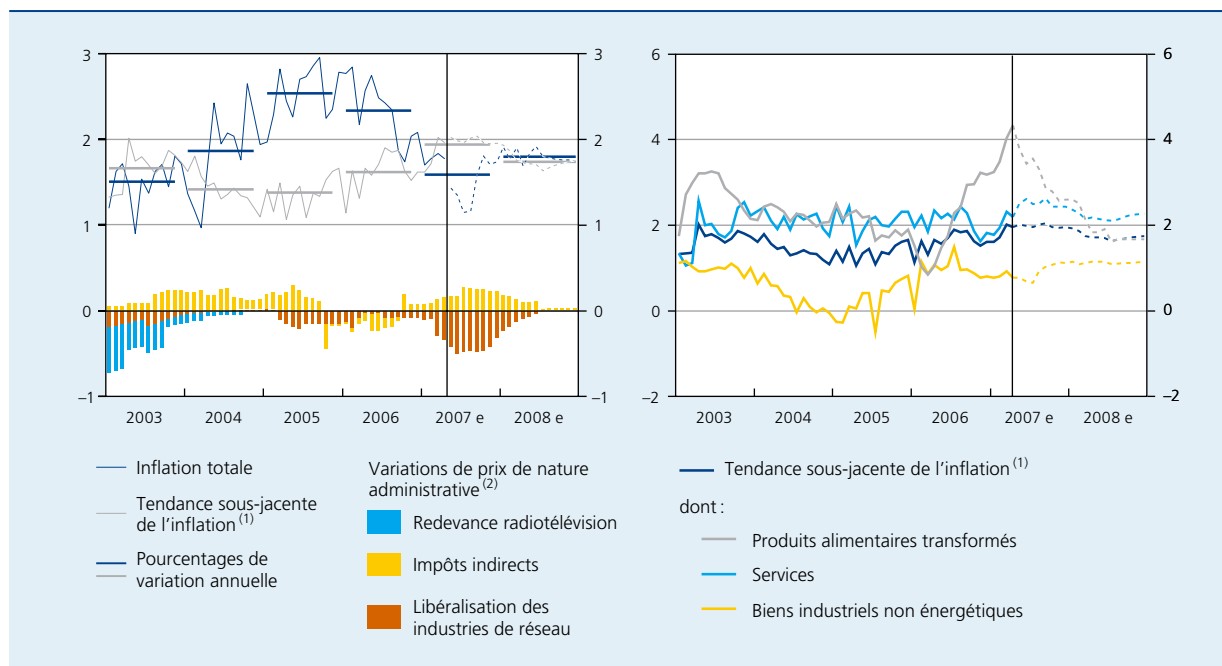
Selon ces projections, la phase de détérioration du solde du compte courant de la balance des paiements amorcée en 2003 aurait pris fin en 2006. Sous l'effet conjugué de la croissance plus soutenue du volume des exportations que des importations et de l'amélioration des termes de l'échange, le solde courant passerait de 2 p.c. du PIB en 2006 à 2,7 p.c. en 2007 et à 3 p.c. en 2008.

3. Prix et coûts

Après que l'inflation en Belgique ait été entraînée à la hausse par l'évolution des prix des produits énergétiques ces dernières années, ce qui l'a maintenue au-dessus de 2 p.c. en 2005 et 2006, la composante énergétique devrait exercer un effet modérateur en 2007. Ceci s'explique d'une part par l'évolution des prix du pétrole sur les marchés internationaux. Alors que ceux-ci ont encore enregistré une nette progression en 2006, ils devraient selon l'hypothèse retenue se maintenir en moyenne en 2007 au même niveau que l'année précédente. Au cours de la première moitié de l'année, les prix du pétrole seraient même inférieurs à ceux prévalant douze mois plus tôt, entraînant un effet de base favorable pendant cette période; celui-ci s'estomperait par la suite. D'autre part, la libéralisation des marchés du gaz et de l'électricité à Bruxelles et en Wallonie et le nouveau mode d'enregistrement de ces prix dans l'indice des prix à la consommation devraient exercer une forte pression à la baisse sur l'évolution des prix des produits énergétiques en 2007. Ces changements devraient désormais donner lieu à une adaptation plus rapide des prix du gaz et de l'électricité en fonction de l'évolution des cotations internationales, ce que les développements récents de l'indice des prix

GRAPHIQUE 9 INFLATION

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



Sources : CE, BNB.

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

(2) Incidence sur l'inflation totale, en points de pourcentage, des variations de prix liées aux mesures relatives à la redevance radiotélévision, aux modifications de tarification dans les industries de réseau dans lesquelles la libéralisation est la plus poussée, à savoir les télécommunications, l'électricité et le gaz, et aux modifications de la fiscalité indirecte.

à la consommation confirment : ils montrent en effet un recul de ces prix au début de 2007. Pour l'ensemble de cette année, l'incidence de ces changements sur l'inflation totale serait de -0,4 point de pourcentage, une estimation toutefois entourée de quelque incertitude. Parallèlement à l'évolution de la composante énergétique, l'inflation totale devrait donc afficher un recul notable ; elle passerait de 2,3 p.c. en 2006 à 1,6 p.c. en 2007 avant de s'accélérer modérément pour atteindre 1,8 p.c. en 2008.

Contrairement à l'inflation totale, l'inflation sous-jacente, qui fait abstraction de la composante énergétique et de l'évolution des prix des produits alimentaires non transformés, devrait poursuivre la progression entamée en 2006 pour atteindre 1,9 p.c. en 2007. En 2008, elle devrait revenir à 1,7 p.c., un résultat proche de celui de l'IPCH total. Son évolution au cours de la période couverte par les projections résulte des modifications de la fiscalité indirecte. Ainsi, les hausses des prix du tabac – repris dans la catégorie des produits alimentaires transformés – se sont accélérées au cours des premiers mois de 2007 en raison d'un relèvement des accises. En outre, le prélèvement sur certains produits jetables et emballages prévu à partir de juillet 2007 devrait exercer un léger effet haussier sur la

tendance sous-jacente de l'inflation en 2007 comme en 2008. L'incidence totale de la hausse des impôts indirects sur l'évolution de la tendance sous-jacente de l'inflation est estimée à 0,2 point de pourcentage en 2007 et à 0,1 point de pourcentage en 2008. Abstraction faite de cet effet, celle-ci présenterait donc une évolution relativement stable, cette stabilité apparaissant également dans l'évolution des prix des services et des biens industriels non énergétiques. En conséquence de la concurrence accrue, corollaire de la mondialisation, et de l'appréciation de l'euro, les hausses des prix des biens industriels non énergétiques ne devraient s'accroître que modérément, passant de 0,9 p.c. en 2006 à 1,1 p.c. en 2008. Conformément à l'évolution modérée des coûts salariaux, les hausses des prix des services s'accéléraient à peine, de 2,1 p.c. en 2006 à 2,2 p.c. en 2008.

Comme l'indique le déflateur du PIB, la croissance des coûts totaux d'origine intérieure, incorporés dans l'ensemble des biens et services produits, demeurerait stable en 2007, à 2 p.c., avant de progresser légèrement pour atteindre 2,1 p.c. en 2008. La contribution des coûts salariaux devrait légèrement s'inscrire en hausse sur la période de projection, même si cette faible progression serait

TABLEAU 6 INDICATEURS DE PRIX ET COÛTS

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

	2004	2005	2006	2007 e	2008 e
IPCH	1,9	2,5	2,3	1,6	1,8
<i>p.m. Incidence des modifications de tarification dans les industries de réseau</i>	0,0	-0,1	-0,1	-0,4	-0,1
<i>p.m. Incidence des modifications de la fiscalité indirecte</i>	0,2	0,1	0,0	0,2	0,1
Indice-santé	1,6	2,2	1,8	1,6	1,7
Tendance sous-jacente de l'inflation ⁽¹⁾	1,4	1,4	1,6	1,9	1,7
Déflateurs des composantes de la demande et du PIB					
Importations	2,8	4,6	2,5	0,3	1,9
Exportations	2,5	3,8	2,9	1,0	2,1
<i>p.m. Termes de l'échange</i>	-0,3	-0,7	0,4	0,7	0,2
Demande intérieure	2,6	2,6	1,6	1,4	1,9
PIB	2,4	2,0	2,0	2,0	2,1
Coûts d'origine intérieure par unité de valeur ajoutée (contributions à la variation du déflateur du PIB)					
Coûts salariaux	-0,1	1,2	0,6	0,8	0,8
Excédent brut d'exploitation	1,8	0,8	1,5	1,2	1,1
Impôts indirects moins subsides	0,7	0,1	-0,1	0,0	0,2
<i>p.m. Part des salaires (p.c. du PIB)</i>	50,6	50,8	50,3	50,1	49,9

Sources : CE, ICN, BNB.

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

TABLEAU 7 COÛTS SALARIAUX DANS LE SECTEUR PRIVÉ

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

	2004	2005	2006	2007 e	2008 e
Coûts salariaux par heure prestée	2,4	2,2	2,7	2,4	2,6
Cotisations sociales patronales ⁽¹⁾	-0,5	-0,3	0,0	-0,2	-0,2
Salaires bruts	2,8	2,5	2,7	2,6	2,8
dont: indexations	1,4	2,1	1,8	1,7	1,6
Productivité du travail ⁽²⁾	2,9	0,6	1,6	0,8	0,9
Coûts salariaux par unité produite	-0,4	1,5	1,1	1,6	1,6

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

(1) Contribution à la variation des coûts salariaux consécutivement aux modifications des taux de cotisation implicites, points de pourcentage.

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

compensée par une moindre contribution de l'excédent brut d'exploitation. La part des salaires devrait poursuivre sa tendance à la baisse et atteindre 49,9 p.c. du PIB en 2008. Les impôts indirects et les subsides, pour leur part, exerceraient un effet haussier sur l'évolution des coûts, essentiellement en 2008.

La hausse de la contribution des coûts salariaux à l'ensemble des coûts d'origine intérieure reflète l'accélération des coûts salariaux par unité produite dans le secteur privé, leur variation passant de 1,1 p.c. en 2006 à 1,6 p.c. en 2007 et en 2008. Cette progression est exclusivement due au ralentissement de la productivité du travail, résultant de la nette augmentation de l'emploi dans le secteur privé. Exprimée par heure prestée, la croissance des coûts salariaux devrait en effet légèrement s'infléchir par rapport à 2006, de 2,7 p.c. à 2,4 p.c. en 2007 et 2,6 p.c. en 2008.

Ces estimations sont fondées sur l'hypothèse d'une progression cumulée de 5 p.c. des coûts salariaux horaires dans le secteur privé. Elle correspond, à défaut d'informations sur l'issue des négociations salariales menées dans les multiples commissions paritaires sectorielles, à la norme indicative de l'accord interprofessionnel pour la période 2007-2008. Constatant qu'un handicap, estimé à 1,5 p.c. par le Secrétariat du CCE, s'était creusé au cours des dix années précédentes, les partenaires sociaux avaient décidé dans cet accord d'une norme inférieure de 0,5 point à l'augmentation moyenne du coût salarial horaire prévue à ce moment dans les trois principaux pays voisins.

L'évolution des cotisations sociales patronales atténuerait l'accroissement des coûts salariaux à hauteur de -0,2 point chaque année. Ceci comprend les diminutions décidées en exécution du pacte de solidarité entre les générations conclu en 2005, octroyées pour l'emploi de jeunes travailleurs, depuis juillet 2006, et des travailleurs de plus de 50 ans, depuis avril 2007. Outre les réductions de cotisations, les entreprises bénéficieront également de l'élargissement des allègements instaurés depuis 2004 pour le travail en équipe et de nuit et, à partir d'octobre 2007, de la ristourne généralisée sur le montant des précomptes professionnels, équivalant à 0,15 p.c. du coût salarial. Selon les conventions de la comptabilité nationale, ces mesures sont considérées comme des subventions et n'entrent donc pas dans l'évolution affichée des coûts salariaux.

Par ailleurs, selon les projections actuelles, l'effet de l'indexation automatique des salaires à l'évolution de l'indice-santé des prix à la consommation atteindrait 3,4 p.c. sur l'ensemble des deux années.

4. Finances publiques

4.1 Solde de financement

En 2006, les administrations publiques belges ont enregistré un excédent budgétaire de 0,2 p.c. du PIB. Dans le contexte macroéconomique décrit ci-dessus, les comptes des administrations publiques seraient déficitaires à partir de 2007, même si ces déficits devraient se limiter à 0,1 et 0,2 p.c. du PIB, respectivement en 2007 et en 2008. Il convient toutefois de noter que ces projections

TABLEAU 8 COMPTES DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES⁽¹⁾
 (pourcentages du PIB; optique d'Eurostat⁽²⁾, sauf mention contraire)

	2004	2005	2006	2007 e	2008 e
Recettes	49,2	50,0	49,2	48,4	48,2
dont : recettes fiscales et parafiscales	44,4	44,8	44,3	43,7	43,5
Dépenses primaires	44,5	47,9	44,9	44,6	44,5
Solde primaire	4,7	2,0	4,3	3,8	3,7
Charges d'intérêts	4,7	4,3	4,1	3,9	3,8
Solde de financement	0,0	-2,3	0,2	-0,1	-0,2
Variations du solde de financement		-2,2	2,5	-0,3	-0,1
dues à des variations					
des charges d'intérêts		0,4	0,2	0,2	0,1
des composantes conjoncturelles ⁽³⁾		-0,7	0,5	0,4	0,2
croissance du PIB		-0,6	0,5	0,2	0,0
effets de composition		-0,1	-0,1	0,2	0,2
des facteurs non récurrents		-2,8	2,7	-0,5	-0,3
du solde primaire structurel ⁽⁴⁾		0,9	-0,9	-0,4	0,0
<i>p.m. Solde de financement selon l'optique de l'ICN⁽²⁾</i>	<i>0,0</i>	<i>0,1</i>	<i>0,2</i>	<i>-0,2</i>	<i>-0,2</i>
<i>p.m. Objectifs du programme de stabilité</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,3</i>	<i>0,5</i>

Sources: CE, ICN, BNB.

- (1) Selon la méthodologie utilisée dans le cadre de la procédure sur les déficits publics excessifs (EDP). Cette méthodologie diffère de celle du SEC 95, qui a été adaptée en 2001 pour exclure du calcul du solde de financement les gains nets d'intérêts provenant de certaines transactions financières, telles que les contrats d'échange (*swaps*) et les contrats à garantie de taux (*FRA*).
- (2) Selon l'optique de l'ICN, le Fonds de l'infrastructure ferroviaire, créé dans le contexte de la restructuration de la SNCB le 1^{er} janvier 2005, relève du secteur des sociétés non financières. Selon l'optique d'Eurostat, ce Fonds est classé dans le secteur des administrations publiques et la reprise de dette de la SNCB auquel il a procédé doit être enregistrée comme un transfert en capital de ce secteur vers celui des sociétés non financières.
- (3) Selon la méthodologie décrite dans Bouthevillain C., Ph. Cour-Thimann, G. van den Dool, P. Hernández de Cos, G. Langenus, M. Mohr, S. Momigliano et M. Tujula (2001), *Cyclically adjusted balances: an alternative approach*, ECB Working Paper Series, n° 77 (septembre). Pour une description plus didactique de la méthodologie, voir l'encadré 6 « Soldes budgétaires corrigés des variations conjoncturelles: méthode de calcul utilisée dans le cadre du SEBC » du *Rapport annuel* de la BNB (Tome 1) de 2003, pp. 90-91.
- (4) Solde corrigé de l'influence des facteurs non récurrents et conjoncturels.

tiennent uniquement compte des mesures budgétaires déjà annoncées et suffisamment précisées.

L'évolution du solde financier des administrations publiques résulte de quatre facteurs, à savoir la fluctuation des charges d'intérêts, la conjoncture, l'influence de facteurs temporaires et, enfin, l'évolution du solde primaire structurel.

Les charges d'intérêts de l'ensemble des administrations publiques devraient continuer de reculer entre 2006 et 2008, de quelque 0,3 p.c. du PIB. Même si les projections se fondent sur des taux du marché à la hausse, le taux implicite moyen applicable à la dette publique demeurerait relativement stable. Ceci résulte de la faible part des titres de la dette à court terme et du fait que les engagements à long terme continuent de pouvoir être refinancés à des taux moins élevés. Le fléchissement des charges d'intérêts s'explique dès lors exclusivement par l'apurement progressif de la dette publique.

La conjoncture influencerait également favorablement l'évolution du solde de financement. La progression de l'activité devrait rester forte en 2007 et être supérieure à la croissance tendancielle. De plus, la composition du PIB serait favorable aux finances publiques. Dans l'ensemble, la conjoncture améliorerait le solde de financement de 0,6 p.c. du PIB au cours de la période considérée.

Par ailleurs, les projections tablent sur la disparition progressive des facteurs non récurrents. Ces derniers avaient gonflé le solde budgétaire de 0,7 p.c. du PIB en 2006, essentiellement à la suite de ventes d'actifs immobiliers et de l'accélération structurelle des enrôlements de l'impôt des sociétés. En 2007, l'incidence des facteurs non récurrents s'élèverait à 0,2 p.c. du PIB. Les nouvelles ventes d'actifs immobiliers devraient rapporter 200 millions d'euros. En outre, le solde de financement de cette année bénéficierait de l'influence favorable des effets des opérations de régularisation fiscale lancées en

TABLEAU 9 PRINCIPAUX FACTEURS NON RÉCURRENTS⁽¹⁾

(millions d'euros, sauf mention contraire)

	2006 ⁽²⁾	2007 e	2008 e
Ventes d'actifs immobiliers	953	200	0
Enrôlement accéléré de l'impôt des sociétés	900	0	0
Opérations de régularisation fiscale	75	50	0
Glissements dans le financement du Groupe SNCB	100	0	0
Paiement exceptionnel aux sociétés de distribution d'eau flamandes et à Aquafin	-100	0	0
Régime fiscal temporaire pour les réserves exonérées d'impôts	0	341	0
Modification de la période de paiement des cotisations sociales sur le pécule de vacances au terme d'un contrat de travail	0	233	0
Titrisation d'arriérés fiscaux	333	-176	-358
Total	2.265	648	-358
<i>p.m. Pourcentages du PIB</i>	<i>0,7</i>	<i>0,2</i>	<i>-0,1</i>

Sources : ICN, BNB.

(1) Un chiffre positif (néгатif) améliore (détériore) le solde de financement.

(2) En outre, une intervention ponctuelle dans les frais de chauffage en 2006 a généré une augmentation unique des dépenses (97 millions d'euros), mais cet effet a été compensé par une cotisation unique du secteur de l'électricité et du gaz (environ 100 millions d'euros).

2006. De plus, il est temporairement plus avantageux pour les sociétés d'allouer ou d'investir certaines réserves exonérées d'impôts. Le moment de la perception des cotisations sociales sur le pécule de vacances au terme d'un contrat de travail a également été avancé. Enfin, les administrations publiques devraient aussi procéder à la titrisation et à la vente d'arriérés fiscaux en 2007⁽¹⁾. Le produit de cette nouvelle opération est estimé à 150 millions d'euros. L'incidence nette de la titrisation sur le solde de financement de 2007 est cependant négative : les opérations menées en 2005 et en 2006 ont en effet entraîné une baisse des recettes, étant donné que les arriérés concernés reviennent aux acquéreurs des titres sous-jacents lorsqu'ils sont perçus. Pour ce qui est de 2008, les estimations ne tiennent compte que des retombées négatives des opérations de titrisation sur les recettes fiscales de cette année-là.

Corrigé de l'influence des facteurs non récurrents et conjoncturels, l'excédent primaire baisserait de 0,4 p.c. du PIB entre 2006 et 2008. Ce recul s'explique partiellement par le fait que, au vu de la relative faiblesse des paiements anticipés des premiers mois de 2007, l'impôt des sociétés devrait augmenter cette année à un rythme nettement plus lent que l'excédent d'exploitation des sociétés. Par ailleurs, les projections indiquent également un nouvel assouplissement de la politique budgétaire structurelle.

L'écart par rapport à l'excédent de 0,3 p.c. du PIB prévu pour 2007 dans le dernier programme de stabilité tient à plusieurs facteurs. D'une part, les estimations des recettes et des dépenses se révèlent, le cas échéant, différentes. C'est principalement le cas pour l'impôt des sociétés, pour lequel la progression attendue est plus modeste que dans les hypothèses budgétaires. D'autre part, conformément à la méthodologie du SEBC, les projections ne tiennent pas compte des mesures budgétaires qui n'ont pas encore été suffisamment précisées, comme c'est le cas de l'intention de reprendre les obligations du premier pilier de pensions de sociétés en contrepartie d'un transfert de capitaux unique qui devrait pouvoir générer des recettes de 500 millions d'euros. Pour la même raison, seul un tiers du produit supposé des ventes d'actifs immobiliers est pris en compte.

4.2 Recettes

Les recettes des administrations publiques exprimées en pourcentages du PIB reculeraient en 2007 comme en 2008, de respectivement 0,7 et 0,2 p.c. du PIB.

(1) Eurostat précisera le traitement statistique à réserver aux opérations de titrisation menées par les administrations publiques.

TABLEAU 10 MESURES STRUCTURELLES EN MATIÈRE DE RECETTES PUBLIQUES

(millions d'euros, sauf mention contraire; variations par rapport à l'année précédente)

	2007 e	2008 e
Impôts	-106	-123
dont:		
Réforme de l'impôt des personnes physiques ⁽¹⁾	-144	0
Augmentation de la déduction fiscale de l'épargne-pension	-57	0
Réduction d'impôt en Région flamande	-107	-25
Relèvement de la déduction forfaitaire des frais professionnels	-77	0
Suppression progressive du prélèvement compensatoire des accises sur les véhicules diesel	-81	-121
Taxe sur des produits jetables et emballages	67	67
Déductibilité fiscale des véhicules de société	13	51
Lutte contre la fraude et meilleure perception	407	0
Système de cliquet inversé sur le diesel	-92	0
Accises sur le tabac	200	0
Autres	-235	-95
Cotisations de sécurité sociale	-349	-83
Réduction des cotisations patronales	-376	-83
Réduction des cotisations personnelles	-60	0
Lutte contre la fraude et meilleure perception	88	0
Total	-454	-206
<i>p.m. Pourcentages du PIB</i>	<i>-0,1</i>	<i>-0,1</i>
<i>p.m. Facteurs de nature technique</i>	<i>214</i>	<i>397</i>
<i>Cotisations de pension de la SNCB</i>	<i>214</i>	<i>0</i>
<i>Cotisations des indépendants (petits risques en matière de soins de santé)</i>	<i>0</i>	<i>397</i>

Sources: ONSS, SPF Finances, documents budgétaires.

(1) Y compris les effets induits sur les impôts communaux.

Cette baisse s'explique en partie par une réduction de l'incidence des mesures temporaires du côté des recettes, dont les retombées pendant ces deux années devraient se chiffrer respectivement à 0,3 et 0,2 p.c. du PIB.

Les mesures structurelles exerceraient un effet à la baisse de 0,1 p.c. du PIB sur les recettes, tant en 2007 qu'en 2008. Les prélèvements sur les revenus du travail seront encore légèrement abaissés pendant la période de projection. La réforme de l'impôt des personnes physiques approuvée en 2001 et le relèvement de la déduction pour épargne-pension en 2006 auront un impact sur les enrôlements de l'impôt des personnes physiques, qui sera négatif pour les administrations publiques. De plus, les pourcentages et le montant maximal des frais professionnels forfaitaires ont à nouveau été relevés en 2007 et une réduction forfaitaire de l'impôt des personnes physiques pour les activités professionnelles est applicable depuis le 1^{er} janvier 2007 en Région flamande. La pression

parafiscale sur le travail sera essentiellement allégée grâce aux réductions des cotisations patronales pour les jeunes travailleurs et les travailleurs âgés décidées dans le cadre du pacte de solidarité entre les générations. Enfin, le fonctionnement du système de cliquet inversé sur le diesel et la suppression progressive du prélèvement compensatoire des accises sur les véhicules diesel entraîneront une perte de recettes. L'incidence des réductions des charges sera cependant partiellement compensée par d'autres mesures spécifiques. Ainsi, les accises sur le tabac ont été augmentées, une taxe sur certains produits jetables et emballages a été introduite et la déductibilité des véhicules de société pour l'impôt des sociétés est à présent fonction de l'émission de CO₂.

Par ailleurs, des facteurs de nature technique accroîtront les recettes des administrations publiques, tout en n'exerçant, en termes nets, qu'une influence limitée sur le solde de financement. Tel est le cas du versement aux

administrations publiques, à partir de 2007, des cotisations sociales pour la pension des membres du personnel de la SNCB, consécutivement à une révision du financement des pensions⁽¹⁾. En 2008, les cotisations sociales des travailleurs indépendants s'inscriront à nouveau en hausse, attendu que l'assurance contre les petits risques en matière de soins de santé deviendra alors obligatoire pour eux. D'un point de vue statistique, cette assurance sera par conséquent désormais considérée comme une composante de la sécurité sociale.

Enfin, les glissements structurels au niveau macroéconomique influenceront également l'évolution des recettes des administrations publiques. Les revenus du travail, qui sont soumis à une pression fiscale relativement élevée, devraient présenter une progression plus faible que le PIB, la part des revenus du travail – rémunération des travailleurs et revenu mixte brut, à l'exception des cotisations imputées – passant de 55,6 p.c. du PIB en 2006 à 55,4 p.c. en 2008.

4.3 Dépenses primaires

Les dépenses primaires, qui s'étaient élevées à 44,9 p.c. du PIB en 2006, poursuivraient quelque peu leur décline pour revenir à 44,6 et 44,5 p.c. du PIB, respectivement, en 2007 et 2008. Mesurées en volume, elles augmenteraient ainsi de 2,5 et 2,3 p.c. ces deux années. Toutefois, corrigées de l'influence des facteurs non récurrents et conjoncturels et des effets de l'indexation⁽²⁾, leur croissance s'élèverait à 2,1 et 2,2 p.c. les deux années, soit une politique des dépenses relativement neutre, en ligne avec la croissance tendancielle de l'activité.

La croissance prévue des dépenses en 2007 résulte d'évolutions différentes dans les sous-secteurs qui composent les administrations publiques. Au niveau du pouvoir fédéral, la croissance corrigée des dépenses primaires serait assez modérée. Les mesures en faveur de l'emploi, notamment du travail en équipe, qui sont comptabilisées comme des subsides conformément au SEC 95, devraient encore progresser mais à un rythme moins soutenu qu'en 2006. La part de la contribution de la Belgique au budget européen calculée sur la base de son RNB devrait en outre diminuer en 2007. Par contre, les dépenses de la sécurité sociale connaîtraient une croissance nettement plus vive que l'année précédente, suivant en cela le profil de l'évolution des soins de santé. Après deux années de croissance particulièrement modérée, ceux-ci devraient en effet renouer avec la dynamique qui les caractérise habituellement. En outre, les pensions devraient bénéficier d'un ensemble de mesures, notamment en application du pacte de

solidarité entre les générations, qui gonfleraient les dépenses. Au niveau des pouvoirs locaux, les dépenses primaires diminueraient quelque peu en 2007, en raison de la réduction des investissements faisant traditionnellement suite aux élections locales, en l'occurrence celles de 2006. Dans le même temps, les dépenses primaires des communautés et régions croîtraient à un rythme assez soutenu.

L'estimation du rythme de hausse des dépenses primaires en 2008 est malaisée dans la mesure où les budgets ne sont pas encore disponibles. Toutefois, les projections peuvent d'ores et déjà intégrer un ensemble de mesures de relèvement d'allocations sociales, qui ont été notamment prises dans le cadre du pacte de solidarité entre les générations. Tandis que celles-ci alourdiront les dépenses de la sécurité sociale, la croissance des dépenses des pouvoirs locaux devrait être de nouveau tempérée par la diminution des investissements de ceux-ci, toujours en conséquence du cycle électoral. Pour ce qui est de la croissance des dépenses du pouvoir fédéral et des communautés et régions, ces projections se basent sur la moyenne observée par le passé.

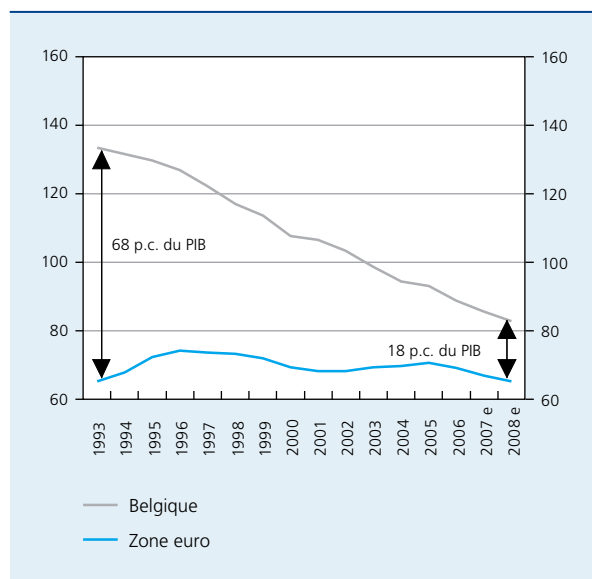
4.4 Endettement

Depuis 1993, lorsque la dette publique avait atteint son niveau le plus élevé – 133,5 p.c. du PIB –, le taux d'endettement a reculé de manière ininterrompue de 3,4 points de pourcentage en moyenne par an. À la fin de 2006, le taux d'endettement de l'ensemble des administrations publiques s'élevait à 88,8 p.c. du PIB.

Selon les attentes, la dette publique continuerait à baisser, pour atteindre 85,6 et 82,7 p.c. du PIB, respectivement à la fin de 2007 et de 2008. L'écart entre le taux d'endettement de la Belgique et la moyenne de la zone euro devrait de la sorte continuer à se réduire et atteindrait 18 p.c. du PIB à la fin de la période couverte par les projections.

(1) À compter de 2007, les pensions relevant du premier pilier des (anciens) travailleurs de la SNCB, qui étaient auparavant versées par le Groupe SNCB lui-même, seront octroyées par le service des pensions des administrations publiques fédérales. L'opération est neutre d'un point de vue budgétaire étant donné que les administrations publiques suppléaient au moyen d'une dotation la différence entre les pensions octroyées par le Groupe SNCB et les cotisations sociales perçues à cet effet.

(2) Effets découlant de l'écart entre l'indexation effective des salaires publics et des prestations sociales, d'une part, et l'augmentation de l'IPCH, d'autre part.

GRAPHIQUE 10 DETTE BRUTE CONSOLIDÉE
 (pourcentages du PIB, optique d'Eurostat ⁽¹⁾)


Sources : CE, ICN, BNB.

 (1) Selon l'optique de l'ICN, le Fonds de l'infrastructure ferroviaire, créé dans le contexte de la restructuration de la SNCB le 1^{er} janvier 2005, relève du secteur des sociétés non financières. Selon l'optique d'Eurostat, ce Fonds est classé dans le secteur des administrations publiques.

5. Appréciation des aléas des projections

Dans la conjoncture actuelle, les projections économiques pour la Belgique à un horizon d'un an et demi semblent reposer sur une assise solide et stable. La croissance de l'activité mondiale – en particulier le renforcement de la zone euro – devrait être durable, et les anticipations d'inflation demeurent bien ancrées. En outre, les conditions financières resteraient favorables. La Belgique devrait être en mesure d'en tirer profit, dans un contexte d'évolution modérée des salaires, en ligne avec l'accord interprofessionnel 2007-2008, de bonne santé financière des entreprises et de quasi-équilibre des finances publiques.

Toutefois plusieurs facteurs de risque entourent ces perspectives.

Sur le plan de la croissance mondiale, le ralentissement observé aux États-Unis est jusqu'à présent en grande partie confiné au secteur de la construction immobilière. Il pourrait se prolonger et éventuellement exercer des effets de contagion sur le reste de l'économie américaine et se répandre dans l'économie mondiale. La situation sur le marché immobilier est d'ailleurs également tendue dans certaines économies européennes, même si des signes d'apaisement se sont manifestés récemment.

TABLEAU 11 COMPARAISON DES PRÉVISIONS POUR LA BELGIQUE
 (pourcentages de variation par rapport à l'année précédente)

	PIB réel		Inflation ⁽¹⁾		Solde budgétaire ⁽²⁾		Date de publication
	2007	2008	2007	2008	2007	2008	
BNB – Printemps 2007	2,5	2,2	1,6	1,8	-0,1	-0,2	juin 2007
<i>p.m. Automne 2006</i>	2,1	-	1,9	-	-0,4	-	décembre 2006
Bureau fédéral du Plan (BFP)	2,3	2,2	1,8	1,9	0,1	-0,5	mai 2007
FMI	2,2	2,0	1,9	1,8	0,0	0,0	avril 2007
CE	2,3	2,2	1,8	1,8	-0,1	-0,2	mai 2007
OCDE	2,5	2,3	1,5	1,8	0,2	0,0	mai 2007
Belgian Prime News	2,3	2,2	1,9	1,9	-0,1	0,0	mars 2007
Consensus Economics	2,3	2,1	1,7	1,8	n.	n.	mai 2007
Economist's Poll	2,5	2,3	1,8	1,9	n.	n.	juin 2007
<i>p.m. Réalisations 2006</i>		3,0		2,3		0,2	

(1) IPCH, sauf BFP et OCDE: déflateur de la consommation finale privée.

(2) Pourcentages du PIB.

TABLEAU 12 COMPARAISON DES HYPOTHÈSES

	2007					2008				
	BNB	CE	FMI	BFP	OCDE	BNB	CE	FMI	BFP	OCDE
Marchés à l'exportation	5,9	7,5	n.	7,3	n.	6,2	6,9	n.	7,2	n.
Pétrole (en dollar par baril) . . .	65,0	66,2	60,75	61,0	64,7	69,9	70,3	64,75	61,9	65,0
Taux à court terme	4,2	n.	3,8	3,8	4,1	4,5	n.	3,7	3,9	4,3
Taux à long terme en Belgique	4,2	n.	n.	4,2	4,2	4,3	n.	n.	4,3	4,3
Dollar par euro	1,34	1,33	1,30	1,305	1,34	1,36	1,34	1,31	1,31	1,35

Les marchés pétroliers sont également caractérisés par une volatilité importante. Dans un contexte de faibles réserves de capacités de production, les prix « spot » comme les cotations à terme réagissent de manière importante aux évolutions de la demande ainsi qu'aux conditions de production et aux décisions des principaux producteurs, mais aussi à la situation géopolitique. Un nouveau renchérissement durable du pétrole pèserait sur la croissance et risquerait de raviver les tensions inflationnistes.

Plus fondamentalement, de telles tensions pourraient également s'accroître si l'économie mondiale était proche des limites de ses capacités de production. Dans ce cas, la poursuite d'une croissance vigoureuse pourrait donner lieu à une accélération de l'inflation des salaires et des prix, susceptibles d'entraîner les taux d'intérêt à la hausse. Par ailleurs, les déséquilibres des balances courantes demeurerait importants en 2007 et en 2008. Une correction brutale des cours de change ou des taux d'intérêt serait néfaste pour l'économie mondiale.

En Belgique, des tensions risquent d'apparaître sur certains segments du marché du travail, à mesure que les réserves de main-d'œuvre sont plus largement mobilisées. Elles pourraient freiner la croissance et accélérer la progression des coûts salariaux et l'inflation.

Incorporant les résultats récents des comptes nationaux, et soutenues par l'expansion en cours dans la zone euro, les prévisions de croissance de la Banque pour 2007 sont légèrement plus élevées que celles des autres institutions. Celles d'inflation pour la même année se situent dans le bas de la fourchette, sans doute en raison de la prise en compte de l'effet à la baisse exercé par la libéralisation des marchés du gaz et de l'électricité et du nouveau mode d'enregistrement de ces prix dans l'indice. Les mêmes facteurs expliquent d'ailleurs les révisions par rapport aux projections établies par la Banque en décembre 2006. Pour 2008, les résultats sont comparables à ceux des autres institutions.

Annexe

PROJECTIONS POUR L'ÉCONOMIE BELGE: SYNTHÈSE DES PRINCIPAUX RÉSULTATS

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

	2004	2005	2006	2007 e	2008 e
Croissance (données corrigées des effets de calendrier)					
PIB en volume	2,8	1,4	3,0	2,5	2,2
Contributions à la croissance:					
Dépenses intérieures, hors variation des stocks	2,8	1,3	2,8	2,3	2,3
Exportations nettes de biens et services	-0,1	-0,4	-0,8	0,4	0,1
Variation des stocks	0,1	0,5	1,0	-0,2	-0,2
Prix et coûts					
Indice des prix à la consommation harmonisé	1,9	2,5	2,3	1,6	1,8
Indice-santé	1,6	2,2	1,8	1,6	1,7
Déflateur du PIB	2,4	2,0	2,0	2,0	2,1
Termes de l'échange	-0,3	-0,7	0,4	0,7	0,2
Coûts salariaux par unité produite dans le secteur privé	-0,4	1,5	1,1	1,6	1,6
Coûts salariaux horaires dans le secteur privé	2,4	2,2	2,7	2,4	2,6
Productivité horaire dans le secteur privé	2,9	0,6	1,6	0,8	0,9
Marché du travail					
Emploi intérieur (variation annuelle moyenne, en milliers d'unités)	26,5	40,8	46,4	60,1	55,1
Taux de chômage harmonisé ⁽¹⁾ (p.c. de la population active) ...	8,4	8,4	8,2	7,6	7,2
Revenus					
Revenu disponible réel des particuliers	-0,1	0,9	3,2	2,4	1,8
Taux d'épargne des particuliers (p.c. du revenu disponible)	13,2	13,2	13,8	14,1	14,0
Finances publiques⁽²⁾					
Solde de financement (p.c. du PIB)	0,0	-2,3	0,2	-0,1	-0,2
Solde primaire (p.c. du PIB)	4,7	2,0	4,3	3,8	3,7
Dette publique (p.c. du PIB)	94,3	93,2	88,8	85,6	82,7
Compte courant (selon la balance des paiements, p.c. du PIB) ..	3,5	2,6	2,0	2,7	3,0

Sources: CE, ICN, INS, BNB.

(1) Série ajustée (Eurostat).

(2) Selon la méthodologie utilisée dans le cadre de la procédure des déficits publics excessifs (EDP) et selon l'optique d'Eurostat (voir tableau 8).

Investissements directs et attractivité de la Belgique

P. Bisciari
Ch. Piette⁽¹⁾

Introduction

Avec le développement du commerce international, les investissements directs étrangers (IDE) constituent à la fois l'une des manifestations les plus visibles de la globalisation de l'économie et un facteur de développement pour bon nombre de pays. Pour les pays émergents, en particulier, ils sont un catalyseur de la croissance économique. Dans les pays industrialisés, ils représentent un moyen d'adapter l'outil productif pour répondre aux défis posés par la concurrence internationale et aux opportunités offertes par l'apparition de nouveaux débouchés. Les IDE représentent dès lors une option à prendre en considération par les entreprises dans le cadre de leurs orientations stratégiques.

Compte tenu de la petite taille de l'économie belge et de son degré d'ouverture élevé, les IDE y jouent un rôle important. Cela se reflète entre autres dans la structure financière des entreprises résidentes. De fait, selon les résultats de l'enquête sur les investissements directs conduite chaque année par la Banque, 47,6 p.c. des capitaux propres investis dans l'ensemble des sociétés belges au 31 décembre 2005 étaient détenus, de façon directe ou indirecte, par des actionnaires étrangers. Par ailleurs, ces mêmes sociétés consacraient 14 p.c. de leurs participations dans d'autres entreprises à des investissements à l'étranger.

Le présent article vise à analyser ces relations d'investissements directs et à les mettre en perspective, dans le temps mais aussi par rapport aux autres pays développés et, spécialement, par rapport aux pays voisins. Il s'agit en outre d'identifier les déterminants principaux des évolutions récentes et de la position relative de la Belgique en 2005, dernière année pour laquelle des données exhaustives sont disponibles. Parmi ces déterminants, on tentera de distinguer ceux qui sont communs avec les autres pays et ceux qui, plus spécifiques à la Belgique, constituent dès lors des avantages ou des inconvénients comparatifs.

Dans la première section de l'article, on retracera les tendances mondiales des investissements directs étrangers, lesquelles ont affecté également la Belgique. Une fois le contexte international posé, on pourra, au début de la deuxième section, situer l'importance des IDE en Belgique. Leur rôle semble y être plus important que dans la plupart des autres pays développés et on tentera d'en expliquer les raisons en évoquant, notamment, la nature particulière de certains flux d'IDE.

Même si l'économie belge est plus ouverte depuis longtemps aux flux commerciaux et de capitaux avec le reste du monde que celles des autres pays développés, il semble que, sur la période récente, la Belgique se soit de nouveau démarquée de ses pays voisins et de l'ensemble des pays de l'UE⁽²⁾ par une hausse plus significative de ses sorties d'IDE et par une progression au moins aussi substantielle de ses entrées d'IDE. Ce constat établi en fin de deuxième section motive l'examen plus approfondi des sorties d'IDE de la Belgique dans la section 3 et des entrées d'IDE en Belgique dans la section 4.

(1) Les auteurs remercient Luc Dresse, Annick Bruggeman et Benoît Robert pour leurs précieux conseils, ainsi que Nadine Feron et Jean-Marie Van den Berghe pour leur apport statistique.

(2) Dans l'article, on utilisera l'abréviation « UE » pour désigner les vingt-sept États membres constituant l'Union européenne.

Dans la troisième section, il s'agira en particulier de montrer vers quels pays et pour quelles activités la Belgique réalise le plus d'IDE à l'étranger et si des inflexions récentes ont pu être observées, par exemple une augmentation d'investissements intensifs en main-d'œuvre vers des pays émergents.

Dans la quatrième section, notre objectif sera de déterminer les branches et les types d'activité qui font plus, ou moins qu'ailleurs dans l'UE, l'objet d'IDE en Belgique. À la lumière de ces enseignements, la section 5 sera consacrée aux raisons pour lesquelles des investisseurs étrangers peuvent être intéressés de localiser un projet en Belgique plutôt que dans un autre pays de l'UE.

1. Les tendances mondiales de l'investissement direct étranger

À la suite d'un accroissement initial durant les années 1980, notamment dans la phase de préparation du marché unique européen, le montant total des IDE dans le monde s'est considérablement amplifié durant les

années 1990. Cet essor tient notamment à la levée des barrières au commerce extérieur et aux mouvements de capitaux, ainsi qu'à la libéralisation ou à la privatisation de secteurs jusque-là protégés, ce qui a eu pour conséquence une hausse du degré de concurrence sur certains marchés. Pour faire face à ces évolutions, et afin de garantir leur compétitivité, les entreprises ont été amenées à revoir leurs stratégies en s'assurant une présence sur le plus grand nombre possible de marchés et, le cas échéant, en réduisant leurs coûts via une fragmentation internationale de leur chaîne de production. L'adoption de ces nouvelles stratégies s'est entre autres concrétisée par la création de nouvelles filiales à l'étranger, notamment dans les économies émergentes, où elles ont constitué le mode d'investissement étranger le plus courant, et également par des opérations de fusions et acquisitions transfrontalières, lesquelles ont été à l'origine de la majeure partie des flux d'IDE dans les pays industrialisés. Le développement des investissements directs et des ramifications internationales des entreprises a en outre été facilité par le progrès des technologies de l'information et de la communication, qui favorisent une gestion intégrée des groupes multinationaux.

Les statistiques en matière d'IDE

L'IDE est un phénomène dont l'ampleur et la contribution au développement économique restent difficiles à appréhender et à quantifier. Il est généralement mesuré sur la base des statistiques de flux issues des balances des paiements établies par chaque pays selon les principes édictés par le Fonds monétaire international (FMI, 1993). Celui-ci définit l'investissement direct comme l'acquisition d'un intérêt durable d'une entité résidente d'une économie (l'investisseur direct) dans une entreprise résidente d'une autre économie (l'entreprise d'investissement direct), qui se concrétise par la détention d'au moins 10 p.c. de ses actions ordinaires ou de ses droits de vote. Les montants des flux enregistrés dans la balance des paiements ne portent pas seulement sur les investissements en capital social, par lesquels cette relation d'intérêt durable est établie, mais également sur les apports de fonds effectués sous la forme de bénéfices réinvestis et de prêts interentreprises.

En Belgique, en sus des flux enregistrés dans la balance des paiements, les relations d'investissement direct des entreprises résidentes font également l'objet d'un recensement par le biais d'une enquête annuelle conduite par la Banque. Cette enquête vise plus particulièrement l'établissement de statistiques d'encours d'IDE, tels qu'évalués sur la base de la valeur comptable des capitaux propres – qui englobent tant les investissements en capital social que les bénéfices réinvestis – détenus par les investisseurs directs dans les entreprises d'investissement direct, ainsi que celle des prêts interentreprises qu'ils leur octroient. Par rapport aux statistiques disponibles dans la balance des paiements, le champ des variables couvertes par l'enquête est considérablement élargi. En particulier, celle-ci prend également en considération les participations que les investisseurs directs contrôlent via des liens d'appartenance indirects, c'est-à-dire par l'intermédiaire d'une ou de plusieurs entreprises apparentées. Elle apporte en outre des indications sur l'importance de l'activité, mesurée sur la base de leur chiffre d'affaires et du nombre de personnes qu'elles emploient, des filiales d'entreprises belges à l'étranger et des filiales d'entreprises étrangères en Belgique. Bien que ne portant que sur des entreprises détenues directement et à plus de 50 p.c. de leur capital social, ces



données sur les filiales fournissent de précieux renseignements sur l'activité économique réellement imputable aux capitaux d'investissement direct.

Les données sur les IDE présentent cependant un certain nombre d'inconvénients, liés pour l'essentiel à leur nature financière. En particulier, les chiffres relatifs aux entrées d'IDE dans une économie peuvent être considérablement surestimés par des transferts de capitaux pour lesquels une société résidente ne fait office que d'intermédiaire. Par ailleurs, et c'est là un inconvénient qu'elles partagent avec les statistiques sur les filiales étrangères, les données d'IDE ne permettent pas de distinguer la part des investissements qui relève de l'acquisition de participations dans des sociétés existantes de celle qui donne lieu à un développement réel de l'appareil productif.

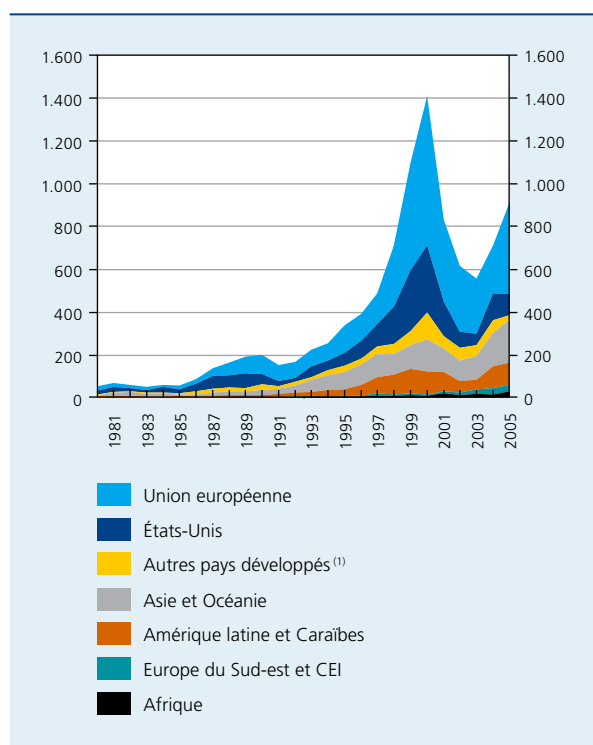
Après avoir atteint son niveau le plus élevé en 2000, le volume des IDE s'est nettement contracté entre 2001 et 2003. Ce recul peut être attribué pour partie au déclin de l'activité économique ayant caractérisé cette période. Il s'explique aussi par une phase de désendettement consécutive à la vague d'opérations de fusions et d'acquisitions qui a marqué la fin des années 1990. Enfin, les flux d'IDE étant évalués sur la base de la valeur de marché des

actifs faisant l'objet des transactions, leur contraction en 2001, comme leur rythme de croissance très élevé vers la fin des années 1990, a par ailleurs largement reflété l'évolution des cours boursiers, en particulier la bulle financière qui a éclaté en 2001.

S'ils sont les pourvoyeurs de la grande majorité des IDE, les pays développés en sont également les principaux destinataires. Cependant, ces deux dernières décennies ont également vu l'émergence de nouveaux acteurs parmi les pays en développement, tels que la Chine et l'Inde, ainsi que parmi les pays de l'Europe de l'Est ayant récemment adhéré à l'UE. Ces pays, qui offrent à la fois de nouveaux débouchés pour les entreprises des pays industrialisés et des opportunités de réduire leurs coûts de production, ont plus particulièrement contribué à la reprise des IDE au plan mondial en 2004, mais la poursuite de celle-ci en 2005 est principalement le fait de nouvelles fusions et acquisitions parmi les pays développés. La reprise récente des IDE s'explique aussi par l'augmentation du prix des matières premières, en particulier du pétrole, qui a incité à investir davantage dans les pays riches en ressources naturelles (CNUCED, 2006). Le renchérissement des produits énergétiques a en outre contribué à accroître les coûts de transport. Ceci a incité certaines entreprises à augmenter le nombre de leurs implantations, notamment dans les activités liées au transport et à la logistique (Cushman & Wakefield, 2006).

Les flux d'IDE sont également marqués par une proportion grandissante d'investissements réalisés par des entreprises de services, reflétant ainsi les mutations sectorielles et la tertiarisation croissante de l'économie mondiale.

GRAPHIQUE 1 ENTRÉES D'INVESTISSEMENTS DIRECTS ÉTRANGERS PAR GROUPE DE PAYS
(milliards de dollars des États-Unis)



Source : CNUCED.

(1) Australie, Canada, Gibraltar, Islande, Israël, Japon, Norvège, Nouvelle-Zélande et Suisse.

TABEAU 1 FLUX ET ENCOURS DES INVESTISSEMENTS DIRECTS DANS LES DIFFÉRENTES ZONES GÉOGRAPHIQUES ⁽¹⁾
(pourcentages du PIB)

	Entrées				Sorties			
	1997-1999	2000-2002	2003-2005	Encours en 2005	1997-1999	2000-2002	2003-2005	Encours en 2005
Pays développés	2,1	2,5	1,4	21,6	2,6	2,6	2,0	27,7
Union européenne ⁽²⁾	3,3	4,2	2,5	33,9	4,8	4,6	3,1	40,2
dont:								
Belgique	9,2	8,2	10,6	103,9	6,4	9,3	9,8	98,6
<i>p.m. Belgique, hors centres de coordination</i>	7,9	4,9	5,8	65,0	4,7	4,3	5,8	53,0
Allemagne	1,5	3,9	0,6	18,0	3,8	1,6	0,7	34,6
France	2,2	2,7	2,3	28,5	4,6	5,9	3,8	40,5
Pays-Bas	6,8	9,3	3,8	74,1	9,0	10,5	10,5	102,6
Royaume-Uni	4,1	3,6	3,9	37,1	8,0	6,2	4,2	56,2
Douze nouveaux membres	3,8	4,0	4,7	37,5	0,2	0,2	0,7	3,2
États-Unis	1,8	1,7	0,8	13,0	1,4	1,2	1,0	16,4
Autres pays développés ⁽³⁾	0,8	1,2	0,6	13,5	1,4	1,8	1,6	23,8
Pays en développement	2,9	2,8	3,0	26,4	1,0	1,1	1,1	12,4
Asie et Océanie	2,4	2,4	2,8	23,2	0,9	1,1	1,1	13,0
dont:								
Chine (hors Hong Kong)	3,4	3,2	3,5	14,3	0,2	0,2	0,2	2,1
Inde	0,5	0,8	0,8	5,8	0,0	0,2	0,2	1,2
Amérique latine et Caraïbes	4,9	4,3	3,8	36,7	1,6	1,8	1,2	13,5
Europe du Sud-est et CEI	1,7	1,4	3,2	20,6	0,5	0,5	1,5	11,7
dont:								
Fédération de Russie	1,0	0,7	2,1	17,3	0,6	0,7	2,1	15,7
Afrique	1,8	2,1	2,8	28,2	0,4	0,0	0,2	5,8
Total	2,3	2,6	1,8	22,8	2,3	2,3	1,8	23,8

Sources: CNUCED, BNB.

(1) Les regroupements par zone géographique utilisés ici correspondent à ceux généralement repris dans les rapports de la CNUCED (cf. CNUCED, 2006). La Bulgarie et la Roumanie sont toutefois reclassées parmi les nouveaux pays membres de l'UE.

(2) Y compris les IDE entre les pays membres.

(3) Australie, Canada, Gibraltar, Islande, Israël, Japon, Norvège, Nouvelle-Zélande et Suisse.

2. La Belgique, un acteur privilégié dans les IDE

2.1 Importance des IDE en Belgique

Entre 2003 et 2005, les entrées et les sorties d'IDE enregistrées dans la balance des paiements de la Belgique s'élevaient en moyenne à, respectivement, 10,6 et 9,8 p.c. du PIB. Rapportés à la taille de l'économie, les flux d'IDE y dépassaient ainsi nettement ceux observés dans la plupart des autres pays européens.

Ces différences s'expliquent en grande partie par le fait que beaucoup de sociétés établies sur le territoire belge agissent comme des plaques tournantes financières pour le compte des groupes multinationaux dont elles font partie. C'est en particulier le cas des centres de coordination, qui représentent une part non négligeable des flux d'IDE de la Belgique. Bénéficiant d'un statut fiscal particulier, ces sociétés ont notamment pour vocation de centraliser les opérations financières d'entreprises apparentées aux mêmes groupes multinationaux qu'elles. Une très grande partie des capitaux étrangers qu'elles reçoivent est ainsi réinvestie en dehors du territoire belge.

De ce fait, les fonds transitant par les centres de coordination amplifient de façon considérable le volume des entrées et des sorties d'IDE de la Belgique.

Hors mouvements de capitaux imputables aux centres de coordination⁽¹⁾, tant les entrées que les sorties d'IDE seraient ramenées à 5,8 p.c. du PIB en moyenne sur la période 2003-2005. L'importance des flux d'IDE de la Belgique demeure néanmoins largement supérieure à celle généralement observée dans l'UE, dont les entrées d'IDE s'élevaient en moyenne à 2,5 p.c. du PIB et les sorties à 3,1 p.c.

L'ouverture plus grande de la Belgique aux investissements directs se reflète également dans les statistiques sur les encours d'IDE. En effet, selon les résultats de l'enquête sur les investissements directs de la Banque, les encours des IDE en Belgique, en dehors de ceux des centres de coordination, se chiffrent, pour l'année 2005, à 65 p.c. du PIB et les encours des IDE de la Belgique à l'étranger à 53 p.c. du PIB. Les encours des entrées et des sorties d'IDE de l'ensemble de l'UE, calculés sur la base des statistiques

publiées par la CNUCED, sont, quant à eux, estimés à, respectivement, 33,9 et 40,2 p.c. du PIB. Les différences sont également très marquées lorsque l'on confronte les IDE de la Belgique à ceux des économies qui lui sont relativement plus comparables, en particulier les principaux voisins. Parmi ces pays, seuls les Pays-Bas affichent des rapports supérieurs à ceux de la Belgique.

Le rôle joué par les investissements étrangers dans l'économie belge est donc significatif. Selon les résultats de l'enquête sur les investissements directs pour l'année 2005, les capitaux contrôlés directement par les investisseurs étrangers représentent 35,1 p.c. du total des capitaux propres des entreprises belges. En y additionnant les capitaux qu'ils contrôlent via des liens d'appartenance indirects, c'est-à-dire par l'intermédiaire d'une ou de plusieurs entreprises apparentées dans lesquelles ils détiennent également des participations, cette proportion est portée à 47,6 p.c. Ce chiffre tend toutefois à surévaluer quelque peu l'importance effective de l'implication étrangère dans l'appareil productif belge, les centres de coordination comptant, à eux seuls, pour 19,5 p.c. du total des capitaux propres des entreprises résidentes.

(1) À savoir les 224 sociétés bénéficiant d'un agrément les désignant comme des centres de coordination au mois de mars 2005.

TABLEAU 2 IMPORTANCE DES INVESTISSEMENTS DIRECTS DANS L'ÉCONOMIE BELGE EN 2005
(pourcentages)

Investissements directs de l'étranger en Belgique

Part des investissements directs étrangers dans les capitaux propres des entreprises belges

Liens d'appartenance directs uniquement	35,1
dont centres de coordination	12,1
Liens d'appartenance directs et indirects	47,6
dont centres de coordination	19,5

Entreprises d'investissement direct (détenues à hauteur d'au moins 10 p.c. du capital social par un investisseur étranger)

Part dans le chiffre d'affaires des entreprises résidentes	50,4
Part dans l'emploi des entreprises résidentes	21,6

Filiales d'entreprises étrangères (détenues à hauteur de plus de 50 p.c. du capital social par un investisseur étranger)

Part dans le chiffre d'affaires des entreprises résidentes	37,7
Part dans l'emploi des entreprises résidentes	15,2

Investissements directs de la Belgique à l'étranger

Part des investissements directs en capital social à l'étranger dans le total des participations des sociétés belges dans des entreprises apparentées

	14,0
--	------

Filiales à l'étranger d'entreprises résidentes (détenues à hauteur de plus de 50 p.c. du capital social par un investisseur résident)

Chiffre d'affaires des filiales par rapport au chiffre d'affaires des entreprises résidentes	16,6
Emploi dans les filiales par rapport à l'emploi dans les entreprises résidentes	14,6

Source : BNB.

Les entreprises d'investissement direct résidentes contribuent à hauteur de plus de la moitié du chiffre d'affaires réalisé par l'ensemble des sociétés belges. Ces mêmes sociétés emploient en outre 21,6 p.c. du nombre total de salariés dans les entreprises résidentes. Les entreprises considérées comme des filiales d'entreprises étrangères, c'est-à-dire celles détenues à plus de 50 p.c. par leurs actionnaires étrangers via des liens d'appartenance directs, représentent, à elles seules, 37,7 p.c. du chiffre d'affaires des entreprises résidentes et 15,2 p.c. du nombre de personnes qu'elles emploient, soit 357.600 salariés.

Les IDE de la Belgique à l'étranger constituent, quant à eux, 14 p.c. des participations détenues par les entreprises résidentes dans des entreprises apparentées⁽¹⁾. L'ampleur de l'activité économique générée par ces investissements à l'étranger reste bien moindre que celle exercée sur le territoire national. En effet, en se basant sur les statistiques relatives aux filiales d'entreprises belges établies à l'étranger, lesquelles employaient 343.864 personnes en 2005, on peut évaluer le volume de cette activité hors du territoire national à environ 15 p.c. de celle exercée à l'intérieur des frontières de la Belgique.

L'importance relative des IDE dans l'économie belge découle de sa petite taille et de son ouverture de longue date, aux mouvements de capitaux comme au commerce extérieur. À cet égard, la position centrale que la Belgique occupe en Europe occidentale a certainement joué un rôle majeur dans l'implantation des premières filiales étrangères en Belgique, lesquelles pouvaient y bénéficier d'un accès aisé au marché européen, facilité en outre par la disponibilité d'infrastructures de transport et de communication efficaces. Les politiques industrielles menées en Belgique, notamment par le biais des lois d'expansion économique de 1959, puis plus tard le régime fiscal particulier accordé aux centres de coordination depuis 1982, ont également augmenté l'attrait du pays pour les investisseurs étrangers.

2.2 Développements récents

Au cours des dernières années, les IDE de la Belgique à l'étranger ont progressé de manière régulière. Les flux sont ainsi passés de 9,3 à 9,8 p.c. du PIB entre les sous-périodes 2000-2002 et 2003-2005, dans un contexte où les sorties d'IDE se sont repliées de 4,6 à 3,1 p.c. du PIB dans l'ensemble de l'UE. Ce dynamisme relatif s'est traduit par un accroissement de l'encours des participations des sociétés belges à l'étranger. Les fonds transitant

par les centres de coordination y ont certes largement contribué, mais le montant de l'encours des IDE détenus directement par les autres entreprises a triplé entre 1998 et 2005. Cette progression apparaît plus vigoureuse si l'on tient compte du gain d'importance des capitaux détenus via des liens d'appartenance indirects, lesquels compaient pour près de 16 p.c. de l'encours total des IDE des entreprises belges en 2005.

Pour sa part, si le montant global des participations étrangères dans des sociétés belges était déjà supérieur à celui des IDE de la Belgique à l'étranger, sa progression a été plus mesurée entre 1998 et 2005. En particulier, abstraction faite des centres de coordination, une stabilisation a été observée en 2002 et 2003. Établi selon un mode de comptabilisation différent de celui adopté pour les statistiques d'encours, à savoir sur la base de la valeur de marché des capitaux transférés et non en fonction de leur valeur comptable, le recensement des flux, tels que présentés dans le tableau 1, montre quant à lui une image un peu plus favorable, les entrées d'IDE, exprimées en pourcentage du PIB, ayant encore progressé en Belgique sur la période 2003-2005 par rapport aux années précédentes, passant – hors centres de coordination – de 4,9 à 5,8 p.c. du PIB. Dans le même temps, elles ont été ramenées de 4,2 à 2,5 p.c. du PIB dans l'ensemble de UE, malgré la hausse affichée dans les douze nouveaux pays membres.

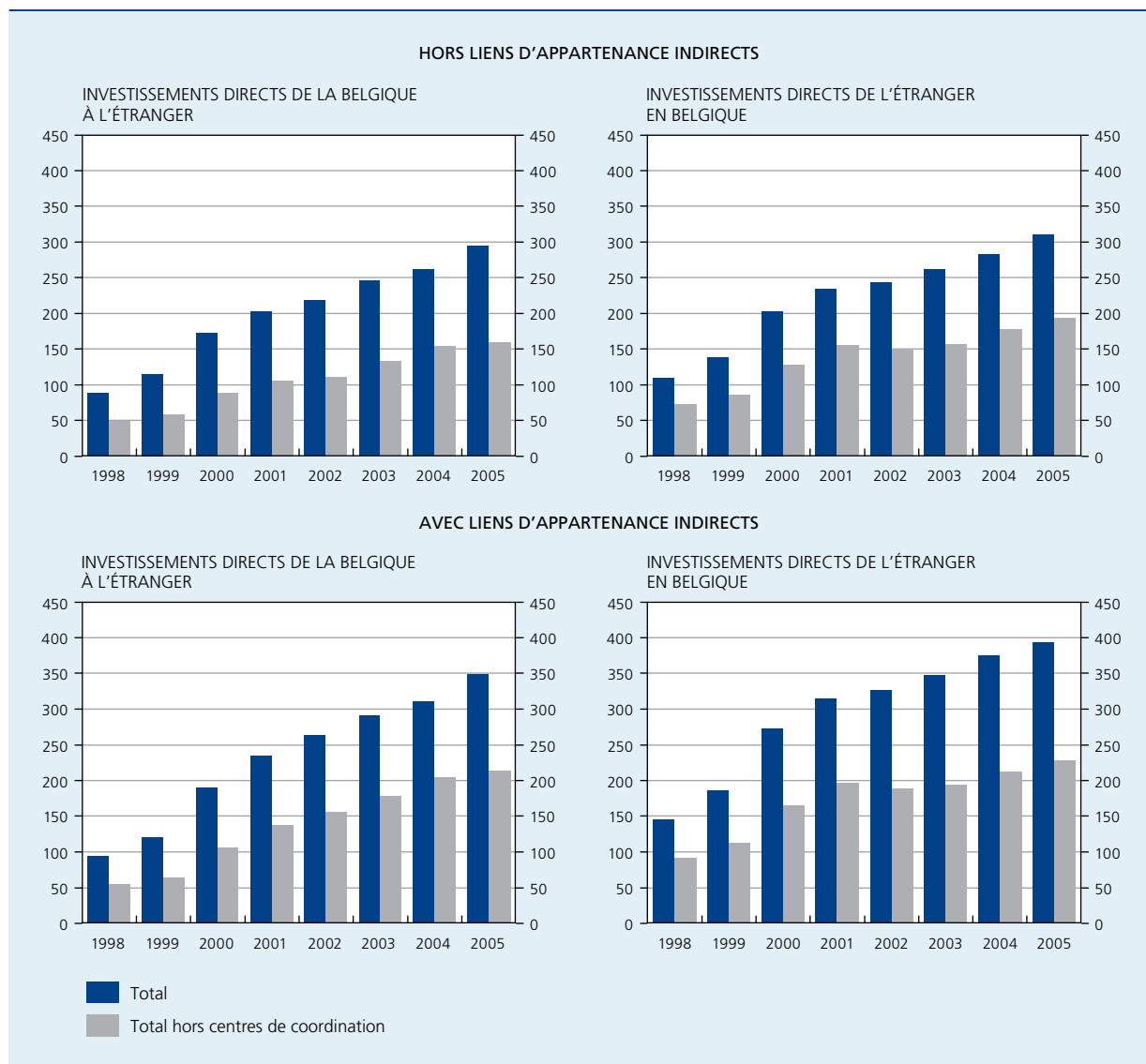
L'image d'une évolution généralement à la hausse des flux d'investissements directs de et vers la Belgique doit toutefois être nuancée. En effet, outre le fait qu'elle a été fortement influencée par les transits de capitaux via les centres de coordination, d'autres transactions de nature financière y ont également joué un rôle. Il s'agit entre autres de quelques opérations de fusions et acquisitions qui ont notamment eu lieu dans le secteur bancaire vers la fin des années 1990 ou, plus récemment, lors de la création d'un groupe brassicole belgo-brésilien en 2004 et du rachat par un investisseur étranger du principal opérateur d'électricité belge en 2005. En règle générale, ces opérations sporadiques de grande envergure ne se traduisent pas directement par une formation de capital physique.

Les investissements susceptibles de donner effectivement lieu à la création ou à l'extension d'activités sont désignés communément par le vocable « investissements *greenfield* ». Ils font l'objet de recensements dans des bases de données microéconomiques établies principalement par des sociétés de conseil ou par des agences publiques de promotion des IDE à partir des annonces de projets. À l'inverse des statistiques sur les IDE, ces données ne rendent pas compte des désinvestissements. Aussi, elles ne peuvent servir à illustrer des délocalisations revêtant la forme d'un transfert pur et simple d'activités d'un pays vers un autre.

(1) Ce pourcentage n'est pas affecté par les investissements directs opérés par des centres de coordination. Ces derniers n'étant pas autorisés à détenir des participations dans d'autres sociétés, ils ne transfèrent des capitaux qu'au moyen de prêts interentreprises.

GRAPHIQUE 2 ENCOURS D'INVESTISSEMENTS DIRECTS

(milliards d'euros)



Source : BNB.

D'après les chiffres publiés par la CNUCED, sur la base de données collectées par Locomonitor, le nombre de projets *greenfield* a augmenté en Belgique entre 2002 et 2005, mais à un rythme similaire à celui de l'ensemble de l'UE. Sur la même période, le nombre de projets des entreprises résidentes à l'extérieur du pays a augmenté constamment dans le cas belge, à un rythme un peu plus rapide que dans d'autres pays de l'UE. En conséquence, la part de la Belgique dans le total des projets sortants des pays de l'UE, en ce compris les flux internes à l'UE, a augmenté de 1,9 à 2,7 p.c. entre ces deux années.

3. Motivations des investissements belges à l'étranger

Pour une entreprise, les raisons motivant la réalisation d'un investissement direct à l'étranger sont en général très diverses, et peuvent varier sensiblement d'un projet à l'autre. Il est néanmoins possible de les répertorier suivant différentes catégories, telles que celles utilisées par Dunning (1998), qui opère une distinction entre les investissements *resource-seeking*, *market-seeking*, *efficiency-seeking* et *strategic asset-seeking*.

Les investissements *resource-seeking* visent l'exploitation de ressources naturelles, et leur localisation est dès lors déterminée par la présence de celles-ci. Les IDE *market-seeking* sont, pour leur part, motivés par l'opportunité d'exploiter de nouveaux débouchés. Se concevant le plus souvent comme des unités de production intégrant l'ensemble du processus de création de valeur ajoutée, le choix de leur localisation est exclusivement déterminé par la proximité des marchés sur lesquels leur production est écoulée. À l'inverse, le choix de la destination des investissements de type *efficiency-seeking* dépend de la possibilité de réaliser des gains d'efficacité en tirant parti, par le biais d'une fragmentation internationale de la chaîne de production, de différences entre pays dans les coûts des facteurs, tels que ceux du travail, ou d'autres avantages comparatifs dont la pertinence varie suivant le type d'activité envisagé. Dans ce cas de figure, le choix de l'implantation d'une unité de production dans un pays particulier est donc étroitement lié aux avantages que ce dernier peut offrir pour un segment spécifique de la chaîne de valeur ajoutée. Les investissements *strategic asset-seeking*, qui sont opérés par l'acquisition de participations dans des entreprises existantes, visent, quant à eux, essentiellement l'appropriation d'éléments, tels que des brevets ou un positionnement sur des marchés, susceptibles d'accroître la compétitivité des entreprises qui en sont à l'origine. Dans la pratique, les stratégies d'investissement et de localisation des entreprises actives dans plusieurs pays sont souvent bien plus complexes, et ces différents types de motivations peuvent se combiner.

À défaut de disposer d'informations directes sur les motivations des investissements des entreprises belges à l'étranger, leur localisation ainsi que les branches d'activité qui en sont à l'origine permettent d'en appréhender les raisons.

De même que ces pays sont les principaux pourvoyeurs d'IDE en Belgique, les encours d'IDE de la Belgique restent majoritairement localisés dans d'autres pays développés, avec lesquels elle entretient des liens commerciaux de longue date, spécialement les pays voisins et les États-Unis. En 2005, les quatre pays limitrophes et le Royaume-Uni comptaient pour environ 60 p.c. du total, en raison entre autres des participations croisées liant des entreprises résidentes à des sociétés-sœurs établies dans les pays voisins. Les États-Unis représentaient, de leur côté, une part considérable de l'activité des filiales à l'étranger (36 p.c. du total de l'emploi et 18 p.c. du chiffre d'affaires), en raison de l'importance de certaines chaînes de magasins détenues par un groupe de distribution belge.

L'intensité des liens entre des sociétés de pays proches ne reflète pas uniquement des prises de participation de nature stratégique, mais traduit également le développement réel d'activités. Plus de la moitié des projets d'investissements *greenfield*⁽¹⁾ à l'initiative des firmes belges en 2005 ont été réalisés dans les pays développés, dont plus de 40 p.c. dans les pays proches, par ordre décroissant d'importance la France, le Royaume-Uni, l'Allemagne et les Pays-Bas. Ces projets sont cependant relativement moins intensifs en main-d'œuvre que ceux dans les autres zones géographiques, ne représentant qu'un peu plus d'un cinquième des emplois générés par des investissements *greenfield* à l'étranger à l'initiative d'entreprises belges.

Entre 1998 et 2005, une part croissante des IDE a été orientée vers les douze derniers adhérents de l'UE. L'industrie manufacturière y représente près de la moitié de l'emploi des filiales d'entreprises belges, alors qu'elle ne représente que le tiers des emplois dans les filiales établies dans les quinze premiers États membres de l'UE. La fabrication de machines et d'équipements représente, à elle seule, environ 17 p.c. du total de l'emploi des filiales dans ces pays.

Une partie des IDE de la Belgique s'est également davantage dirigée vers les pays en développement. Ceux-ci ne comptaient toutefois en 2005 que pour 11 p.c. de l'encours des IDE des firmes belges. Parmi ce groupe de pays, la proportion des IDE vers l'Europe du Sud-est et la Communauté des États Indépendants a quelque peu augmenté à la suite d'investissements réalisés dans diverses branches, le plus souvent dans des activités de services.

La part des pays asiatiques dans l'encours des IDE a également augmenté mais celles de la Chine et de l'Inde restent marginales. L'augmentation des encours dans les pays asiatiques a particulièrement été concentrée en Corée du Sud, à Singapour et à Hong Kong. Ce sont surtout des entreprises de services qui en sont à l'origine. La part des pays en développement, spécialement ceux d'Asie, est plus importante dans la ventilation géographique de l'emploi et du chiffre d'affaires des filiales que dans celle des encours et elle a également augmenté au cours des dernières années considérées. Dans les pays asiatiques, l'industrie manufacturière utilise un quart de l'emploi des filiales, dont 11,5 p.c. pour la métallurgie.

(1) Les données ventilant géographiquement les projets d'investissements *greenfield* des entreprises belges à l'étranger proviennent d'IBM-Plant Location International.

TABLEAU 3 VENTILATION GÉOGRAPHIQUE DES IDE DES ENTREPRISES BELGES

(pourcentages du total, sauf mention contraire)

	Encours d'investissements directs ⁽¹⁾		Filiales établies à l'étranger en 2005 ⁽²⁾			p.m. Croissance du PIB attendue pour la période 2007-2011
	1998	2005	Chiffre d'affaires	Emploi	Part de l'industrie dans l'emploi ⁽³⁾	
Pays développés	92,4	88,9	85,3	82,4	24,6	2,5
Union européenne	73,4	74,3	62,8	44,4	35,0	2,0 ⁽⁴⁾
dont :						
Allemagne	7,0	4,8	7,9	4,6	33,2	1,5
France	12,6	10,0	17,5	10,5	39,3	2,0
Luxembourg	9,6	17,7	4,9	6,2	3,6	n.
Pays-Bas	27,7	24,1	4,0	3,5	25,7	2,4
Royaume-Uni	5,5	3,7	11,7	7,7	41,5	2,2
Douze nouveaux membres	1,2	7,4	3,5	5,8	49,5	4,5 ⁽⁵⁾
États-Unis	14,2	11,9	18,4	35,7	10,4	3,0
Autres pays développés ⁽⁶⁾	4,7	2,7	4,1	2,3	44,6	2,3 ⁽⁷⁾
Pays en développement	7,6	11,1	14,7	17,6	21,8	6,0
Asie et Océanie	1,2	4,4	10,8	9,7	24,9	6,9 ⁽⁸⁾
dont :						
Chine (hors Hong Kong)	0,6	0,4	0,6	1,3	88,1	8,8
Corée du Sud	0,1	2,2	8,4	2,1	4,5	4,8
Inde	0,1	0,0	0,1	0,8	84,7	7,5
Amérique latine et Caraïbes	4,9	4,9	1,2	3,4	22,5	4,0 ⁽⁹⁾
Europe du Sud-est et CEI	0,1	1,2	1,7	0,5	41,4	5,6 ⁽¹⁰⁾
dont :						
Fédération de Russie	0,0	0,8	1,6	0,3	55,9	5,7
Afrique	1,4	0,6	1,0	4,0	11,4	n.
Total	100,0	100,0	100,0	100,0	24,1	3,2

Sources: Consensus Economics (octobre 2006), BNB.

(1) Y compris les capitaux propres détenus via des liens d'appartenance indirects, hors centres de coordination.

(2) Entreprises détenues à hauteur de plus de 50 p.c. de leur capital social via des liens d'appartenance directs.

(3) La ventilation est effectuée sur la base des branches d'activité des entreprises résidentes à l'origine des IDE.

(4) Hors Luxembourg.

(5) Hongrie, Pologne, République tchèque, Slovaquie et Roumanie.

(6) Australie, Canada, Gibraltar, Islande, Israël, Japon, Norvège, Nouvelle-Zélande et Suisse.

(7) Australie, Canada, Japon, Norvège, Nouvelle-Zélande et Suisse.

(8) Chine, Corée du Sud, Hong Kong, Inde, Indonésie, Malaisie, Philippines, Singapour, Taiwan, Thaïlande et Turquie.

(9) Argentine, Brésil, Chili, Colombie, Mexique, Pérou et Venezuela.

(10) Russie et Ukraine.

Les pays en développement sont devenus une destination privilégiée pour des investissements intensifs en main-d'œuvre. Cette caractéristique transparaît dans le fait que la part de l'emploi des filiales implantées dans les pays en développement dans le total de l'emploi des filiales à l'étranger des entreprises résidentes est en général supérieure à celle de leur chiffre d'affaires. De même, alors que les projets *greenfield* initiés par des entreprises belges étaient, en 2005, moins nombreux dans ces pays

que dans les pays développés, ils représentaient, cette année-là, environ 60 p.c. des emplois générés par ces nouveaux investissements. Les projets lancés par les entreprises belges ont été particulièrement générateurs d'emplois en Chine, en Amérique latine, en Russie et en Afrique du Nord.

Selon les statistiques d'encours, les entreprises actives dans les services détenaient en 2005 près de 60 p.c. des IDE belges à l'étranger, principalement les services aux entreprises et le secteur financier, lesquels englobent notamment les sociétés de holding. Le commerce occupait également une place non négligeable⁽¹⁾. L'industrie manufacturière, dont la part dans les IDE des entreprises belges à l'étranger a diminué depuis 1998, ne comptait que pour un peu plus d'un tiers des encours des sorties d'IDE de la Belgique et pour un cinquième de l'emploi des filiales et de leur chiffre d'affaires. La branche industrielle investissant le plus à l'étranger est la chimie. Dans cette branche, les investissements *greenfield* à l'étranger ont été plus intensifs en emplois que ceux réalisés en Belgique. Parmi les autres branches de l'industrie, on mentionnera des investissements *greenfield* intensifs en main-d'œuvre dans l'industrie alimentaire, le textile, les produits en caoutchouc et plastique et les autres produits non-métalliques.

Les IDE dans les pays développés, qui restent les plus importants dans le total des investissements à l'étranger des entreprises belges, semblent être motivés essentiellement par la recherche d'une présence sur des marchés prospères, notamment par le biais de fusions et acquisitions.

S'agissant des facteurs qui peuvent inciter les entreprises belges, comme celles d'un grand nombre de pays de l'UE15, à investir dans des pays émergents tels que la Chine, la Russie et les pays ayant rejoint l'UE depuis 2004, on soulignera également l'importance des déterminants propres aux investissements *market-seeking*. En effet, ces pays qui ont bénéficié d'une croissance supérieure à la moyenne au cours des années précédentes, présentent également de bonnes perspectives de croissance pour les années 2007-2011, toujours plus élevées que pour le reste du monde.

Au-delà des perspectives de débouchés, les IDE vers ces pays peuvent aussi se justifier sur la base d'arguments *efficiency-seeking*, principalement parce que le coût du travail est nettement plus faible dans les pays émergents que dans les pays développés. La structure des IDE de la Belgique semble indiquer que les investissements visant à réduire les coûts de production n'en représentent à ce stade qu'une part relativement faible. De fait, les pays à bas coûts salariaux ne comptent que pour une part assez restreinte de l'emploi et du chiffre d'affaires des filiales établies à l'étranger, ce qui suggère que l'implantation des IDE motivés par la délocalisation d'activités vers ces pays demeure limitée. On notera toutefois que les statistiques sur les IDE ne rendent pas compte de l'autre modalité des délocalisations, à savoir la sous-traitance internationale.

4. Structure des investissements étrangers en Belgique

La structure par branche des IDE en Belgique est assez semblable à celle des IDE de la Belgique à l'étranger, ce qui s'explique notamment par l'importance des participations croisées entre des entreprises appartenant aux mêmes groupes internationaux. Ainsi, à l'instar des autres pays développés, les IDE des entreprises étrangères en Belgique sont concentrés principalement dans les branches de services. Les services aux entreprises, en particulier, représentent pas moins de 22 p.c. de l'encours des IDE entrants, même abstraction faite des centres de coordination. Viennent ensuite, par ordre décroissant d'importance, le commerce, les activités financières et les transports et communications. L'industrie manufacturière, quant à elle, bénéficie d'un tiers des IDE entrants. Si l'on se réfère aux statistiques relatives aux seules filiales étrangères, on constate néanmoins que cette branche compte pour environ la moitié de l'activité économique générée par celles-ci.

Par rapport aux autres pays développés, les branches de la chimie, de la production d'électricité, de gaz et d'eau, du commerce, des transports et communications et des services aux entreprises sont davantage représentées dans les IDE dont la Belgique a bénéficié. En revanche, les IDE en Belgique apparaissent sous-représentés notamment dans la fabrication de machines et équipements, la fabrication de matériel de transport, les activités financières et la construction. La part des activités de fabrication est toutefois plus importante lorsque l'on considère les statistiques sur les filiales. À titre d'exemple, la fabrication de matériel de transport, spécialement l'assemblage automobile, représentait en 2005 près de 11 p.c. de l'emploi dans les filiales d'entreprises étrangères établies en Belgique.

Les données de Locomonitor sur les investissements *greenfield* réalisés entre janvier 2002 et février 2007 dans les pays de l'UE confirment largement les atouts et faiblesses sectoriels de la Belgique qui se dégagent de la composition des IDE, et permettent d'en affiner le diagnostic, notamment en l'étayant par une ventilation des projets par type d'activité. Cette base de données recense 521 projets *greenfield* en Belgique sur la période considérée, sur un total de 17.032 projets pour l'ensemble de l'UE. La Belgique a donc attiré 3,1 p.c. des projets entrant dans l'UE, alors que son poids en termes de population n'est que de 2,1 p.c.

(1) Son importance dans les statistiques sur les filiales a été accrue à partir de 2005 en raison de la prise en compte d'entreprises détenues aux États-Unis par un groupe de distribution belge.

TABEAU 4 VENTILATION PAR BRANCHE D'ACTIVITÉ⁽¹⁾ DES INVESTISSEMENTS DIRECTS EN 2005
(pourcentages du total)

	Encours des investissements directs			Chiffre d'affaires		Emploi	
	De la Belgique à l'étranger ⁽²⁾	De l'étranger en Belgique ⁽²⁾	<i>p.m. Encours des IDE dans les pays développés en 2004</i>	Filiales d'entreprises belges à l'étranger	Filiales d'entreprises étrangères en Belgique	Filiales d'entreprises belges à l'étranger	Filiales d'entreprises étrangères en Belgique
Agriculture, chasse, sylviculture	0,0	0,3	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Extraction	1,8	3,6	3,5	1,7	0,1	2,7	0,2
Industrie manufacturière	34,2	33,6	32,7	22,4	54,2	24,1	51,2
Industries agricoles et alimentaires	5,2	3,3	3,2	3,5	4,2	2,4	4,6
Industries chimique, du caoutchouc et des plastiques	11,3	14,4	9,4	6,9	13,5	7,7	13,1
Métallurgie et travail des métaux	1,9	2,7	2,4	2,7	5,0	3,1	7,3
Fabrication de machines et équipements	0,6	0,9	2,2	3,6	2,0	4,2	3,9
Fabrication d'équipements électriques et électroniques	0,6	0,8	3,5	1,8	1,8	2,8	4,1
Fabrication de matériel de transport	0,2	0,7	3,8	0,7	6,9	0,7	10,8
Autres industries manufacturières	14,4	10,8	8,2	3,2	20,7	3,1	7,4
Construction	0,4	0,4	0,8	0,9	0,5	3,5	1,4
Production et distribution d'électricité, de gaz et d'eau	4,0	4,5	2,3	1,1	0,4	0,2	0,1
Services	58,9	57,1	59,8	73,2	44,8	69,0	47,1
Commerce et réparations	9,0	15,0	11,7	40,7	34,3	44,9	15,7
Transports et communications	6,7	7,4	5,0	3,0	4,3	3,2	5,4
Activités financières	10,1	11,5	20,6	16,4	0,5	5,8	0,9
Immobilier, location et services aux entreprises	32,1	22,2	14,3	12,4	5,2	13,6	21,7
Autres services	1,0	0,9	8,2	0,8	0,5	1,6	3,3
Activités indéterminées ou autres	0,5	0,5	0,8	0,6	0,0	0,5	0,0
Total	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Sources: CNUCED, BNB.

(1) La ventilation est effectuée sur la base des branches d'activité des entreprises résidentes.

(2) Y compris les capitaux propres détenus via des liens d'appartenance indirects, hors centres de coordination.

Le nombre d'investissements *greenfield* étant recensés sur la base de leur impact réel sur l'économie, l'industrie manufacturière y apparaît davantage représentée que dans les agrégats relatifs aux encours d'IDE, ceux-ci couvrant également les relations de nature financière. Ainsi, pour l'ensemble de l'UE, près de 60 p.c. des projets initiés sont industriels, les quelques 40 p.c. restants aboutissant à la mise en place d'activités de services.

Dans le secteur des services, la Belgique n'a attiré que 2,7 p.c. des projets *greenfield* entrant dans l'UE. Elle est sous-représentée dans l'immobilier, le tourisme et les loisirs, activité pour laquelle elle jouit de moins de dotations naturelles que les pays européens autres que ses

voisins, mais aussi, encore que dans une moindre mesure, dans les services financiers et aux entreprises et dans les technologies de l'information et de la communication. Ces deux derniers points faibles de la Belgique correspondent à des atouts des cinq pays voisins considérés globalement. En revanche, la logistique et la distribution, activités liées aux services de transports et de communications, constituent un atout de la Belgique.

En ce qui concerne l'industrie manufacturière, 3,3 p.c. des projets *greenfield* entrant dans l'UE ont été implantés en Belgique. Celle-ci est spécialisée, en particulier, dans la chimie, en ce compris le plastique et le caoutchouc, dans les sciences du vivant, ainsi que dans la fabrication

TABEAU 5 VENTILATION PAR BRANCHE ET PAR TYPE D'ACTIVITÉ DES PROJETS *GREENFIELD* RÉALISÉS DANS L'UE ENTRE JANVIER 2002 ET FÉVRIER 2007

(pourcentage de chaque pays dans le total de l'UE, sauf mention contraire)

	Belgique	Cinq pays voisins	Douze nouveaux pays de l'UE	<i>p.m.</i> Poids de la branche ou du type d'activité dans le total de l'UE
Par branche d'activité				
Industrie	3,3	31,6	41,5	59,7
dont:				
Chimie, plastique et caoutchouc	7,8	39,0	29,2	4,7
Sciences du vivant	4,4	43,2	18,4	4,9
Fabrication d'équipement de transport	4,1	27,6	50,5	9,3
Industrie lourde	3,1	34,8	42,9	10,4
Industrie légère	2,5	31,6	40,4	10,0
Industrie alimentaire	2,2	19,6	55,1	8,2
Industrie électronique	2,1	36,0	40,6	7,1
Biens de consommation	1,8	27,7	37,5	5,1
Services	2,7	42,8	27,9	40,3
dont:				
Logistique et distribution	7,0	38,9	30,3	3,8
Technologies de l'information et des communications (TIC)	2,8	54,1	16,4	15,8
Services financiers et aux entreprises	2,7	43,2	27,4	12,1
Immobilier, tourisme et loisirs	0,8	22,8	48,9	8,5
Total	3,1	36,1	36,0	100,0
Par type d'activité				
Logistique et distribution	7,8	37,8	32,7	6,3
Tests et expérimentation	4,2	39,4	28,2	0,4
Formation	4,1	52,7	24,3	0,4
R&D	3,6	42,2	21,3	4,6
Centre de support au client	3,6	47,7	18,6	1,6
Production manufacturière	3,6	26,6	52,4	26,6
Quartiers généraux	3,5	62,3	7,3	4,0
Ventes, marketing et support	3,0	55,0	17,8	18,1
Infrastructure Internet ou TIC	2,9	37,7	29,5	1,2
Centre de support technique	2,9	38,5	33,7	0,6
Services aux entreprises	2,9	43,9	26,7	10,6
Électricité	2,4	34,5	33,9	1,0
Centre de services partagés	1,9	19,6	50,6	0,9
Services de maintenance	1,5	42,3	39,4	0,8
Commerce de détail	1,3	22,2	42,7	17,2
Extraction	0,8	24,2	39,5	0,7
Construction	0,7	17,8	59,3	4,8
Total	3,1	36,1	36,0	100,0
<i>p.m. Population</i>	2,1	47,3	21,2	

Source: Locomonitor.

d'équipements de transport. Pour la plupart de ces activités, spécialement l'assemblage automobile, les pays de l'Europe centrale que sont la Hongrie, la Pologne, la République tchèque et la Slovaquie, se positionnent comme des concurrents sérieux. La Belgique est en revanche sous-représentée au niveau des projets *greenfield* dans les activités de production de biens de consommation, de l'électronique et, dans une moindre mesure, de l'industrie alimentaire.

Le type d'activité pour lequel la Belgique est la plus spécialisée est, de loin, la logistique et la distribution. Elle a attiré pas moins de 7,8 p.c. des projets *greenfield* de cette nature réalisés dans l'UE. Pour ces activités, on notera une pénétration croissante de certains pays d'Europe centrale, dont la Pologne et la Hongrie.

En outre, comme dans les cinq pays voisins dans leur ensemble, la Belgique est relativement spécialisée dans diverses activités de support à haute valeur ajoutée comme le test de produits, la formation, le support au client, la R&D et les quartiers généraux. Elle accueille également davantage de projets de production manufacturière (3,6 p.c.) que sa part dans le total des projets *greenfield*. Ce point fort démarque la Belgique de chacun de ses cinq pays les plus proches. En revanche, la production manufacturière est l'activité dominante dans la plupart des pays ayant rejoint l'UE depuis 2004. Pris globalement, ces nouveaux États membres de l'UE ont bénéficié de plus de la moitié des projets *greenfield* visant la production de biens, alors que leur part dans l'ensemble des projets *greenfield* n'est que de 36 p.c.

Les activités pour lesquelles la Belgique est sous-représentée comprennent la construction, l'extraction, le commerce de détail, les services de maintenance et les centres de services partagés. On notera aussi que, contrairement à ses cinq pays voisins, la Belgique n'est pas spécialisée dans la vente, le marketing et le support.

Si, dans les enquêtes d'opinion dont le Baromètre de l'attractivité d'Ernst & Young (2006), les chefs d'entreprise estiment également que la Belgique est relativement attractive pour attirer des activités telles les entrepôts et centres logistiques, les quartiers généraux, les centres de R&D et les back-offices administratifs et comptables, la capacité démontrée de la Belgique à attirer des unités de production manufacturière va à rebours de l'opinion exprimée par les chefs d'entreprise dans ces enquêtes. Ce paradoxe pourrait s'expliquer en partie par le fait que les projets *greenfield* initiés en Belgique portent majoritairement sur l'extension d'activités existantes et moins sur l'implantation de nouvelles entités. Ernst & Young et l'Amcham Belgique (2005) ont d'ailleurs noté que l'image

de ce pays est plus positive pour les chefs d'entreprise qui y sont déjà installés que pour ceux actifs ailleurs.

L'analyse des projets *greenfield* réalisés en Belgique et dans les autres pays d'Europe permettent également de tirer d'autres enseignements. Premièrement, le nombre d'emplois créés par projet est relativement faible en Belgique, spécialement en comparaison avec les pays d'Europe centrale et orientale ayant rejoint l'UE en 2004 et 2007 et avec la Russie. Cette caractéristique, la Belgique la partage avec d'autres pays dont le niveau des coûts salariaux horaires est élevé comme la France, les pays scandinaves et la Suisse. Sur la base des données d'Ernst & Young, il semble que cette moindre proportion d'emplois créés en Belgique résulte surtout de l'envergure limitée des investissements, les montants investis par projet y étant particulièrement faibles, à l'inverse de la plupart des grands pays d'Europe. En revanche, plus de 1.000 emplois seraient créés par million d'euros investi, une performance qui ne serait dépassée que par les pays d'Europe centrale et orientale et l'Irlande.

5. Attractivité de la Belgique en matière d'IDE

Envisager les raisons qui incitent les entreprises à réaliser un IDE en Belgique implique d'abord de mettre en évidence les raisons qui les amènent à investir en Europe. Comme l'a montré, notamment, le tableau de bord de l'attractivité en Europe dressé conjointement sous l'égide de l'Agence française pour les investissements internationaux et d'Invest in Germany (2007), le principal attrait de l'Europe pour les IDE réside dans la taille de son économie, l'UE étant, à ce jour, le plus vaste marché au monde devant les États-Unis, le Japon, la Chine ou l'Inde. Le marché européen a atteint un haut niveau d'intégration et le revenu national de l'UE est particulièrement élevé. En outre, ses infrastructures de transport sont considérées comme les meilleures du monde et celles de télécommunication y sont performantes. Enfin, la main-d'œuvre y est productive et hautement qualifiée, et le climat social globalement plutôt calme.

Dans ce contexte, puisque le marché européen peut être desservi à partir de n'importe quel pays de l'UE, il convient pour la Belgique de se démarquer de ceux-ci afin de pérenniser son attrait en matière d'IDE.

Selon les résultats d'une enquête conduite par la société de conseil Ernst & Young (2006), les critères les plus importants aux yeux des décideurs sont d'ordre opérationnel et c'est pour cette catégorie de critères que la Belgique est la mieux appréciée par rapport aux autres

TABLEAU 6 CRITÈRES DE LOCALISATION DES INVESTISSEMENTS: PERTINENCE ET POSITION DE LA BELGIQUE

	Part des chefs d'entreprise estimant le critère très important (en pour cent)	Nature du critère	Place de la Belgique dans le classement européen ⁽¹⁾
Infrastructures de transport et de logistique	54	opérationnel	6
Charges et coûts salariaux	52	financier	18
Possibilités d'amélioration de la productivité	48	financier	15
Infrastructures de télécommunication	48	opérationnel	5
Clarté et stabilité de l'environnement législatif et administratif ..	47	environnement	8
Charges fiscales de l'entreprise	46	financier	16
Niveau de qualification de la main-d'œuvre	45	opérationnel	6
Présence d'un marché local	44	opérationnel	10
Moyenne des critères opérationnels	42	opérationnel	8
Flexibilité du droit du travail	41	opérationnel	10
Stabilité de l'environnement et du climat social	40	environnement	10
Moyenne des critères financiers	35	financier	13
Moyenne des critères d'environnement	34	environnement	9
Expertise spécifique du pays ou de la zone	33	environnement	9
Disponibilité et prix des terrains, réglementation	31	opérationnel	n.
R&D, disponibilité et qualité des pôles	29	opérationnel	12
Langue, culture et valeurs	29	environnement	8
Régimes sociaux pour les cadres internationaux et les sièges sociaux	27	financier	8
Aides publiques, subventions et mesures d'accompagnement ..	24	financier	10
Appartenance à la zone euro	23	financier	oui
Qualité de la vie	23	environnement	8
Proximité avec les investisseurs financiers	22	financier	8

Sources : Ernst & Young Europe et Belgique (2006).

(1) Les vingt pays considérés sont les quinze premiers États membres de l'UE à l'exception de la Grèce, de la Finlande et du Luxembourg, ainsi que la Pologne, la République tchèque, la Slovaquie, la Hongrie, la Roumanie, la Bulgarie, la Russie et la Suisse.

pays de l'UE. Ils englobent notamment la proximité des marchés, la qualité des infrastructures et la qualité de la main-d'œuvre.

La position centrale de la Belgique constitue un atout dans la mesure où un marché très large et composé des zones parmi les plus développées d'Europe, et donc au pouvoir d'achat élevé, se situe dans un rayon de trois heures de route. Globalement, selon Cushman & Wakefield (2006, op. cit.)⁽¹⁾, la Belgique reste le pays où l'accessibilité au marché est la plus grande. L'élargissement, surtout vers l'est, de l'UE a toutefois quelque peu modifié la donne. En effet, d'après nos calculs basés sur l'indicateur de proximité aux marchés mis au point par le CEPII⁽²⁾, la Belgique ne se classerait plus qu'à la onzième place, juste derrière les Pays-Bas, si l'on considère l'ensemble des

relations bilatérales entre les pays de l'UE ainsi que deux pays développés situés à proximité de cette zone, à savoir la Suisse et la Norvège, et en tenant également compte de la présence de plusieurs pôles d'activité économique dans certains pays. Les pays ayant le meilleur accès au marché européen défini de la sorte sont, dans l'ordre, la République tchèque, l'Autriche et l'Allemagne. Il apparaît toutefois que les écarts sont peu importants entre les douze premiers pays classés. En outre, à l'inverse de certains de ces pays, la Belgique a l'avantage d'être dotée

(1) Cushman & Wakefield (2006, op. cit.) établit un classement parmi quinze pays (les quinze premiers membres de l'UE à l'exception de la Grèce, de la Finlande, du Danemark et du Luxembourg, ainsi que la République tchèque, la Pologne, la Hongrie et la Russie) sur la base des critères suivants cités par ordre décroissant de leur poids: la facilité d'accès aux marchés, la qualité du système de transport (densité, congestion, fret), les coûts d'un entrepôt, de bureaux et du travail, l'offre de bâtiments et de terrains commerciaux.

(2) Voir Mayer et Zignano (2006) pour une explication méthodologique et une présentation des données.

de ports maritimes, ce qui peut favoriser des relations commerciales en dehors de la zone européenne.

La position géographique relativement avantageuse de la Belgique est la principale raison pour laquelle le pays est répertorié comme le plus attractif pour les activités de transport et de logistique, un autre facteur significatif étant la densité et la qualité des infrastructures de transport, lesquelles sont également perçues par le plus grand nombre de chefs d'entreprise comme un facteur très important dans le choix d'une implantation. En particulier, la Belgique présente, selon l'Institute for Management Development (IMD, 2006), le réseau routier le plus dense parmi les pays de l'UE pris en considération et, après la République tchèque, le réseau ferroviaire le plus dense parmi ce même ensemble de pays. D'une manière générale, la qualité des infrastructures est appréciée favorablement, même si la congestion routière⁽¹⁾ constitue désormais un réel problème et la disponibilité de liaisons aériennes internationales⁽²⁾, notamment vers les États-Unis, semble plus faible que dans les trois principaux pays voisins et au Royaume-Uni.

Le critère, également de nature opérationnelle, pour lequel la Belgique est relativement la mieux perçue par les chefs d'entreprise sondés par Ernst & Young est la qualité de ses infrastructures de télécommunication. Cette performance est d'autant plus intéressante qu'il s'agit d'un des cinq critères de décision les plus souvent pris en compte dans la sélection d'un lieu d'implantation. Cette opinion contraste toutefois avec les résultats des indicateurs du WEF et de l'IMD qui, d'une manière générale, situent la Belgique plutôt dans la moyenne des pays de l'UE.

En revanche, la qualité de la main-d'œuvre en Belgique – un critère lui aussi majoritairement considéré comme très important – est à la fois appréciée dans les enquêtes et constatée dans les statistiques sur les systèmes d'éducation, du moins si l'on considère le pays dans son ensemble.

La flexibilité du droit du travail est pour sa part plutôt jugée comme assez importante par les chefs d'entreprise dans le choix d'une localisation. Dans ce domaine, la situation en Belgique est perçue de manière mitigée. Sans doute faut-il y voir un compromis entre les impressions d'une grande rigidité du marché du travail qui se dégage d'un certain nombre d'enquêtes et les observations d'une assez grande souplesse constatée notamment par la Banque mondiale (2006), par exemple en matière d'horaires, de difficultés d'embauche et de licenciement et de coût du licenciement en termes de semaines de salaires, spécialement par rapport aux autres pays de l'UE.

Un autre facteur opérationnel contribuant à l'attrait de la Belgique, notamment pour les activités logistiques, est le coût et la disponibilité des immeubles et des terrains. La Belgique semble se distinguer par des loyers pour les espaces d'entreposage parmi les moins chers au sein des pays considérés par Cushman & Wakefield (2006, op. cit.).

Le critère de la qualité et de la disponibilité de la R&D est plébiscité par les chefs d'entreprise des branches pour lesquelles la recherche est primordiale mais il est moins valorisé par les dirigeants dans l'ensemble des branches. La Belgique semble plutôt mal perçue pour ce facteur, une image désormais confirmée par des indicateurs quantitatifs en matière d'innovation. Ainsi, à la suite d'un recul de son score et de son classement entre 2005 et 2006, la Belgique n'occupe plus qu'une position médiocre à la fois selon le tableau de bord de l'innovation préparé pour la CE⁽³⁾ et selon l'indicateur d'innovation du Deutsches Institut für Wirtschaftsforschung⁽⁴⁾ (DIW). Cette contre-performance amène la Belgique en dessous de la moyenne de l'UE15. Selon le tableau de bord de l'innovation, la Belgique demeure toutefois largement au-dessus de la moyenne de l'UE, puisqu'elle précède chacun des douze nouveaux pays adhérents. Le tassement de la Belgique provient d'une évaluation moins favorable de son effort de recherche. À titre d'exemple, selon les données d'Eurostat⁽⁵⁾, la part des dépenses de R&D dans le PIB y a reculé de 2,08 p.c. en 2001 à 1,82 p.c. en 2005 tandis que cette part ne s'est repliée que de 1,88 à 1,84 p.c. dans l'ensemble de l'UE.

Les chefs d'entreprise accordent une importance équivalente aux deux autres grandes catégories de critères de sélection d'une implantation, à savoir les critères financiers et d'environnement. En effet, environ 35 p.c. des décideurs les perçoivent comme très importants.

La catégorie des critères financiers présente une large dispersion en termes d'importance pour la décision de localisation d'un investissement entre des éléments, tels les coûts salariaux, le potentiel des gains de productivité ou les charges fiscales pesant sur l'entreprise, qu'environ la moitié des répondants considèrent comme très importants, d'autres éléments, tels les aides publiques, perçus

(1) La Belgique occupe une piètre onzième place sur quinze dans le classement établi par Cushman & Wakefield (2006, op. cit.) pour ce critère.

(2) Cf. Amcham Belgium (2005).

(3) Cf. Pro Inno Europe (2007).

(4) Selon le DIW (2006), le score normalisé de la Belgique (États-Unis = 7) est celui qui a le plus reculé parmi les pays déjà considérés lors du premier classement établi en 2005. En effet, il a baissé de 4,21 à 3,75 tandis qu'il a progressé, légèrement, dans la plupart des autres pays. Ce faisant, la Belgique qui occupait la septième place parmi les onze pays de l'UE considérés en 2005 s'est fait dépasser par les Pays-Bas et l'Autriche. Elle occupe désormais la neuvième place sur douze, l'Irlande ajoutée en 2006 ne réalisant qu'un score de 3,58.

(5) Chiffres provisoires pour l'année 2005.

comme assez importants et, enfin, la proximité des investisseurs financiers, catégorie jugée peu importante.

La Belgique fait partie des pays les moins bien placés pour ce qui concerne les coûts salariaux et les perspectives de gains de productivité. L'appréciation négative du niveau des coûts salariaux est confirmée dans les données quantitatives disponibles, où la Belgique apparaît parmi les cinq pays présentant les coûts salariaux horaires les plus élevés au sein de l'UE, en raison principalement des éléments indirects du coût du travail, en particulier les cotisations sociales mais aussi les primes et le pécule de vacances. Cette position défavorable est au moins partiellement compensée par le niveau élevé de la productivité, notamment dans l'industrie. En revanche, aux yeux des chefs d'entreprise, les perspectives de gains de productivité supplémentaires semblent peu favorables en Belgique.

Parmi les critères financiers, la Belgique fait aussi partie de la queue du peloton européen en matière de charges fiscales pesant sur les entreprises⁽¹⁾. Même si, selon l'Amcham Belgium (2005), la comparaison avec les quatre principaux pays voisins conduit à une perception plus négative pour l'imposition des personnes que pour celle des sociétés, le taux facial d'imposition des sociétés se situe en Belgique à un niveau supérieur à la moyenne de l'UE. Il a certes été réduit en 2003 de 40,17 à 33,99 p.c., mais il a également diminué dans de nombreux pays de l'UE, et un certain nombre de pays, parfois les mêmes, envisagent de nouvelles réductions de ce taux. Ce qui compte, en définitive, c'est le taux d'imposition effectif des sociétés. À cet égard, le système fiscal belge a longtemps été plus avantageux pour certaines activités grâce au régime favorable octroyé aux centres de coordination. Si ce régime sera définitivement abrogé à l'horizon de 2010, d'autres systèmes ont été mis en place afin de rendre la Belgique plus attrayante sur le plan fiscal. Il s'agit principalement de la déduction des intérêts notionnels⁽²⁾ sur une partie des fonds propres, entrée en vigueur en 2006. Un autre aspect important pour les entreprises est l'assurance d'une charge fiscale prévisible. La Belgique a développé à cet égard des formules de *ruling*. En 2005, l'efficacité de celles-ci restait toutefois appréciée moins favorablement par les chefs d'entreprise interrogés par l'Amcham Belgium (2005, op. cit.) que celles en vigueur aux Pays-Bas et au Royaume-Uni.

La Belgique occupe un rang légèrement au-dessus de la moyenne des pays européens dans l'opinion des chefs d'entreprise pour ce qui est des critères d'environnement,

liés aux conditions cadres affectant la conduite des affaires sans influencer directement les coûts ou l'activité (par exemple, le cadre réglementaire) ou aux valeurs dites douces comme la qualité de la vie. Cette appréciation est commune à chacun des critères considérés, à savoir la clarté et la stabilité de l'environnement politique, législatif et administratif, la stabilité de l'environnement et du climat social, la disponibilité d'une expertise spécifique, la langue, la culture et les valeurs, ainsi que la qualité de la vie.

Pour ce qui est du cadre réglementaire, l'appréciation par les chefs d'entreprise est souvent un peu plus négative que la réalité telle qu'elle transparaît au travers d'un examen de la réglementation économique sur la base de cas précis et de variables quantitatives (Banque mondiale, 2006, op. cit.) ou sur la base d'un questionnaire détaillé auprès des administrations nationales (OCDE, 2005 et Conway et al., 2005).

Conclusion

La Belgique, pays entretenant de longue date des relations d'investissements directs avec l'étranger, participe pleinement à l'internationalisation croissante de l'économie. Le rapport entre les flux et les encours des IDE et le PIB y est significativement plus élevé que dans les autres pays développés, en ce compris la plupart de ses principaux pays voisins. Cette présence accrue d'acteurs étrangers reflète à la fois son rôle en tant que plaque tournante financière, notamment via les centres de coordination, et son statut de petite économie ouverte au sein d'une Union européenne dont l'intégration a démarré bien avant – et est allée plus loin – que celle d'autres zones de libre échange.

Au cours des dix dernières années, les IDE de la Belgique ont augmenté constamment et plus rapidement que l'activité économique intérieure. Si les sorties d'IDE se sont, comme dans d'autres pays développés, davantage orientées vers les pays en développement à la recherche à la fois de nouveaux débouchés et de moindres coûts, plus spécifiquement pour des activités intensives en main-d'œuvre, elles restent toutefois majoritairement concentrées dans les pays développés, en ce compris les nouveaux pays membres de l'UE. Ces transferts de capitaux, en partie réalisés par le biais de fusions et d'acquisitions, ont été principalement le fait d'entreprises belges actives dans les services.

Sur la même période, les entrées d'IDE semblent avoir progressé un peu moins rapidement. En termes d'encours, elles ont même stagné au début des années 2000.

(1) Pour une appréciation circonstanciée des tendances récentes de l'imposition des sociétés en Belgique et dans l'UE, voir l'article qui y est consacré dans ce même numéro de la Revue.

(2) Pour une explication plus détaillée de ce régime et de ses implications, voir l'encadré 17 du Rapport annuel 2006 de la Banque.

L'importance des investissements étrangers dans l'économie belge demeure toutefois substantielle et la dynamique récente des flux d'IDE en Belgique a été au moins aussi favorable que dans les autres pays européens pris globalement et, notamment, dans les pays voisins. Le nombre de projets *greenfield* initiés en Belgique s'est d'ailleurs inscrit à la hausse, à un rythme similaire à celui des projets développés dans l'ensemble de l'UE. Les principaux points forts de la Belgique sont, en termes de branche d'activité, la chimie en ce compris les sciences du vivant, ainsi que les transports et communications, et, en termes de type d'activité, la logistique et la distribution. La spécialisation de la Belgique dans l'attrait des IDE pour ces branches et types d'activité s'explique par ses atouts que sont sa position à proximité des marchés en Europe, la densité et la qualité de ses infrastructures de transport et de communication, ainsi que le niveau de formation de la main-d'œuvre et la productivité de celle-ci.

D'une manière générale, la principale motivation d'un investissement direct étranger en Belgique semble être de desservir le marché européen ou, du moins, son noyau le plus développé dont elle fait partie. Dans le choix de la localisation d'un projet, la Belgique entre en concurrence avec les pays de l'UE et, spécialement, avec ses pays voisins dont les caractéristiques économiques, notamment le niveau de vie, sont comparables. Par rapport à ces derniers, la Belgique se doit d'être performante sur l'ensemble des critères, en ce compris le coût salarial et la fiscalité. En particulier, le coût salarial doit évoluer en ligne avec les principaux pays voisins. Par rapport aux autres pays de l'UE, et notamment les nouveaux pays adhérents dont le développement économique est moins avancé, la Belgique présente un handicap en termes de coût salarial horaire mais, dans le même temps, un niveau élevé de productivité et divers avantages sur le plan des critères d'environnement et opérationnels, spécialement la qualité des infrastructures.

Bibliographie

Agence française pour les investissements internationaux (2006), *Le tableau de bord de l'attractivité de la France*, troisième édition, mai.

Agence française pour les investissements internationaux, Invest in Germany, HEC Paris et ESCP-EAP Berlin (2007), *Le tableau de bord de l'attractivité de l'Europe*, mars.

Amcham Belgium (2005), *Survey on US Direct Investment in Belgium, 2004/2005*, mai.

Banque mondiale (2006), *Doing business 2007*.

BNB, Belgian Debt Agency et les primary dealers (2007), *Special topic: notional interest and financial choices for firms*, Belgian Prime News 35.

Bureau of Labor Statistics (2006), *International comparisons of hourly compensation costs for production workers in manufacturing in 2005*, Press release, 30 novembre.

Bureau of Labor Statistics (2007), *International comparisons of manufacturing productivity and unit labor cost trends 2005*, revised, Press release, 22 février.

Consensus Economics (2006), *Consensus Forecasts global outlook 2006-2016*, octobre.

Conway P., V. Janod et G. Nicoletti (2005), *Product market regulation in OECD countries: 1998 et 2003*, OECD, Economics Department Working Papers 419.

CNUCED (2006), *World Investment Report 2006*.

Cushman & Wakefield (2006), *European distribution report 2006*.

Deutsches Institut für Wirtschaftsforschung (2006), *Innovationsindikator Deutschland 2006, Politikberatung kompakt*, Forschungsprojekt in Auftrag der Deutsche Telekom Stiftung und des Bundesverbandes der Deutschen Industrie, Berlin, octobre.

Dunning J.H. (1998), « Location and the multinational enterprise: a neglected factor ? », *Journal of International Business Studies*, 29 (1), 45-66.

Ernst & Young Belgique (2006), *Baromètre de l'attractivité en Belgique en 2006*.

Ernst & Young Europe (2006), *Baromètre de l'attractivité européenne*.

FMI (1993), *Manuel de la balance des paiements*.

Hertveldt B., C. Kegels, B. Michel, B. Van den Cruyce, J. Verlinden et F. Verschueren (2005), *Déterminants de la localisation internationale, avec application aux secteurs Agoria*, Bureau fédéral du plan, working paper 16-05.

IBM - Plant Location International (2006), *Global trends in location selection: final results for 2005*, présentation à la presse, 14 septembre.

IBM - Plant Location International (2006), *FDI into Belgium 2003-2005: analysis based on their Global Investment Locations Database (GILD)*, présentation à la presse, 15 septembre.

IMD (2006), *World Competitiveness Yearbook*.

Locomonitor (2007), *Foreign Direct Investment in developed Europe* (<http://www.locomonitor.com>).

Mayer Th. et S. Zignano (2006), *Notes on CEPII's distances measures*, 3 mai (www.cepii.fr/francgraph/bdd/distances.htm).

OCDE (2005), *Étude économique: Belgique*, Paris.

Piette Ch. (2007), *Importance et évolution des investissements directs en Belgique*, BNB, working paper 107.

Pro Inno Europe (2007), *European Innovation Scoreboard 2006: comparative analysis of innovation performance*, report prepared by the Maastricht Economic Research Institute on Innovation and Technology (MERIT) and the Joint Research Centre of the EC, janvier.

Schröder Ch. (2006), « Industrielle Arbeitskosten im internationalen Vergleich », *IW-Trends*, 33 Jahrgang, Heft 3/2006, *Institut der deutschen Wirtschaft Köln*, août.

Schröder Ch. (2006), « Produktivität und Lohnstückkosten im internationalen Vergleich », *IW-Trends*, 33 Jahrgang, Heft 3/2006, *Institut der deutschen Wirtschaft Köln*, août.

World Economic Forum (2006), *The Global Competitiveness Report 2006-2007*.

L'aplatissement de la courbe des rendements : causes et implications en termes de politiques économiques

M. Collin⁽¹⁾

Introduction

La courbe des rendements sans risque, à savoir la représentation graphique du lien entre les taux d'intérêt et la maturité résiduelle des obligations d'État, constitue une source d'information importante pour les banques centrales. Par exemple, la pente de la courbe des rendements – mesurée comme la différence entre le taux d'intérêt à long et à court termes – est traditionnellement considérée comme un indicateur avancé de l'activité économique relativement fiable. Ainsi, une contraction de l'écart de taux est habituellement suivie après quelques trimestres par un ralentissement économique important, alors qu'une hausse s'accompagne généralement d'une accélération de la croissance économique. Par ailleurs, les rendements à long terme fournissent des indications sur les anticipations d'inflation à long terme et donc, sur la crédibilité de la politique monétaire.

Depuis la mi-2004, on observe un aplatissement important de la courbe des rendements sans risque dans la zone euro ainsi que dans d'autres pays industrialisés, suscitant de la sorte de nombreuses interrogations quant à l'évolution économique future et dans une moindre mesure, quant aux anticipations d'inflation. Cet article examine les raisons de cet aplatissement dans la zone euro et ses conséquences en termes de politiques économiques. Toutefois, en raison de l'ampleur des marchés financiers américains et de l'intégration financière croissante, l'article aborde également, dans une certaine mesure, la situation aux États-Unis.

L'article se structure de la façon suivante. Dans la première section, la situation actuelle est replacée dans une perspective historique. Par ailleurs, cette section examine dans quelle mesure la qualité de la courbe des rendements en tant qu'indicateur des fluctuations économiques futures et des anticipations d'inflation a pu être affectée par des développements récents. La deuxième section analyse les différents facteurs susceptibles d'avoir engendré l'aplatissement de la courbe des taux. La dernière section présente les conclusions.

1. Aplatissement de la courbe des rendements

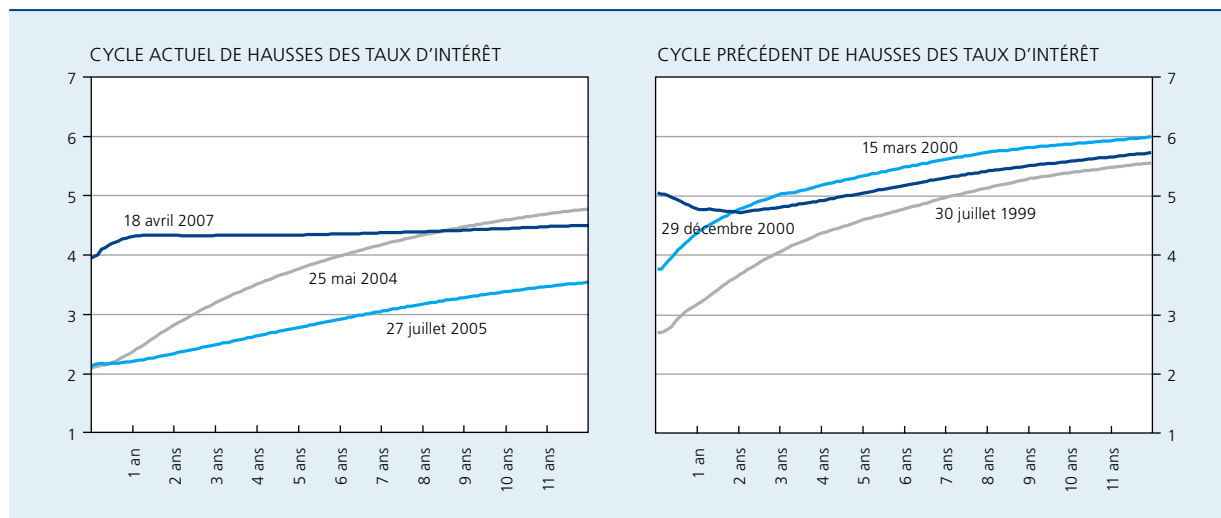
1.1 Perspective historique

Depuis la mi-2004, on assiste à un aplatissement important de la courbe des rendements dans la zone euro. L'écart entre le taux d'intérêt à dix ans sur les obligations d'État dans la zone euro et le taux à trois mois (EURIBOR) est ainsi passé de 233 points de base en juin 2004 à 28 points de base en avril 2007. À l'heure actuelle, la courbe est quasiment plate, les taux d'intérêt, quelles que soient leurs échéances, oscillant autour de 4 p.c. Un tel aplatissement est plutôt un phénomène singulier, en particulier si l'on compare la situation actuelle au cycle précédent de hausses des taux d'intérêt ou si l'on replace celle-ci dans une perspective historique.

(1) L'auteur remercie A. Bruggeman et L. Aucremanne pour leur contribution.

GRAPHIQUE 1 LA COURBE DES RENDEMENTS DANS LA ZONE EURO

(points de pourcentage)



Source : Thomson Financial Datastream.

Une analyse plus détaillée fait apparaître que cet aplatissement est le reflet de deux mouvements distincts. Premièrement, il résulte d'une baisse importante des taux d'intérêt à long terme entre la mi-2004 et la mi-2005, période pendant laquelle les taux d'intérêt à court terme sont, en revanche, restés stables. En effet, le taux d'intérêt à dix ans sur les obligations d'État dans la zone euro a enregistré une contraction de 119 points de base au cours de cette période, le taux d'intérêt à trois mois est resté, quant à lui, inchangé, provoquant de la sorte un aplatissement important de la courbe des rendements sans risque. Deuxièmement, l'aplatissement de la courbe des taux a été amplifié par le resserrement de la politique monétaire dans la zone euro, amorcé en décembre 2005. Le Conseil des gouverneurs de la BCE a porté le taux de soumission minimum pour les opérations principales de refinancement à 3,75 p.c. en mars 2007, contre 2 p.c. en décembre 2005. Pendant cet intervalle de temps, les taux d'intérêt à long terme n'ont, en revanche, progressé que de 60 points de base.

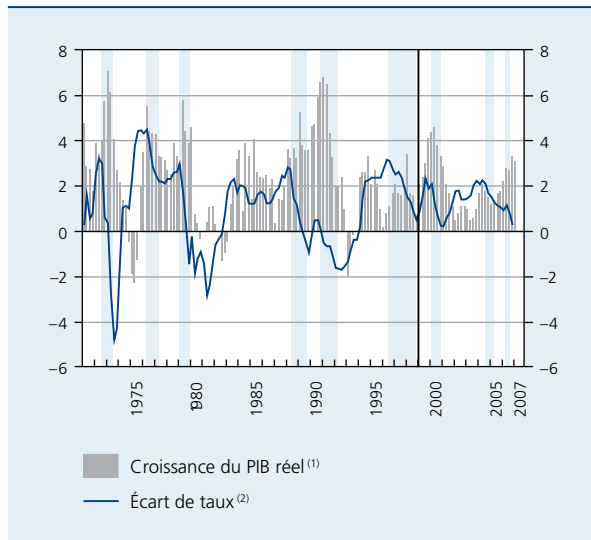
Alors que le premier facteur est plutôt singulier, le second est, en revanche, habituel. Lorsque les autorités monétaires décident de resserrer les conditions monétaires, en réponse notamment à des pressions inflationnistes, on observe essentiellement une hausse des taux d'intérêt à court terme, les taux d'intérêt à plus longues échéances augmentant également mais dans une moindre mesure. En effet, à un horizon au delà du cycle, le taux d'intérêt à court terme anticipé correspond au taux d'intérêt neutre,

qui ne se modifie guère au fil du temps, de sorte que les taux longs sont, en règle générale, moins volatils que les taux courts.

Ainsi, la courbe des taux s'est également aplatie au cours du cycle précédent de resserrement de la politique monétaire, qui débuta à la fin de 1999. L'aplatissement de la courbe pendant la phase ascendante du cycle précédent de hausses des taux d'intérêt était cependant moins prononcé que celui qui est observé depuis la mi-2004. Ainsi, en mars 2000, bien que les taux d'intérêt à court terme se situaient à un niveau comparable au niveau actuel, les taux d'intérêt à long terme dépassaient largement le niveau observé actuellement, de sorte que la pente de la courbe des rendements présentait toujours un profil largement positif, malgré toutefois un certain aplatissement cyclique. Le Conseil des gouverneurs a, par la suite, continué à relever les taux, ce qui a provoqué un aplatissement plus prononcé de la courbe des rendements et, de surcroît, une inversion aux échéances à moyen terme. Cette inversion de la courbe des taux à moyen terme reflétait principalement le fait que les marchés considéraient que le cycle de hausses était arrivé à son terme et qu'ils s'attendaient, par ailleurs, à un assouplissement de l'orientation de la politique monétaire, assouplissement qui s'est *de facto* produit par la suite. Toutefois, pour des horizons à plus long terme, la courbe des rendements a continué à présenter un profil ascendant. La situation qui prévaut à l'heure actuelle diffère principalement en ce qui concerne l'évolution des taux d'intérêt à long terme.

GRAPHIQUE 2 LA COURBE DES RENDEMENTS ET LA CROISSANCE EN ALLEMAGNE ET DANS LA ZONE EURO

(points de pourcentage, sauf mention contraire)



Sources : BRI, CE, OCDE.

- (1) Pourcentages de variation par rapport au trimestre correspondant de l'année précédente.
 (2) Mesuré comme la différence entre le taux d'intérêt à dix ans sur les obligations d'État et le taux d'intérêt à trois mois.

Dans une perspective à plus long terme, l'évolution de la courbe des taux est traditionnellement analysée au moyen des mouvements enregistrés par sa pente, mesurée comme l'écart entre le taux d'intérêt à dix ans et le taux d'intérêt à trois mois. Dans la suite de cet article, l'analyse historique se fonde sur des données allemandes pour la période précédant la troisième phase de l'UEM et sur des données relatives à la zone euro pour celle débutant en janvier 1999. L'écart de taux a été globalement positif au cours de la période allant du premier trimestre de 1970 au premier trimestre de 2007, atteignant en moyenne 105 points de base. La pente en moyenne positive de la courbe des rendements reflète le fait que les investisseurs demandent traditionnellement un rendement supérieur pour les placements à plus longues échéances en raison du risque associé à ce type d'investissements

(voir encadré 1 pour plus de détails). La pente de la courbe des taux a néanmoins oscillé considérablement autour de cette moyenne. Ainsi, on peut distinguer neuf périodes caractérisées par une baisse prononcée de l'écart de taux, dont les deux dernières correspondent aux périodes à l'origine de l'aplatissement actuel décrites ci-dessus. Dans le passé, les périodes d'aplatissement de la courbe des rendements ont, en règle générale, été suivies par un ralentissement substantiel de l'activité économique. En particulier, les périodes caractérisées par une inversion de la courbe des taux ont eu tendance à s'accompagner, après quatre à six trimestres, d'une récession.

La courbe des rendements est en effet généralement considérée comme un indicateur avancé relativement fiable de l'activité économique dans de nombreuses économies industrialisées telles que les États-Unis, l'Allemagne mais aussi la zone euro dans son ensemble⁽¹⁾. La réduction considérable de l'écart de taux récemment observée fait donc craindre un ralentissement conjoncturel important. Ceci explique donc pourquoi ce phénomène a suscité tant d'interrogations sur les perspectives économiques dans la zone euro mais également aux États-Unis où la courbe des taux est actuellement inversée.

Comme il est expliqué dans l'encadré 1, le caractère informatif de la courbe des rendements pour les fluctuations économiques futures repose essentiellement sur le fait qu'elle incorpore les taux d'intérêt à court terme attendus, qui à leur tour reflètent les anticipations des agents quant à l'activité économique future. Les signaux fournis par la courbe des taux peuvent, toutefois, être brouillés à la suite de variations significatives de la prime de risque. Il est donc important de comprendre les facteurs-clés à l'origine du comportement de la courbe des taux et, en particulier, de la faiblesse des taux d'intérêt à long terme.

(1) Voir, notamment, Ang et al. (2006), BCE (2006), Kremer et Werner (2006).

Encadré 1 – La théorie des anticipations de la structure par terme des taux d'intérêt

Selon la théorie des anticipations de la structure par terme des taux d'intérêt, le rendement d'une obligation d'État avec une échéance N (I^N) peut être considéré comme le rendement attendu d'une succession de N obligations à court terme (I^1), auquel s'ajoute une prime de risque (RP^N), qui est propre à l'échéance de l'obligation.



$$I_t^N = \frac{1}{N} \left[I_t^1 + \sum_{i=1}^{N-1} E_t(I_{t+i}^1) \right] + RP_t^N$$

L'existence d'une prime de risque reflète le fait que les investisseurs présentent, en règle générale, une aversion au risque, c'est-à-dire qu'ils ont une préférence pour les placements relativement sûrs par rapport aux placements plus risqués. Pour investir dans ces derniers, ils demandent donc habituellement une certaine compensation, qui est communément appelée « prime de risque ». D'un point de vue global, la prime de risque est affectée par la qualité de l'émetteur, les investisseurs requérant une prime de risque plus élevée pour les titres dont l'émetteur est de moins bonne qualité. S'agissant des obligations d'État, l'émetteur est de bonne qualité de sorte que la prime de risque qui y est associée est essentiellement une fonction de l'échéance. C'est la raison pour laquelle cette prime de risque est aussi appelée « prime de terme ».

La prime de risque reflète en premier lieu l'ampleur du risque, laquelle dépend, à son tour, de la covariance entre le rendement du placement et l'évolution macroéconomique. Pour les actifs qui présentent une covariance élevée avec les cycles économiques, une prime de risque significative est généralement exigée dans la mesure où les investisseurs attribuent une valeur plus importante aux actifs qui procurent en moyenne un rendement supérieur lorsque l'économie est en basse conjoncture plutôt qu'en haute conjoncture. Une covariance étant le produit d'une corrélation et de deux écarts types, la prime de risque est d'autant plus élevée que la corrélation entre le rendement et l'évolution macroéconomique est élevée, d'une part, et que les écarts types du rendement obligataire et de l'évolution macroéconomique sont importants, d'autre part. Ceci a, dès lors, pour conséquence que la prime de risque est une fonction positive de l'échéance, expliquant ainsi pourquoi la pente de la courbe des taux présente en moyenne un profil ascendant. Une seconde conséquence est qu'une plus grande stabilité macroéconomique aura *ceteris paribus* une incidence négative sur le niveau de la prime de risque.

La prime de risque est également une fonction positive de l'aversion au risque de l'investisseur. Par ailleurs, ce degré d'aversion peut éventuellement fluctuer au cours du temps. En particulier, dans certaines circonstances, l'aversion au risque des investisseurs peut être très faible de sorte qu'ils exigent une prime de risque réduite. Dans des circonstances exceptionnelles, la prime de risque peut même devenir négative. Dans le cas des obligations d'État, la prime de risque est parfois comprimée par des mouvements de portefeuille qui reflètent un comportement de « fuite vers la qualité ».

La prime de risque globale peut être dissociée, comme les taux d'intérêt nominaux, en deux éléments distincts : une prime de risque relative à l'inflation qui offre une compensation à l'investisseur pour l'incertitude liée à l'inflation future et une prime de risque réelle qui compense l'incertitude liée à l'évolution future des taux d'intérêt réels.

1.2 Aplatissement de la courbe des rendements depuis la mi-2004

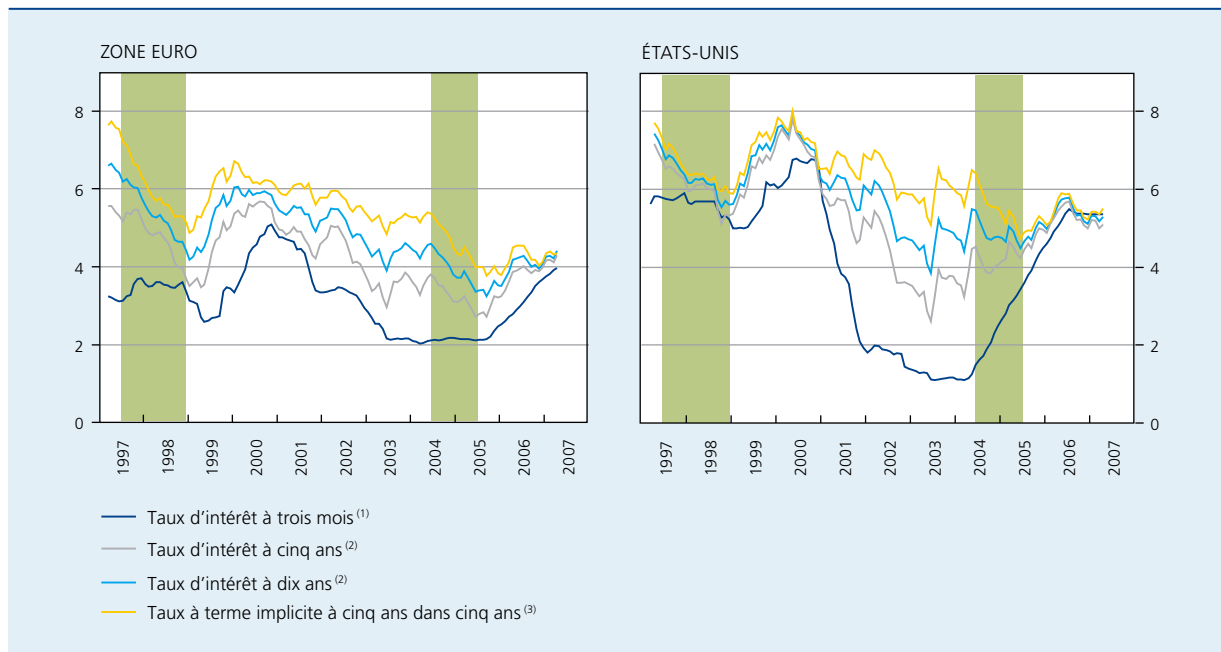
Afin de mieux comprendre la faiblesse des taux d'intérêt à long terme observée depuis la mi-2004, il est utile de décomposer le taux d'intérêt sur une obligation d'État à dix ans en un taux d'intérêt à cinq ans et un taux d'intérêt à terme implicite à cinq ans dans cinq ans⁽¹⁾. Ce dernier représente le rendement attendu pour un investissement à cinq ans qui débutera dans cinq ans et incorpore, dès lors, une prime de risque associée à un investissement à cinq ans, ainsi qu'une prime de risque supplémentaire due au fait que l'on s'engage aujourd'hui pour un inves-

tissement à cinq ans dans cinq ans. En conséquence, la prime de risque sera plus importante pour le taux d'intérêt à terme implicite à cinq ans dans cinq ans. Ceci est confirmé *de facto* dans la mesure où, pendant la période sous revue, le taux à terme implicite à cinq ans dans cinq ans a dépassé de manière ininterrompue le taux d'intérêt à cinq ans. Étant donné cette prime de risque plus élevée, le taux à terme implicite à cinq ans dans cinq ans est donc susceptible d'être plus affecté par d'éventuelles variations de cette prime.

(1) Cette décomposition est réalisée sur la base de taux d'intérêt zéro-coupon sur des obligations d'État.

GRAPHIQUE 3 DÉCOMPOSITION DU TAUX D'INTÉRÊT À DIX ANS DANS LA ZONE EURO ET AUX ÉTATS-UNIS

(points de pourcentage)



Sources : Thomson Financial Datastream, BNB.

(1) Taux sur les dépôts interbancaires à trois mois.

(2) Taux zéro-coupon sur les obligations d'État.

(3) Mesuré sur la base du taux zéro-coupon sur les obligations d'État à dix ans et à cinq ans.

Au cours de la période 2004-2005, c'est précisément le taux d'intérêt à terme implicite à cinq ans dans cinq ans qui s'est considérablement réduit pour atteindre un niveau historiquement bas. Il est passé de 5,4 p.c. en juin 2004 à 4 p.c. en juin 2005, soit une baisse de 1,4 point de pourcentage, avant de se stabiliser depuis lors autour de 4 p.c. Bien qu'une telle contraction puisse refléter une révision à la baisse des attentes en matière des taux d'intérêt futurs, l'encadré 2 montre que ceci est peu probable et que la forte contraction du taux d'intérêt à terme implicite à cinq ans dans cinq ans résulte essentiellement d'une baisse de la prime de risque.

Une telle explication semble être cohérente avec le fait qu'une évolution largement comparable a été observée aux États-Unis, où le taux à terme implicite à cinq ans dans cinq ans a enregistré une baisse de 1,7 point de pourcentage pendant la période allant du mois de juin 2004 au mois de juin 2005. Par ailleurs, si l'on compare la période 2004-2005 aux cycles précédents de resserrement de la politique monétaire américaine, on constate que le relèvement des taux amorcé en 2004 semble avoir eu un effet plutôt similaire sur le taux d'intérêt sur les obligations américaines à cinq ans. Le taux d'intérêt à dix ans est resté, en revanche, anormalement insensible, conduisant M. Greenspan, Président de la

Réserve fédérale à l'époque, à qualifier ce phénomène de « conundrum ».

L'aplatissement de la courbe des rendements dans la zone euro et aux États-Unis semble donc résulter de facteurs similaires, à savoir une contraction du taux d'intérêt à terme implicite, qui à son tour traduit vraisemblablement une diminution de la prime de risque, et un resserrement de la politique monétaire. Alors que le premier facteur est apparu de façon synchronisée dans les deux économies en raison de l'intégration croissante des marchés financiers, le resserrement de la politique monétaire américaine a devancé celui de la zone euro, de sorte que l'aplatissement de la courbe des rendements aux États-Unis – qui s'est par ailleurs inversée depuis la mi-2006 – a précédé celui de zone euro.

Une période caractérisée par une baisse abrupte des taux d'intérêt à terme implicites à cinq ans dans cinq ans avait déjà pu, dans le passé, être observée dans la zone euro mais également aux États-Unis. Ainsi, entre la mi-1997 et la fin de l'année 1998, ces taux y avaient enregistré une diminution considérable, alors que les taux d'intérêt à court terme étaient, en revanche, restés relativement stables. La baisse des taux à terme implicites à cinq ans dans cinq ans à partir de 1997 traduit essentiellement un comportement

TABEAU 1 ESTIMATIONS DE LA RÉDUCTION DE LA PRIME DE RISQUE: RÉSULTATS DE QUELQUES ÉTUDES EMPIRIQUES
(points de base)

	Type de modèle	De juin 1997 à décembre 1998	De juin 2004 à juin 2005
Zone euro			
Kremer et Werner (2006)	Modèle purement financier, à trois facteurs	-150	-83
BCE (2006)	Modèle purement financier, à deux facteurs	n.	-99
États-Unis			
Kim et Wright (2005)	Modèle purement financier, à trois facteurs	-106	-107
Rudebusch et al. (2006) sur la base des modèles:			
Bernanke et al. (2005)	Modèle macro-financier, basé sur un VAR	n.	-106
Rudebusch et Wu (2004)	Modèle macro-financier, Néo-keynésien	n.	-57

de « fuite vers la qualité » induit par plusieurs événements. Ainsi, la crise asiatique à partir de la mi-1997 a provoqué un rapatriement massif des capitaux investis en Asie et, plus généralement, dans les pays émergents. À partir de la mi-1998, la crise russe et la faillite du *hedge fund* LTCM aux États-Unis ont amplifié la faiblesse des rendements obligataires publics, les investisseurs privilégiant les titres sûrs et liquides au détriment des obligations d'entreprises et des actions. En 1999, ces mouvements de portefeuille ont commencé à s'inverser, générant une correction des taux d'intérêt à long terme. La situation qui prévaut à l'heure actuelle semble quelque peu différente. En effet, comme il le sera expliqué et illustré dans la section 2, la forte demande pour les obligations publiques est, ces dernières années, surtout le fait d'investisseurs atypiques, tels que les banques centrales asiatiques et les fonds de pension et pourrait être de nature plus persistante.

L'argument selon lequel la faiblesse des taux d'intérêt à long terme résulte principalement d'une baisse de la prime de risque est amplement corroboré par les résultats de diverses études empiriques réalisées récemment pour les États-Unis, l'Allemagne et la zone euro. Ainsi, les résultats de ces travaux empiriques montrent que la prime de risque demandée par les investisseurs sur des placements à dix ans aurait baissé, sur la période allant de juin 2004 à juin 2005, de 83 à 99 points de base dans la zone euro, alors que celle-ci aurait baissé de 150 points de base sur la période allant de juin 1997 à décembre 1998. Aux États-Unis, des résultats globalement similaires ont aussi été obtenus. Cela implique qu'environ 75 p.c. de la diminution des taux d'intérêt à long terme observée entre juin 2004 et juin 2005 résulte d'une baisse de la prime de risque. Les modèles utilisés ne fournissent toutefois aucune explication quant aux raisons potentielles de ce comportement. La section 2 présente une description des différents facteurs susceptibles d'avoir engendré une diminution de la prime de risque incorporée dans les taux d'intérêt à long terme.

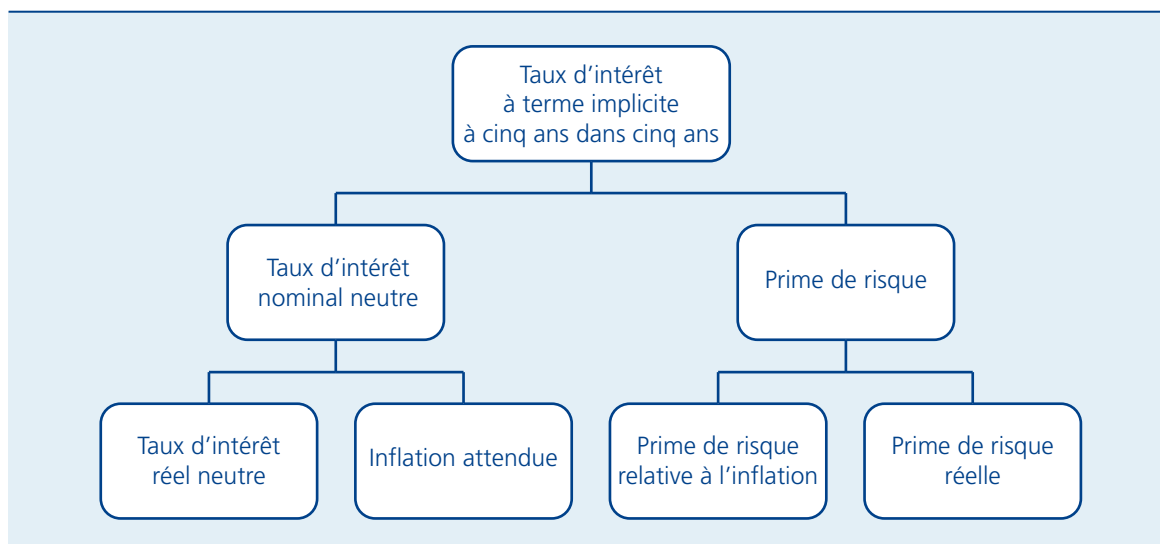
Encadré 2 – La prime de risque est-elle à l'origine de la faiblesse des taux d'intérêt à long terme ?

L'objectif de cet encadré est de déterminer quelles sont les composantes des taux d'intérêt à long terme qui permettent d'expliquer leur faiblesse et, en particulier, d'analyser la contribution de la prime de risque pour la période allant de juin 2004 à juin 2005. À cette fin, une méthodologie similaire à celle de Kozicki et Sellon (2005) est utilisée. Cette méthodologie recourt à une ventilation du taux d'intérêt à dix ans en un taux à cinq ans et un taux à terme implicite à cinq ans dans cinq ans. Ces deux taux reflètent, d'une part, les attentes relatives à

l'évolution future des taux d'intérêt pendant les cinq années à venir et pendant les cinq années suivantes et, d'autre part, une prime de risque. Celle-ci est plus élevée pour le taux à terme implicite à cinq ans dans cinq ans. S'agissant des attentes relatives à l'évolution future des taux d'intérêt, le taux à cinq ans traduit principalement les attentes quant à la réaction des autorités monétaires au cycle économique. L'évolution du taux d'intérêt à terme implicite à cinq ans dans cinq ans reflète, pour sa part, les attentes des agents, d'une part, quant aux perspectives de croissance à un horizon compris entre cinq et dix ans – qui dépendent de facteurs structurels déterminant la croissance potentielle – et, d'autre part, quant aux anticipations d'inflation à long terme qui sont fonction de l'objectif d'inflation de la banque centrale. Les attentes incorporées dans le taux à cinq ans dans cinq ans correspondent donc globalement au taux d'intérêt nominal neutre. Des variations dans la prime de risque peuvent également affecter l'évolution du taux d'intérêt à terme implicite.

Au cours de la période 2004-2005, le taux à terme implicite à cinq ans dans cinq ans s'est considérablement réduit, passant de 5,4 p.c. en juin 2004 à 4 p.c. en juin 2005, soit une baisse de 140 points de base. Une décomposition du taux à terme permet d'en comprendre les facteurs sous-jacents. Le taux d'intérêt neutre ainsi que la prime de risque peuvent en effet être dissociés en une composante réelle et une composante relative à l'inflation.

ÉQUATION 1 DÉCOMPOSITION DU TAUX D'INTÉRÊT À TERME IMPLICITE



À partir de données financières et de résultats d'enquêtes, il est possible de calculer la contribution de ces quatre composantes à la baisse du taux d'intérêt à terme. Le taux d'intérêt réel neutre ainsi que les attentes d'inflation des agents peuvent être estimés via les résultats de l'enquête menée chaque trimestre par la BCE auprès des prévisionnistes professionnels (EPP). Cette enquête fournit des indications sur les attentes de spécialistes quant à la croissance et l'inflation à long terme. En effet, dans certaines circonstances, le taux d'intérêt réel neutre coïncide avec la croissance de long terme, de sorte que les attentes de croissance à des horizons lointains peuvent être considérées comme une approximation du taux d'intérêt neutre. Par ailleurs, en soustrayant du point mort d'inflation à cinq ans dans cinq ans⁽¹⁾ les anticipations d'inflation telles que mesurées par l'enquête EPP, on obtient une estimation de la prime de risque relative à l'inflation (pour plus de détails sur le point mort d'inflation, voir ci-dessous). La prime de risque réelle est obtenue par solde.

(1) Le point mort d'inflation à cinq ans dans cinq ans est calculé comme étant la différence entre deux fois le point mort d'inflation à l'horizon de dix ans et le point mort d'inflation à l'horizon de cinq ans.

Les résultats de l'enquête EPP indiquent que les attentes de croissance à un horizon de cinq ans n'ont été que très légèrement revues – de 2,3 p.c. à 2,2 p.c. – au cours de la période allant de juin 2004 à juin 2005 dans la zone euro, alors que les anticipations d'inflation à cinq ans sont restées inchangées à 1,9 p.c., et ainsi conformes à la définition de stabilité des prix de la BCE. Dès lors, le taux d'intérêt nominal neutre n'aurait enregistré une baisse que de 10 points de base au cours de la période 2004-2005. L'essentiel de la baisse du taux à terme semble donc attribuable à une contraction de la prime de risque. Il convient toutefois de différencier la composante nominale de la composante réelle. Dans la mesure où le point mort d'inflation à cinq ans dans cinq ans a enregistré une baisse de 40 points de base alors que les attentes d'inflation mesurées à l'aide de l'enquête EPP sont restées inchangées, la prime de risque relative à l'inflation s'est aussi contractée de 40 points de base. La composante réelle de la prime de risque, qui est obtenue par solde, serait donc le facteur-clé responsable de la baisse de la prime globale. Selon les estimations, elle aurait enregistré une baisse de 90 points de base au cours de la période allant de juin 2004 à juin 2005. La prime de risque réelle était dès lors légèrement négative en juin 2005. Cette baisse considérable de la prime de risque, qui est par ailleurs confirmée par les résultats d'études empiriques plus complexes, est sans doute le résultat de la forte demande de la part d'investisseurs atypiques, tels que les banques centrales asiatiques et les fonds de pension (voir section 2 pour plus de détails).

TENTATIVE DE QUANTIFICATION DES FACTEURS RESPONSABLES DE LA BAISSÉ DU TAUX D'INTÉRÊT À TERME IMPLICITE
(points de pourcentage)

	Jun 2004	Jun 2005	Différence
Taux d'intérêt nominal neutre			
Taux d'intérêt réel neutre	2,3	2,2	-0,1
Inflation attendue	1,9	1,9	0,0
Prime de risque			
Prime de risque relative à l'inflation	0,6	0,2	-0,4
Prime de risque réelle	0,5	-0,3	-0,9
Taux d'intérêt à terme implicite à cinq ans dans cinq ans ..	5,4	4,0	-1,4

Sources : EPP, BCE, BNB.

1.3 Incidence de la baisse de la prime de risque sur la qualité de la courbe des rendements en tant qu'indicateur avancé de conjoncture

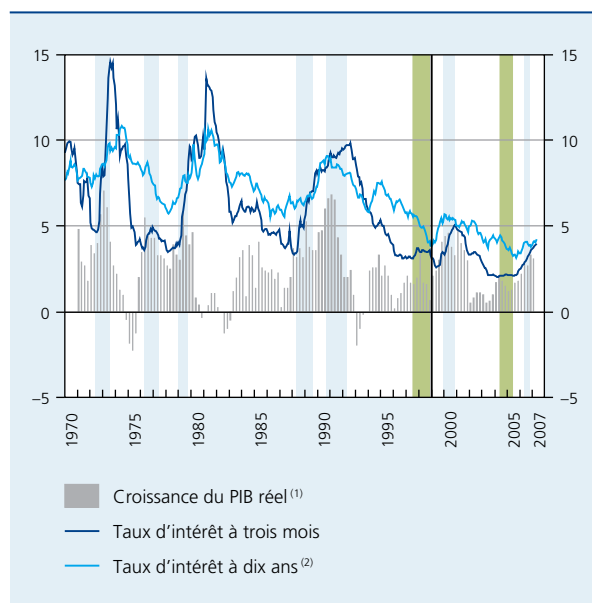
La capacité de la courbe des taux à anticiper les fluctuations économiques futures repose essentiellement sur le fait que les attentes des agents sont incorporées dans les taux d'intérêt à long terme. En particulier, les attentes des marchés quant à l'évolution future des taux d'intérêt réels traduisent essentiellement leurs anticipations quant à la réaction des autorités monétaires aux cycles conjoncturels. Par exemple, si les agents s'attendent à une amélioration de l'activité économique, on observe traditionnellement une hausse des taux d'intérêt à long terme, qui se traduit instantanément *ceteris paribus* par un raidissement

de la pente de la courbe des taux. Si les anticipations se réalisent, la hausse de l'écart de taux devrait donc s'accompagner d'une expansion économique. La fiabilité de la courbe des rendements comme indicateur avancé de l'activité économique peut toutefois être affectée par des mouvements importants de la prime de risque. En effet, toute modification significative à la hausse ou à la baisse de la prime de risque tend à fausser les signaux fournis par cet indicateur.

Les deux périodes de baisse significative de la prime de risque analysées ci-dessus, à savoir entre mi-1997 et fin 1998 et entre mi-2004 et mi-2005, sont également atypiques dans une perspective historique dans la mesure où pendant ces périodes, c'est principalement

GRAPHIQUE 4 TAUX D'INTÉRÊT ET CROISSANCE EN ALLEMAGNE ET DANS LA ZONE EURO

(points de pourcentage, sauf mention contraire)



Sources : BRI, CE, OCDE.

- (1) Pourcentages de variation par rapport au trimestre correspondant de l'année précédente.
- (2) Pour l'Allemagne il s'agit du bund allemand à dix ans. Pour la zone euro, il s'agit d'une moyenne des taux de rendement sur les obligations émises par les États membres de la zone euro, pondérée par les encours respectifs de la dette publique.

une baisse des taux d'intérêt à long terme qui est à la source de l'aplatissement de la courbe des rendements, les taux d'intérêt à court terme étant restés, quant à eux, relativement stables. Ces baisses sont, comme il a été expliqué *supra*, très vraisemblablement attribuables à une contraction de la prime de risque, et non pas à une révision à la baisse des prévisions de croissance ou d'inflation à long terme. Par ailleurs, contrairement aux autres périodes caractérisées par un aplatissement de la courbe des rendements, ces deux périodes spécifiques ne se sont pas accompagnées d'un ralentissement économique. Au contraire, compte tenu du fait que la baisse de la prime de risque entraîne un assouplissement des conditions financières, elle constitue un des facteurs qui a contribué à l'accélération de l'activité économique au cours des trimestres qui suivirent ces deux périodes.

Ces constats plaident en faveur d'une correction de l'écart de taux pour les variations de la prime de risque lorsque cet écart est utilisé comme indicateur avancé de conjoncture. En effet, des études empiriques⁽¹⁾ ont fait apparaître que l'écart de taux ajusté pour la prime de risque – c'est-à-dire l'écart de taux duquel on soustrait la prime de risque estimée – permettait de fournir des signaux quant à l'évolution de l'activité économique

future qui étaient plus pertinents que ceux fournis par la mesure non ajustée. Dans ce contexte, il est important de noter que l'aplatissement de la courbe des rendements, occasionné par le resserrement de la politique monétaire depuis décembre 2005, s'ajoute à un mouvement d'aplatissement qui résulte d'une baisse substantielle de la prime de risque. Dès lors, les conséquences sur l'activité économique future de l'aplatissement actuel de la courbe des taux doivent être sérieusement nuancées. La BCE (2006), en s'appuyant sur les estimations de la prime de risque obtenues par Kremer et Werner (2006), met en évidence que la courbe des rendements ajustée pour la prime de risque ne semble pas actuellement annoncer un ralentissement important de l'activité économique, mais plutôt l'attente d'un retour à une croissance durable, proche du potentiel après quelques trimestres caractérisés par une croissance particulièrement élevée.

Par ailleurs, un ensemble d'indicateurs avancés de conjoncture traditionnellement suivis tendent à corroborer les conclusions déduites de l'écart de taux ajusté pour la prime de risque. Ainsi, les indicateurs de confiance tant du côté des chefs d'entreprises que des consommateurs ont atteint des niveaux records ces derniers mois et ils restent, de surcroît, majoritairement orientés à la hausse. En outre, les projections réalisées par les différents organismes sont généralement optimistes. Les récentes projections réalisées par l'Eurosystème en juin 2007, par exemple, tablent sur une croissance dans la zone euro proche du niveau potentiel pour la période 2007-2008.

1.4 Incidence de la baisse de la prime de risque sur la qualité du point mort d'inflation en tant qu'indicateur des attentes d'inflation

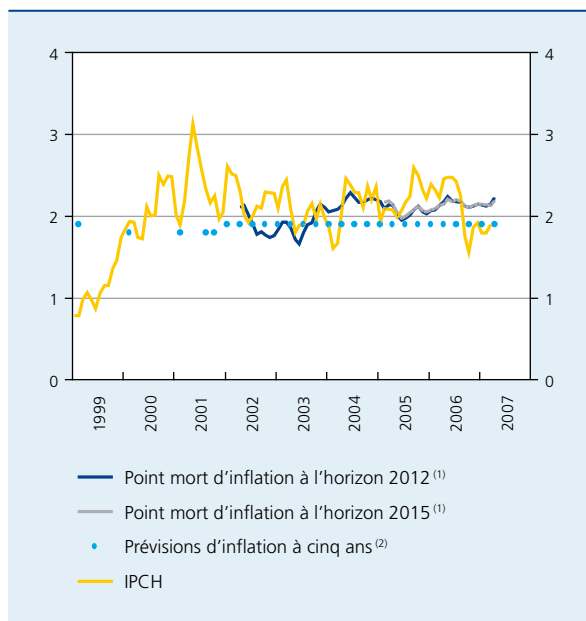
L'objectif de la politique monétaire de la BCE étant le maintien de la stabilité des prix à moyen terme, les autorités monétaires européennes suivent de près une mesure d'anticipation de l'inflation appelée point mort d'inflation. Il se définit comme la différence entre le rendement d'une obligation nominale et le rendement réel d'une obligation indexée sur l'inflation, de maturité et d'émetteur comparable. Le point mort d'inflation donne donc des indications quant au taux d'inflation moyen anticipé pendant la durée de vie de l'obligation à partir duquel il est calculé. À ce taux d'inflation, le rendement nominal attendu par l'investisseur sera identique que l'argent soit investi dans une obligation nominale ou dans un titre indexé sur l'inflation.

(1) Voir, notamment, Ang et al. (2006) pour les États-Unis et Kremer et Werner (2006) pour l'Allemagne.

Cet indicateur des anticipations d'inflation n'est néanmoins pas parfait dans la mesure où il incorpore deux types de primes non observables. Premièrement, le point mort d'inflation contient une prime de risque relative à l'inflation, qui offre une compensation à l'investisseur en obligations nominales pour l'incertitude liée à l'inflation. Cette prime implique, par conséquent, que le point mort d'inflation tend à surestimer les anticipations d'inflation. Deuxièmement, il comporte également une prime de liquidité, qui offre une compensation à l'investisseur en obligations indexées pour le plus faible degré de liquidité de ce type de marché par rapport à celui des obligations nominales traditionnelles. Contrairement à la prime de risque relative à l'inflation, l'existence de la prime de liquidité entraîne une sous-estimation des anticipations d'inflation des agents. Bien qu'il ne soit pas possible de déterminer avec précision le niveau de la prime globale, il semble toutefois que la liquidité du marché des obligations indexées se soit nettement améliorée ces dernières années, comme en témoigne notamment l'augmentation considérable de l'encours de ce type d'instruments financiers⁽¹⁾. Cette amélioration explique ainsi probablement la plus grande partie de la hausse du point mort d'inflation au cours de la seconde moitié de l'année 2003. Compte tenu de ces développements, on considère actuellement que la prime de risque relative à l'inflation tend à surpasser le niveau de la prime de liquidité, de sorte que le point mort d'inflation surestime vraisemblablement quelque peu les attentes d'inflation des agents économiques.

Comme l'indiquent les encadrés 1 et 2, la prime de risque d'une obligation classique peut être décomposée en deux éléments : une prime de risque réelle et une prime de risque relative à l'inflation. Une telle décomposition montre que c'est principalement la composante réelle de la prime de risque qui s'est considérablement réduite au cours de la période 2004-2005. Bien que la prime relative à l'inflation ait aussi connu une certaine diminution⁽²⁾, celle-ci semble être relativement limitée par rapport à celle enregistrée par la composante réelle. Dès lors, la qualité du point mort d'inflation comme indicateur des attentes d'inflation semble avoir été affectée de façon limitée pendant la période d'aplatissement de la courbe des rendements.

GRAPHIQUE 5 LES ATTENTES D'INFLATION DANS LA ZONE EURO
(pourcentages de variation annuelle)



Sources : EPP, BCE, CE.

(1) Le point mort d'inflation correspond à la différence entre les rendements d'obligations publiques nominales et d'obligations publiques indexées sur l'IPCH (hors tabac) de la zone euro émises par l'État français, qui échoient à l'horizon mentionné.

(2) Enquête menée trimestriellement par la BCE auprès des prévisionnistes professionnels.

Depuis janvier 2004, le point mort d'inflation – mesuré à l'aide des obligations indexées qui échoient en 2012⁽³⁾ – a oscillé autour de 2,1 p.c. Une image largement similaire est observée sur la base des obligations indexées qui arrivent à échéance en 2015. Si on prend en compte la prime de risque qui est incorporée dans le point mort d'inflation, cette évolution semble largement comparable à celle enregistrée par les attentes d'inflation mesurées sur la base de l'enquête menée par la BCE auprès de prévisionnistes professionnels (EPP). En effet, celles-ci sont restées stables à 1,9 p.c. depuis janvier 2002, et ce en dépit d'une succession de chocs exogènes qui ont frappé l'économie européenne ces dernières années (pétrole, crise ESB, relèvement de la taxation indirecte, etc.) et qui ont poussé l'inflation dans la zone euro au dessus du seuil de 2 p.c. depuis sept années consécutives. Par ailleurs, il est important de noter également que la diminution des taux à long terme ne résulte pas non plus d'une dérive (à la baisse) des anticipations d'inflation. Bien que le risque de déflation se soit principalement manifesté aux États-Unis en 2002-2003, les craintes se sont également quelque peu intensifiées dans la zone euro, ce qui a notamment amené le Conseil des gouverneurs de la BCE, en mai 2003, à clarifier sa stratégie de politique monétaire.

(1) Ainsi, selon la Direction générale du Trésor et de la politique économique française (2005), l'encours des obligations indexées émises par l'État français est passé d'environ 4,3 milliards d'euro en 1998, à 29,5 milliards en 2003 et à plus de 90,35 milliards à la fin de 2005. Une demande accrue des investisseurs (fonds de pension, etc.) et les améliorations introduites par les émetteurs (réformes réglementaires, adjudications plus régulières) ont grandement favorisé l'efficacité de ce marché.

(2) Voir notamment l'encadré 2 et BCE (2007).

(3) Obligations indexées sur l'IPCH (hors tabac) de la zone euro émises par l'État français.

2. Facteurs potentiellement à l'origine de la réduction de la prime de risque

Deux facteurs principaux peuvent être évoqués pour expliquer la contraction de la prime de risque ces dernières années. Tout d'abord, cette baisse peut résulter d'une diminution du risque associé aux investissements dans les obligations à longues échéances, reflétant notamment une réduction de l'incertitude quant à l'évolution future des taux d'intérêt. Une réduction de l'aversion au risque est un deuxième élément qui a pu contribuer à la faiblesse des rendements obligataires. Si le premier facteur affecte l'ampleur du risque, le deuxième a un impact sur la valorisation du risque. Les deux prochaines sous-sections examinent de façon plus détaillée chacun de ces facteurs.

2.1 Réduction de l'incertitude sur l'évolution des taux d'intérêt futurs

Deux éléments complémentaires peuvent être avancés pour expliquer la baisse de l'incertitude quant à l'évolution des taux d'intérêt futurs. Premièrement, on observe depuis plusieurs années une plus grande stabilité macroéconomique, qui se traduit notamment par une volatilité réduite de la croissance économique et de l'inflation. On qualifie communément ce phénomène de « grande modération » (*great moderation*)⁽¹⁾. Ainsi, la différence entre la croissance économique et l'inflation d'une part et leur niveau tendanciel – mesuré dans le cas présent par un filtre HP – d'autre part, peut être considérée comme une mesure du cycle économique ou de l'inflation. En se basant sur des données concernant l'Allemagne pour la période 1970-2007⁽²⁾, on observe une réduction significative de l'amplitude de ces cycles. Ainsi, l'écart type de cette différence est passé de 1,9 point de pourcentage sur la période allant du premier trimestre de 1970 au dernier trimestre de 1984 à 1,1 point de pourcentage sur la période allant du premier trimestre de 2000 au dernier trimestre de 2006 pour la croissance économique et de 1 à 0,5 point de pourcentage pour l'inflation. Aux États-Unis, une baisse largement similaire de la volatilité a également pu être observée⁽³⁾. Divers éléments peuvent être mis en avant pour expliquer ce phénomène de « grande modération ».

(1) Bernanke (2004).

(2) On utilise dans ce cas précis des données uniquement pour l'Allemagne sur l'ensemble de la période dans la mesure où le calcul de l'écart type pourrait être artificiellement biaisé vers le bas si les données pour la zone euro étaient utilisées depuis 1999. En effet, des chocs circonscrits à certaines économies nationales tendent à se compenser au niveau de la zone euro.

(3) Voir notamment Stock et Watson (2002).

Premièrement, l'économie a progressivement connu d'importantes modifications structurelles, qui ont accru sa flexibilité et lui ont permis de mieux absorber les divers chocs. Il s'agit notamment des réformes structurelles destinées à accroître la flexibilité du marché des produits, du travail et des marchés financiers, de la meilleure organisation et gestion des stocks, et de la croissance du commerce mondial. Deuxièmement, l'amélioration de la conduite de la politique monétaire, désormais axée sur la stabilité des prix, et les réformes institutionnelles qui l'ont accompagnée, ont permis un meilleur ancrage des attentes inflationnistes des agents économiques et de la sorte, une moindre volatilité de l'inflation. Finalement, il est également probable que la stabilité macroéconomique puisse s'expliquer par le fait que l'économie ait été frappée ces dernières années par un nombre moins important de chocs ou par des chocs de moindre amplitude par rapport à ce qui pu être observé pendant les années septante et quatre-vingt. Dans ce dernier cas, la « grande modération » serait attribuable à un facteur chance plutôt qu'à une stabilité intrinsèque de l'économie ou à une meilleure conduite des politiques économiques.

Outre la plus grande stabilité macroéconomique, les efforts réalisés par les banques centrales en matière de communication et de transparence peuvent également être à l'origine de la réduction de l'incertitude quant à l'évolution des taux d'intérêt futurs. De nombreuses banques centrales se sont efforcées ces dernières années de mieux communiquer sur leur stratégie de politique monétaire via notamment l'annonce d'un objectif d'inflation explicitement quantifié, permettant d'ancrer solidement les anticipations d'inflation. Ces derniers temps, un certain nombre de banques centrales ont par ailleurs fourni de nombreux éclaircissements quant à leurs décisions de politique monétaire, en publiant des communiqués dans lesquels elles justifient leurs décisions sur la base de l'évolution des données macroéconomiques et financières et en organisant, comme le fait notamment la BCE, des conférences

TABLEAU 2 VOLATILITÉ DE LA CROISSANCE ET DE L'INFLATION EN ALLEMAGNE

(écart type de la différence par rapport à l'évolution tendancielle⁽¹⁾)

	1970-1984	1985-1999	2000-2006
Croissance du PIB réel	1,9	1,4	1,1
Inflation	1,0	0,7	0,5

Sources : CE, BNB.

(1) Mesurée par un filtre HP.

de presse après chaque réunion de politique monétaire. Finalement, des indications quant à l'évolution des taux d'intérêt futurs ont récemment été communiquées par certaines banques centrales. Alors que les autorités monétaires néo-zélandaises, norvégiennes et suédoises ont décidé de publier leur projection concernant la trajectoire future des taux d'intérêt, d'autres banques centrales, comme la Réserve fédérale et la BCE, ont récemment donné des indications de nature qualitative.

Il est néanmoins important de noter que si ces deux facteurs – à savoir la stabilité macroéconomique et la meilleure prédictibilité de la politique monétaire – peuvent expliquer l'évolution tendancielle à la baisse de la prime de risque, ils ont vraisemblablement joué un rôle nettement moins important dans la baisse soudaine de la prime de risque survenue entre la mi-2004 et la mi-2005. À cet égard, la réduction de l'aversion au risque est régulièrement citée pour expliquer ce comportement de la prime de risque.

2.2 Diminution de l'aversion au risque

2.2.1 Forte demande de la part des économies asiatiques et des pays exportateurs de pétrole pour les titres obligataires

La réduction de la prime de risque entre la mi-2004 et la mi-2005 semble être majoritairement attribuable à une moindre aversion au risque. Un facteur important à cet égard est l'augmentation considérable de la demande pour les obligations d'État à long terme, essentiellement de la part d'investisseurs atypiques, qui présentent de manière générale une demande plutôt inélastique au prix. En particulier, les banques centrales asiatiques, et dans une moindre mesure les pays exportateurs de pétrole, se sont montrés ces dernières années très demandeurs d'obligations d'État, plus spécifiquement, celles à longues échéances émises par le Trésor américain. Les autorités asiatiques mènent des politiques essentiellement axées sur le développement du commerce extérieur leur permettant d'enregistrer des excédents commerciaux substantiels. Elles constituent, par ailleurs, d'amples réserves de changes afin de prévenir une appréciation de leur monnaie, qui aurait pu résulter de ces excédents commerciaux. Sur la base de données du Fonds Monétaire International, les réserves de change accumulées par la Chine et le Japon sont passées respectivement de 286 à 1.066 milliards de dollars et de 451 à 875 milliards de dollars entre 2002 et 2006. Par ailleurs, bien que des chiffres précis ne soient pas disponibles, ces réserves semblent prendre principalement la forme de titres d'État libellés en dollars, la devise américaine restant la principale monnaie

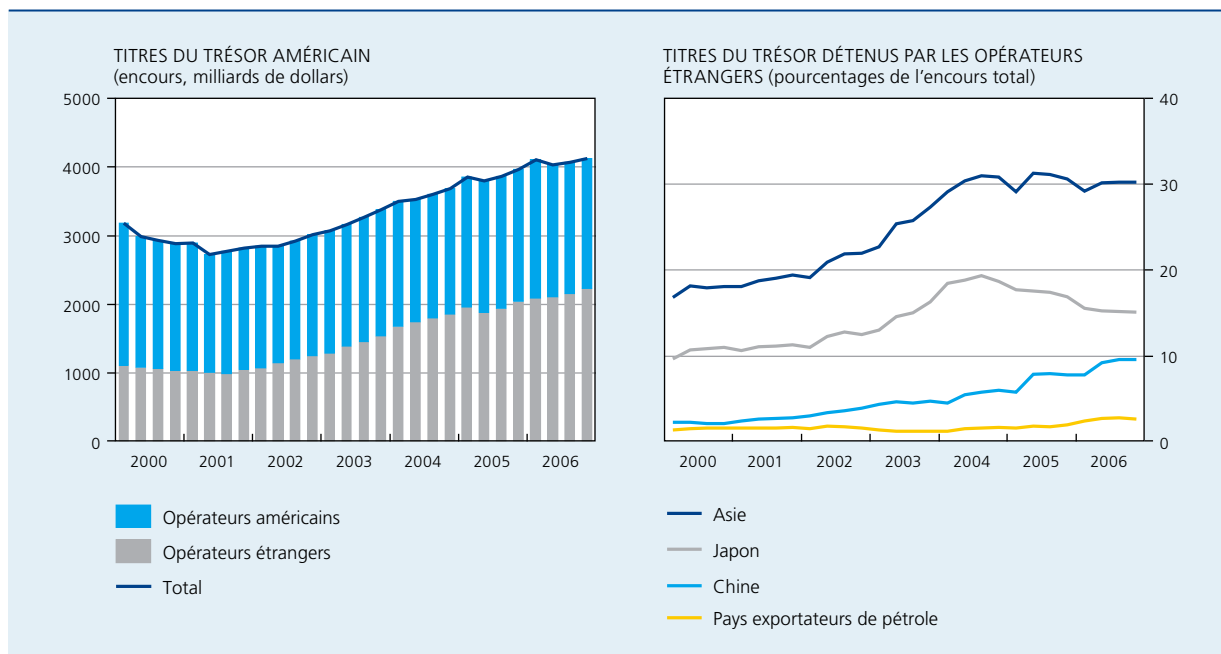
dans les échanges internationaux. Le recyclage des surplus d'épargne enregistrés par les pays exportateurs de pétrole à la suite de la hausse considérable des cours pétroliers est également régulièrement mentionné comme un facteur additionnel pouvant avoir contribué à la faiblesse des taux d'intérêt à long terme.

Ces éléments sont corroborés par les chiffres du Treasury International Capital System (TICS) qui indiquent que la demande des opérateurs étrangers pour les titres du Trésor américain a plus que doublé entre mars 2002 et décembre 2006, alors que la dette publique n'a cru que de 45 p.c. En conséquence, la part des titres publics américains détenus par les opérateurs étrangers s'est établie à 54 p.c. en décembre 2006, contre 37 p.c. en mars 2002. Par ailleurs, des chiffres plus détaillés montrent que, parmi les opérateurs étrangers, plus de 53 p.c. des titres publics américains étaient détenus par la Chine, le Japon et les pays exportateurs de pétrole en décembre 2006. Mais c'est principalement la demande en provenance de Chine et du Japon qui a contribué à l'augmentation de l'encours de titres publics américains détenus par des opérateurs étrangers; la demande en provenance des pays exportateurs de pétrole a certes augmenté, mais de façon limitée. Finalement, il apparaît que ce sont principalement des opérateurs officiels, notamment les banques centrales, qui ont contribué à cette hausse de la demande étrangère pour les titres publics américains, qui sont détenus pour plus de 85 p.c. sous la forme de titres à plus d'un an. Bien que les banques centrales asiatiques et les pays exportateurs de pétrole ont montré une grande préférence pour les titres américains, l'intégration croissante des marchés financiers implique que la baisse des taux d'intérêt aux États-Unis qui a résulté de cette demande accrue s'est aussi transmise en Europe via des mécanismes d'arbitrage.

2.2.2 Forte demande de la part des fonds de pension pour les titres obligataires

Outre les économies émergentes, les fonds de pension et les sociétés d'assurance-vie ont aussi montré un attrait grandissant pour les titres d'État à longues échéances. Différents facteurs ont contribué à ce développement. Premièrement, le vieillissement de la population dans les pays industrialisés a entraîné un intérêt croissant des particuliers pour les produits d'assurance-vie et pour les deuxième et troisième piliers du système de retraites compte tenu notamment de l'incertitude grandissante quant à la viabilité à moyen et long terme du système de pensions par répartition et donc, quant à la capacité des États à pouvoir assurer le paiement des pensions dans le futur. Deuxièmement, la mise à la retraite ces prochaines années de la génération du « papy boom »

GRAPHIQUE 6 IMPORTANCE DE LA DEMANDE ÉTRANGÈRE POUR LES TITRES DU TRÉSOR AMÉRICAIN



Source : U.S. Department of the Treasury.

a incité ces investisseurs institutionnels à privilégier des placements sûrs et donc, principalement des titres publics. Troisièmement, les fonds de pension ont réaménagé, ces dernières années, la structure de leurs avoirs au profit de titres publics à long terme en vue d'assurer un meilleur équilibre entre les échéances de leurs engagements, qui sont principalement à long terme, et celles de leurs actifs. Ces mouvements ont été favorisés par les réformes comptables IAS/IFRS récemment introduites ainsi que par les lourdes pertes de portefeuilles enregistrées après l'éclatement de la bulle technologique en 2001.

Toutefois, cette demande accrue pour les obligations d'État à long terme pourrait aussi – si elle est suffisamment importante – se traduire par un déficit actuariel des fonds de pension, c'est-à-dire une situation où la valeur actuarielle des actifs est inférieure au montant de leurs engagements actuariels. Dans un tel cas, ils seraient dès lors contraints d'investir davantage dans des titres à longues échéances, amplifiant en conséquence la baisse des taux d'intérêt à long terme et leur déficit actuariel. On estime actuellement que la demande de la part des investisseurs institutionnels est encore trop réduite pour produire un tel effet. Compte tenu du vieillissement démographique, on s'attend toutefois à une hausse considérable de la demande pour ces actifs financiers dans le futur, qui pourrait avoir un effet non négligeable sur les taux d'intérêt à long terme. À l'heure

actuelle, il existe toutefois peu de chiffres permettant d'illustrer cette évolution.

2.2.3 Abondance de liquidité

Indépendamment de la forte demande des investisseurs atypiques qui tend à favoriser de manière plutôt structurelle la baisse des taux d'intérêt, l'abondance de la liquidité sur les marchés, occasionnée notamment par le fait que la politique monétaire ait été accommodante dans la plupart des pays industrialisés pendant une période relativement longue, peut aussi avoir contribué à la baisse des primes de risque incorporées dans les taux d'intérêt à long terme. On peut distinguer deux canaux via lesquels la politique monétaire accommodante a favorisé le faible niveau des taux d'intérêt.

Premièrement, par le passé, une liquidité abondante s'accompagnait généralement de hausses substantielles du prix de certains actifs, tels que les actions et l'immobilier. Bien qu'une situation de bulles spéculatives sur le marché des titres obligataires soit moins courante compte tenu du fait que les prix de ces titres sont fixes à maturité, le prix des obligations peut lui aussi subir dans certaines circonstances des hausses très marquées. Ainsi, compte tenu de l'aversion au risque relativement importante après le crash boursier de 2001 et de la baisse des taux d'intérêt aux États-Unis et en Europe à partir de 2001,

les opérateurs de marché ont favorisé l'emprunt à court terme et les placements dans les titres à longues échéances, rémunérés à des taux d'intérêt plus élevés. Une partie de la liquidité peut donc avoir entraîné une hausse de la demande pour les titres à longues échéances et donc, la baisse des taux d'intérêt à long terme.

Deuxièmement, en favorisant les opérations de portage sur les marchés des changes (*carry trade*), la politique monétaire accommodante dans certaines économies peut également avoir maintenu les taux d'intérêt à long terme à un niveau relativement bas. Ces opérations consistent à emprunter dans une monnaie à faible taux d'intérêt et à investir dans des titres libellés dans une devise mieux rémunérée. À partir de 2004, la Réserve fédérale a progressivement commencé à resserrer la politique monétaire, provoquant ainsi un écart croissant entre la rémunération des titres libellés en dollars et de ceux libellés dans d'autres monnaies telles que le yen. Ces mouvements ont ainsi favorisé la hausse du prix des titres libellés en dollars et donc, la baisse de leur rendement. Ces opérations de portage ont, par ailleurs, contribué à la dépréciation des monnaies faiblement rémunérées, amplifiant de la sorte ce phénomène. S'il existe peu de chiffres concernant ces transactions spéculatives et leur impact potentiel sur les taux d'intérêt à long terme, les récentes turbulences observées sur les marchés financiers à la fin du mois de février ont montré que ces mouvements de portefeuille pouvaient être considérables.

Toutefois, il est important de noter que la coïncidence entre l'abondance de liquidité et le faible niveau des taux d'intérêt n'implique pas nécessairement que l'ample liquidité a une incidence négative sur les taux d'intérêt. La causalité peut aussi être inversée. Ainsi, le faible niveau des taux d'intérêt à long terme réduit le coût d'opportunité de la détention d'actifs financiers à court terme et incite, dès lors, les investisseurs à placer leur argent dans des actifs à court terme tels que les dépôts à terme, qui sont inclus dans les agrégats monétaires.

Conclusions

Depuis la mi-2004, la courbe des rendements s'est considérablement aplatie dans la zone euro mais également aux États-Unis, où une légère inversion est même observée depuis la mi-2006. L'analyse a montré qu'outre le resserrement de la politique monétaire, ce phénomène est le résultat d'une baisse substantielle de la prime de risque et en particulier, de sa composante réelle au cours de la période allant de la mi-2004 à la mi-2005. L'analyse indique par ailleurs que cette contraction, qui s'est depuis lors consolidée, a été occasionnée essentiellement par

une forte demande pour les titres obligataires publics de la part d'investisseurs atypiques et en particulier des banques centrales asiatiques et des fonds de pension. Ces investisseurs, en particulier, les banques centrales asiatiques, ont privilégié la détention de titres américains. Toutefois, l'intégration croissante des marchés financiers a fait que ces facteurs ont également eu une incidence dans la zone euro.

Par ailleurs, cet article a examiné l'incidence de la baisse de la prime de risque sur la qualité des signaux fournis, d'une part, par la courbe des rendements en tant qu'indicateur avancé de conjoncture et, d'autre part, par les taux d'intérêt à long terme en tant que mesure des anticipations d'inflation des agents économiques.

Dans la mesure où la baisse de la prime de risque relative à l'inflation ne contribue que de façon limitée à la contraction de la prime de risque globale, la fiabilité du point mort d'inflation en tant qu'indicateur des anticipations d'inflation n'est pas vraiment affectée. Toutefois, l'existence d'une prime relative à l'inflation incorporée dans le point mort d'inflation – certes réduite – rend cette mesure imparfaite. Depuis 2004, le point mort d'inflation a oscillé autour de 2,1 p.c., ce qui, si on prend en compte cette prime de risque, est conforme à la stabilité des prix, telle que définie par le Conseil des gouverneurs de la BCE. Cette évolution suggère ainsi que les autorités monétaires européennes ont réussi à ancrer solidement les anticipations d'inflation.

L'analyse a montré, en revanche, que la qualité de la courbe des taux en tant qu'indicateur avancé de conjoncture est affectée par la contraction de la prime de risque. C'est précisément parce que l'aplatissement de la courbe des rendements résulte d'une modification de la prime de risque plutôt que d'une révision des attentes des taux d'intérêt que le comportement actuel de la courbe des taux ne doit pas être interprété comme un signe précurseur d'un ralentissement prononcé de l'activité économique. Après avoir enregistré pendant plusieurs trimestres une croissance exceptionnelle, un retour à une croissance durable peut toutefois être attendu, ce qui est cohérent avec le resserrement de la politique monétaire amorcé en décembre 2005. Dans le contexte actuel caractérisé par des variations considérables de la prime de risque, il est donc essentiel de prendre ces modifications en considération lorsque la courbe des rendements est utilisée comme indicateur avancé de l'activité économique.

Finalement, l'aplatissement de la courbe des rendements peut aussi avoir des implications plus directes pour la conduite de la politique monétaire. De manière générale,

la contraction de la prime de risque s'accompagne d'un assouplissement des conditions financières, qui tend à stimuler la demande agrégée. Une telle situation peut donc entraîner des pressions inflationnistes. En conséquence, une vigilance accrue de la part des autorités monétaires est requise en vue d'assurer la stabilité des prix à moyen terme. Si ces risques venaient à se matérialiser, elles devront effectivement resserrer les conditions monétaires en vue d'assurer la stabilité des prix à moyen terme. Cette vigilance accrue est d'autant plus nécessaire si la baisse de la prime de risque ne résulte pas de l'évolution des fondamentaux macroéconomiques. Dans ce dernier cas, il existe aussi le risque d'une correction éventuelle à la hausse des taux d'intérêt à long terme. Toutefois, il convient aussi de noter qu'à l'heure actuelle, la demande de la part des investisseurs atypiques semble plus structurelle que celle qui résultait de la « fuite vers la qualité » qui a été à l'origine de la baisse de la prime de risque au cours de la période 1997-1998. La baisse de la prime de risque qui a eu lieu entre juin 2004 et juin 2005 semble donc de nature plus persistante que celle observée entre la mi-1997 et fin 1998.

Bibliographie

- Ang A., M. Piazzesi et M. Wei (2006), « What does the yield curve tell us about GDP growth ? », *Journal of Econometrics*, 131, 359-403.
- BCE (2006), « The recent flattening of the euro area yield curve: what role was played by risk premia ? », *ECB Monthly Bulletin*, décembre, 32-33.
- BCE (2007), « Long-term real and inflation risk premia in the euro area bond market », *ECB Monthly Bulletin*, avril, 28-29.
- Bernanke B. (2004), *Speech at the Meetings of the Eastern Economic Association*, Washington, DC, février 20.
- Bernanke B., V. Reinhart et B. Sack (2005), « Monetary policy alternatives at the zero bound: an empirical assessment », *Brookings Papers on Economic Activity*, 2, 1-78.
- Direction générale du Trésor et de la politique économique (2005), *Diagnostics Prévisions et Analyses Économiques: un bilan de l'émission des obligations françaises indexées sur l'inflation*, Novembre 2005.
- Kim D.H. et J.H. Wright (2005), *An arbitrage-free three-factor term structure model and the recent behavior of long-term yields and distant-horizon forward rates*, Finance and Economics Discussion Series, Federal Reserve Board, 2005-33.
- Kozicki S. et G. Sellon (2005), « Long-term Perspectives on the Yield Curve and Monetary Policy », *Federal Reserve Bank of Kansas City, Economic Review*, 4^e trimestre.
- Kremer M. et T. Werner (2006), *Do term premia affect the predictive power of the German yield curve for future economic activity?*, mimeo.
- Rudebusch G.D., E.T. Swanson et T. Wu (2006), *The bond yield « conundrum » from a macro-finance perspective*, Federal Reserve Bank of San Francisco Working Paper Series, 2006-16.
- Rudebusch G.D. et T. Wu (2004), *A macro-finance model of the term structure, monetary policy and the economy*, Society for Economic Dynamics Meeting Papers, 104.
- Stock J. et M. Watson (2002), « Has business cycle changed and why ? », NBER Working Paper Series, 9127.

Tendances récentes en matière d'impôt des sociétés

K. Van Cauter
L. Van Meensel⁽¹⁾

Introduction

En Belgique – comme dans les autres pays européens –, l'impôt des sociétés est soumis aux mutations de l'environnement international. La mondialisation de l'économie et la mobilité accrue des capitaux qu'elle a entraînée génèreraient de la concurrence au niveau des taux de l'impôt des sociétés entre les différents pays, de manière à attirer des investissements directs et des flux de bénéfices très mobiles. Le taux de l'impôt des sociétés est en effet un élément important que les entreprises prennent en considération lorsqu'elles cherchent un endroit où investir (outre d'autres facteurs comme la présence d'une bonne infrastructure, la main-d'œuvre et la proximité de matières premières et de débouchés). Cette concurrence pourrait conduire à une érosion de la base imposable dans les autres pays, ce qui forcerait ces pays à abaisser à leur tour leurs taux. D'aucuns craignent dès lors que cela ne conduise finalement à une «*race to the bottom*» des taux et à une pression fiscale sur les bénéfices des entreprises qui serait jugée trop faible par la société et qui pourrait contraindre les pouvoirs publics à réduire les dépenses publiques utiles ou à déplacer la pression fiscale vers d'autres bases imposables, comme le travail ou la consommation.

L'objectif du présent article est d'esquisser l'évolution du contexte international en matière de pression fiscale sur les bénéfices des sociétés et la manière dont les pouvoirs publics belges tentent d'y réagir. Pour ce faire, les différents indicateurs qui mesurent la pression fiscale exercée sur les bénéfices des sociétés seront d'abord commentés. Un aperçu des évolutions internationales récentes en matière de taux de l'impôt des sociétés sera ensuite

donné, avant que l'impôt des sociétés en Belgique soit analysé, en accordant une attention toute particulière aux réformes apportées à ce régime. Un autre chapitre sera consacré à la coordination européenne de l'impôt des sociétés. Enfin, une conclusion résumera les principales constatations.

1. Mesures de la pression fiscale exercée sur les bénéfices des sociétés

Il est utile de donner un aperçu des indicateurs qui seront employés dans le cadre du présent article pour mesurer la pression fiscale exercée sur les bénéfices des sociétés. La littérature consacrée à l'impôt des sociétés distingue en effet plusieurs mesures, qui présentent chacune des avantages et des inconvénients. Elles se complètent, et une analyse détaillée requiert dès lors de recourir à la plupart d'entre elles.

1.1 Taux nominal normal

La mesure la plus connue est le taux nominal de l'impôt des sociétés qui est généralement utilisé dans le cadre des comparaisons internationales. Ce taux standard est la somme du taux fédéral le plus élevé et des éventuels impôts levés à des niveaux de pouvoir inférieurs. En raison de sa simplicité et de sa disponibilité, ce taux joue un important rôle de signal. Il constitue un facteur déterminant en ce qui concerne les transferts de bénéfices

(1) Les auteurs remercient C. Valencu pour ses remarques.

entre les diverses entités d'une entreprise multinationale qui sont établies dans plusieurs pays. Les entreprises multinationales tenteront en effet de réduire les bénéfices déclarés dans des pays où les taux nominaux sont élevés et de les transférer vers des pays où les taux nominaux sont peu élevés.

Un aperçu des taux nominaux les plus élevés observés dans plusieurs pays ne donne toutefois qu'une image partielle de la pression fiscale réelle exercée sur les sociétés. Cela s'explique par le fait que la base imposable de l'impôt des sociétés peut fortement varier d'un pays et d'une société à l'autre en raison des abattements fiscaux, des méthodes d'amortissement ou de l'existence de régimes préférentiels, influençant ainsi la pression fiscale effective. En outre, nombre de pays (parmi lesquels la Belgique) appliquent dans certains cas des taux inférieurs.

Plusieurs autres mesures ont dès lors été développées, qui tentent de donner une meilleure image de la pression fiscale effective en tenant compte de la base imposable. On peut dans ce cadre opérer une distinction entre, d'une part, les mesures basées sur des statistiques et, d'autre part, celles fondées sur des paramètres tirés de la législation fiscale.

1.2 Taux implicites

On appelle généralement taux implicites les mesures qui reposent sur des statistiques. Ils font apparaître la pression fiscale exercée sur les bénéfices des sociétés pendant une période du passé. Ils sont très diversifiés, tant en ce qui concerne les entreprises qui sont examinées qu'en ce qui concerne la définition donnée à la base imposable. Il est ainsi possible de calculer des taux implicites sur la base des comptes nationaux, des comptes annuels ou des déclarations fiscales.

Dans le cas des taux implicites fondés sur les comptes nationaux, l'impôt des sociétés perçu par les administrations publiques est divisé par un indicateur macroéconomique correspondant le mieux possible à la base imposable. Il s'agit souvent de la somme des excédents d'exploitation nets ou bruts des sociétés et d'un concept approximatif du résultat financier. Cette méthode présente l'avantage de recourir aux statistiques les plus exhaustives reprenant les données de toutes les sociétés, y compris les quasi-sociétés. Elle prend en outre en compte toutes les caractéristiques du système fiscal, comme les dépenses fiscales ou les régimes préférentiels. Un inconvénient en est toutefois que la base macroéconomique utilisée peut parfois fortement différer de la base qui est effectivement utilisée pour calculer l'impôt, notamment à

cause des différents concepts utilisés en matière d'amortissements. Le fait que ces mesures sont sensibles à la conjoncture constitue un autre inconvénient. L'excédent d'exploitation repris dans les comptes nationaux est en effet la somme des bénéfices et des pertes réalisés par les sociétés. En périodes de basse conjoncture, les pertes seront relativement plus importantes, ce qui contractera le revenu d'entreprise total avant impôts dans les comptes nationaux et poussera à la hausse le taux implicite calculé. Pour limiter la sensibilité à la conjoncture, ces taux sont généralement calculés sous la forme de moyennes sur de plus longues périodes.

Les taux implicites calculés sur la base des comptes annuels ne présentent pas ce dernier inconvénient étant donné qu'il est possible d'isoler les sociétés qui réalisent des bénéfices. Ces mesures sont généralement calculées sur la base des comptes annuels individuels car ces informations sont le plus souvent faciles à obtenir, contrairement aux comptes annuels consolidés. Cette méthode est susceptible de biaiser le taux implicite puisque les dividendes de la société bénéficiaire sont intégrés à la base imposable, alors qu'ils sont largement exonérés d'impôts puisqu'ils ont déjà été imposés au niveau de la société débitrice. La base imposable prise en considération pour le calcul s'en trouve augmentée, ce qui fait baisser le taux implicite.

Il est également possible de calculer des taux implicites sur la base des déclarations fiscales. Ces statistiques couvrent toutes les sociétés dont la déclaration a été traitée dans le délai imparti. Il est en outre possible de procéder à une ventilation entre sociétés ayant engrangé des bénéfices et sociétés ayant subi des pertes, de même qu'à des corrections pour dividendes perçus. Il n'existe cependant pas de telles données internationales comparables.

1.3 Taux effectifs

On appelle généralement taux effectifs les mesures qui sont calculées conformément à la législation fiscale. Ces indicateurs tiennent compte d'un certain nombre de paramètres importants de la législation, comme le taux nominal, le traitement des stocks, les méthodes d'amortissement autorisées, les éventuels subsides ou déductions pour investissements, ou encore le mode de financement et le rendement attendu ou exigé. Ces mesures sont tributaires des paramètres pris en considération. Elles présentent cependant l'avantage de pouvoir montrer l'incidence des impôts sur les nouveaux projets d'investissement. Le taux effectif moyen indique, pour un investissement à rendement donné avant impôt, à combien se chiffrera encore ce rendement après impôts. Le taux effectif

marginal montre quelle pression fiscale s'exerce sur un investissement qui ne rapporte plus après impôts que le rendement minimum pour que cet investissement puisse être poursuivi.

2. Évolutions internationales de l'impôt des sociétés

2.1 Aperçu de la situation actuelle

Les « anciens » États membres de l'UE15 affichent aujourd'hui encore d'importantes différences en ce qui concerne leurs taux nominaux maximums de l'impôt des sociétés. Ceux-ci varient dans la plupart des pays entre 25 et 35 p.c. Avec des taux qui ont atteint respectivement 38,6 et 37,3 p.c. en 2006, l'Allemagne et l'Italie exercent la plus lourde pression sur les bénéficiaires des sociétés. L'Irlande, qui joue depuis plusieurs années déjà la carte de l'attrait fiscal, avec un taux qui s'élève à l'heure actuelle à 12,5 p.c., se trouve à l'autre extrémité du spectre. Outre les pays scandinaves, où le taux est demeuré quasiment inchangé ces dernières années, le Portugal et l'Autriche, qui ont procédé à des abaissements de taux respectivement en 2004 et en 2005, se situent dans le bas de la fourchette⁽¹⁾. En dépit de la réduction du taux nominal opérée en 2003, la Belgique affiche un taux de 33,99 p.c., soit un taux supérieur à la moyenne non pondérée de l'UE15, qui s'établissait en 2006 à 29,5 p.c.

L'adhésion de dix nouveaux États membres à l'Union européenne le 1^{er} mai 2004 a fortement accru la crainte d'un renforcement de la concurrence fiscale. Le taux moyen en vigueur dans ces nouveaux États membres, qui s'est établi à 20,6 p.c. en 2006, était en effet inférieur d'environ 10 points de pourcentage à la moyenne de l'UE15. Malte, où le taux s'élève à 35 p.c., constitue clairement une exception. La situation de Chypre est elle aussi remarquable dans la mesure où le taux nominal ne s'y élève qu'à 10 p.c. et est donc inférieur à celui en vigueur en Irlande. Le taux appliqué dans les autres nouveaux États membres varie pour l'essentiel entre 15 et 25 p.c. Il convient de remarquer que, pour ce qui est de l'Estonie, le taux concerne les bénéficiaires qui sont distribués; les bénéficiaires réservés sont en effet soumis à un taux zéro.

Les taux nominaux de l'impôt des sociétés prélevé en Europe sont faibles par rapport à ceux pratiqués dans d'autres parties du monde. Aux États-Unis comme au Japon, le taux nominal s'est élevé à environ 40 p.c. en 2006, soit un taux supérieur de 10 points de pourcentage à la moyenne de l'UE15 et supérieur aussi à ceux en vigueur dans chacun des États membres. À l'instar de

plusieurs pays européens, les États-Unis et le Japon appliquent un système d'imputation, c'est-à-dire que les entreprises multinationales installées dans ces pays sont taxées sur la totalité de leurs bénéfices, où que ceux-ci aient été réalisés⁽²⁾. Les sociétés peuvent toutefois obtenir un crédit d'impôt pour les impôts qu'elles ont payés à l'étranger.

Une comparaison des taux implicites pour la période 1999-2004 effectuée sur la base des comptes nationaux fait apparaître que ce taux belge correspond quasiment à la moyenne des pays de l'UE15 pour lesquels des données sont disponibles. Les taux implicites donnent ainsi une image qui s'écarte quelque peu de celle donnée par les taux nominaux. Cela s'explique notamment par l'existence du système des centres de coordination en Belgique, qui bénéficient d'importants avantages fiscaux. Les pays scandinaves qui appliquent des taux nominaux très faibles pratiquent par contre des taux implicites supérieurs ou égaux à cette moyenne. Les faibles taux nominaux en vigueur dans ces pays s'accompagnent en effet de bases imposables très larges permettant peu d'abattements.

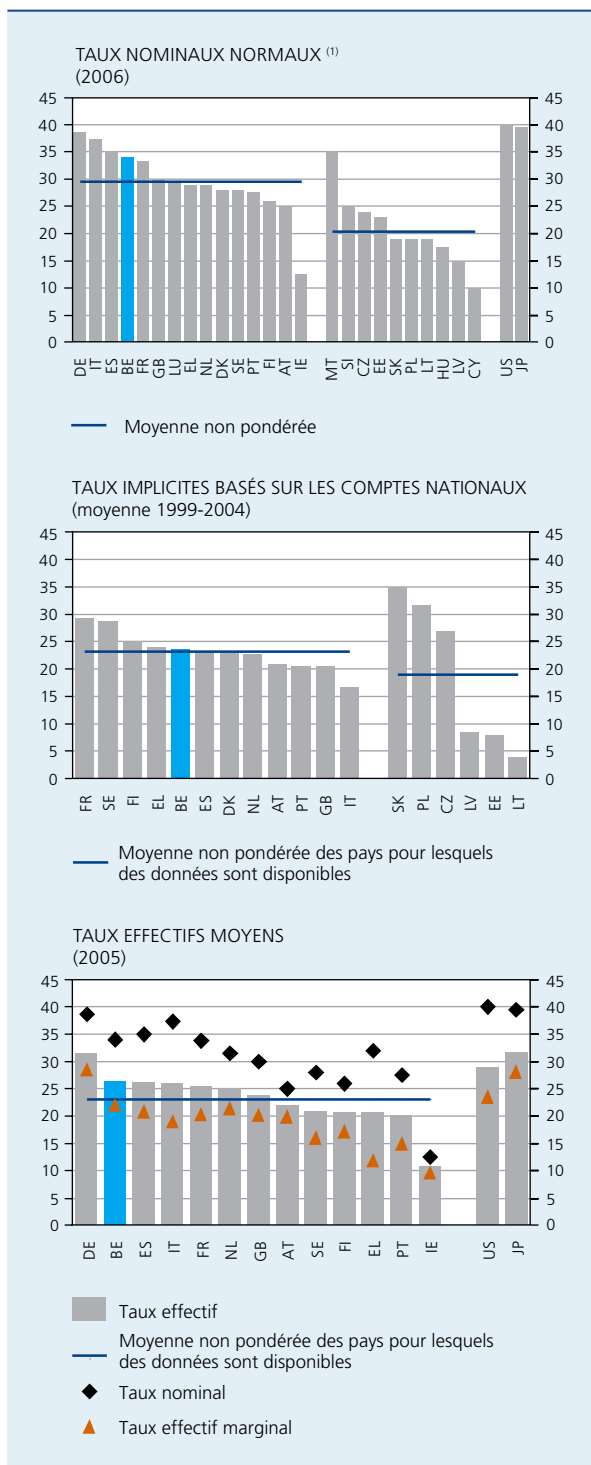
Les données relatives aux taux effectifs moyens sont publiées par l'Institut d'études fiscales (Institute for Fiscal Studies – IFS)⁽³⁾. Ces mesures ne sont pas exhaustives, dans la mesure où elles ne prennent en compte que l'incidence des principales règles fiscales; elles permettent toutefois d'aborder des législations complexes. En 2005, les taux effectifs moyens se situaient tous en deçà des taux nominaux, ce qui signifie que tous les pays accordent des avantages fiscaux, par exemple sous la forme d'amortissements accélérés. L'ordre des pays coïncide dans une large mesure avec celui établi sur la base des taux nominaux normaux. Cela n'est guère étonnant puisque, lorsque les rendements avant impôt sont plus élevés, le taux nominal joue un rôle plus important. Les abattements fiscaux sont en effet souvent limités à un montant donné. En ce qui concerne le taux effectif moyen, la Belgique se situe parmi les pays dont le taux est relativement élevé, soit à la deuxième place, derrière l'Allemagne. Le taux belge, à 26,4 p.c., est supérieur de 3,3 points de pourcentage à la moyenne des pays de l'UE15 pour lesquels des données sont disponibles.

(1) Les taux relativement bas de l'impôt des sociétés pratiqués dans les pays scandinaves contrastent avec les prélèvements relativement élevés sur d'autres bases imposables comme la consommation ou le travail.

(2) La taxation des bénéfices réalisés à l'étranger n'a généralement lieu que lorsque les dividendes sont rapatriés; il existe en outre généralement de nombreuses mesures d'exception.

(3) Ce calcul repose sur de grandes entreprises de l'industrie manufacturière qui peuvent se financer sur le marché international des capitaux mais qui ne sont pas constituées sous la forme de sociétés bénéficiant d'un régime fiscal préférentiel et qui investissent dans cinq catégories de produits différentes selon trois modes de financement (apport de capitaux, emprunt, autofinancement). Le rendement de l'investissement avant impôt s'élève à 20 p.c.

GRAPHIQUE 1 INDICATEURS DE LA PRESSION FISCALE EXERCÉE SUR LES BÉNÉFICIAIRES DES SOCIÉTÉS
(pourcentages)



Sources : CE, IFS.

(1) Il s'agit du taux marginal le plus élevé, incluant les éventuels impôts sur les bénéfices des sociétés prélevés au niveau local ou régional.

2.2 Évolutions récentes

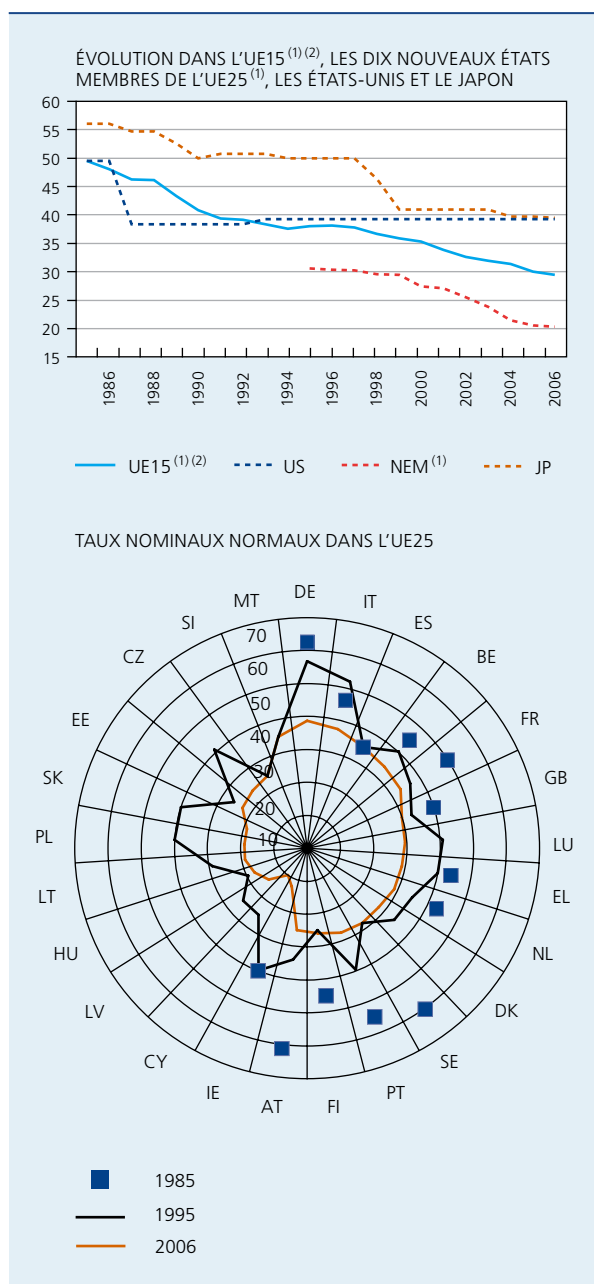
2.2.1 Taux nominaux à la baisse

L'on peut indéniablement relever une tendance à la baisse des taux nominaux de l'impôt des sociétés en Europe. Celle-ci ne se limite cependant pas à la période la plus récente. Le taux nominal moyen de l'impôt des sociétés dans l'UE15 a en effet reculé de manière pratiquement continue, passant de 49 p.c. en 1985 à un peu moins de 30 p.c. en 2006. Le recul le plus important s'est manifesté entre 1985 et 1995 : le taux a baissé de plus de dix points de pourcentage au cours de cette période, pour s'établir à 38 p.c. Entre 1995 et 2000, le taux moyen est demeuré relativement constant, mais il est reparti à la baisse au cours des six dernières années, pour atteindre 29,5 p.c. Dans les dix nouveaux États membres, les taux ont enregistré un recul plus important encore, passant de 30,6 p.c. en 1995 à 20,3 p.c. en 2006. Les États-Unis et le Japon ont eux aussi revu leurs taux à la baisse par rapport à leurs valeurs de 1985. La dernière réduction importante enregistrée au Japon date de 1999, tandis que la dernière grande réforme aux États-Unis remonte déjà à 1987.

La baisse du taux moyen au sein de l'UE25, qui est passé de 35 p.c. en 1995 à 25,8 p.c. en 2006, ne résulte pas seulement des évolutions enregistrées dans quelques pays. En effet, depuis 1995, le taux nominal de l'impôt des sociétés a été abaissé à une ou plusieurs reprises dans presque tous les pays européens. La Finlande est le seul pays où, depuis 1995, le (faible) taux de l'époque a progressé, de 25 à 26 p.c. En Espagne, à Malte, en Slovaquie et en Suède, le taux nominal est demeuré constant. Entre 2003 et 2005, pas moins de quatorze États membres de l'UE25 ont procédé à un abaissement de leur taux. Dans presque tous les pays, le taux nominal normal se situe actuellement à des niveaux nettement inférieurs à ceux de 1995, qui étaient eux-mêmes souvent bien en deçà de ceux de 1985. À l'époque, ce taux dépassait d'ailleurs encore 60 p.c. en Suède, en Autriche et en Allemagne.

En outre, selon toutes attentes, la tendance baissière des taux nominaux se poursuivra dans un avenir proche. Dans plusieurs pays, soit il a déjà été décidé de baisser le taux d'imposition dans les années à venir, soit des projets de loi en ce sens soutenus par les pouvoirs publics circulent. Tel est notamment le cas de l'Allemagne, des Pays-Bas, de la Grande-Bretagne, de l'Espagne, de la Grèce, de l'Estonie, de la Slovaquie et de la Lituanie. En conséquence de ces changements, le taux belge actuel comptera vraisemblablement d'ici peu à nouveau parmi les taux les plus élevés d'Europe. Dans l'UE25, seuls les taux belge, italien et maltais dépasseront 30 p.c. et, à moins que de nouvelles

GRAPHIQUE 2 TAUX NOMINAUX NORMAUX APPLIQUÉS AUX BÉNÉFICIAIRES DES SOCIÉTÉS
(pourcentages)



Sources : CE, IFS.

(1) Moyenne non pondérée.

(2) Jusqu'en 1995, hormis le Luxembourg et le Danemark.

mesures ne soient prises, l'écart entre le taux belge et le taux moyen de l'UE grimpera à nouveau.

2.2.2 Pas de baisse des recettes

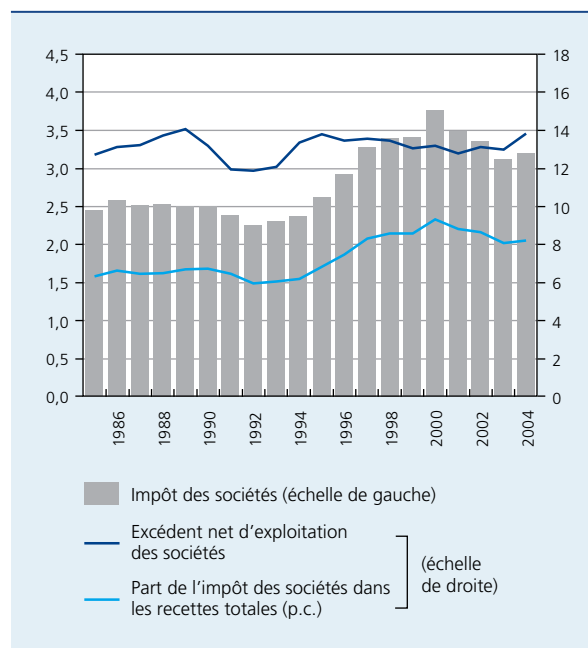
Même si, au cours des dernières décennies, les pays européens ont en grande partie abaissé les taux nominaux de l'impôt des sociétés – le taux nominal moyen dans l'UE15

a fléchi de 19 points de pourcentage depuis 1985 –, il convient de nuancer les conséquences réelles de ces baisses.

Ainsi, en dépit de cette baisse des taux nominaux, le produit moyen de l'impôt des sociétés rapporté au PIB n'a pas reculé dans l'UE15. Au contraire, les recettes de cet impôt, qui sont sujettes à la conjoncture, ont même affiché une forte progression depuis 1985.

Ce constat met en évidence le net élargissement de la base imposable au cours de cette période. Il est toutefois impossible d'affirmer, en se fondant sur les informations disponibles sur l'excédent net d'exploitation, que l'évolution de celui-ci explique à elle seule la progression des recettes de l'impôt des sociétés. Ceci suggère que les baisses des taux nominaux se sont également accompagnées d'un élargissement de la base utilisée pour le calcul de l'impôt des sociétés. Concrètement, cela veut dire que des mesures compensatoires ont été prises, telles que la suppression de dégrèvements ou de régimes préférentiels accordant des avantages fiscaux. Ces informations pourraient également indiquer que la lutte contre l'évasion et la fraude fiscales a été renforcée et est devenue plus fructueuse. Il semblerait par ailleurs que les nouveaux abaissements des taux annoncés dans certains pays de l'UE s'accompagneront de mesures compensatoires limitant en grande partie les coûts budgétaires.

GRAPHIQUE 3 RECETTES FISCALES ET BASE IMPOSABLE DANS L'UE15
(pourcentages du PIB, sauf mention contraire)



Sources : CE, OCDE.

Cette baisse du taux de l'impôt des sociétés, conjuguée à l'élargissement de la base imposable, a rendu l'impôt des sociétés plus neutre en ce sens qu'il perturbe moins l'allocation des ressources, un aspect qu'il convient de stimuler dans une optique d'efficacité économique.

3. Impôt des sociétés en Belgique

3.1 Caractéristiques de l'impôt des sociétés

Comme dans d'autres pays, le calcul de l'impôt des sociétés dû en Belgique est une matière complexe. La base imposable se fonde sur les bénéfices ou pertes comptables. Ceux-ci doivent cependant être ajustés à plusieurs égards, notamment afin de tenir compte des bénéfices étrangers, des composantes non imposables, des dividendes issus de participations dans d'autres sociétés (au moyen du système des revenus définitivement taxés), des pertes antérieures et de la déduction pour investissements⁽¹⁾.

Le taux d'imposition ordinaire appliqué à la base imposable ainsi définie s'élève actuellement à 33 p.c. En raison de la cotisation complémentaire de crise de 3 p.c. due sur cet impôt, le taux nominal le plus élevé atteint *de facto* 33,99 p.c. Sous certaines conditions, les PME peuvent bénéficier de taux réduits.

Outre ce système général de l'impôt des sociétés, il existe également une série de régimes d'exception en Belgique, dont les principaux sont les régimes des centres de coordination⁽²⁾ – un régime voué à disparaître fin 2010 – et des sociétés d'investissement à capital fixe ou variable (sicaif et sicav).

3.2 Composantes de l'impôt des sociétés

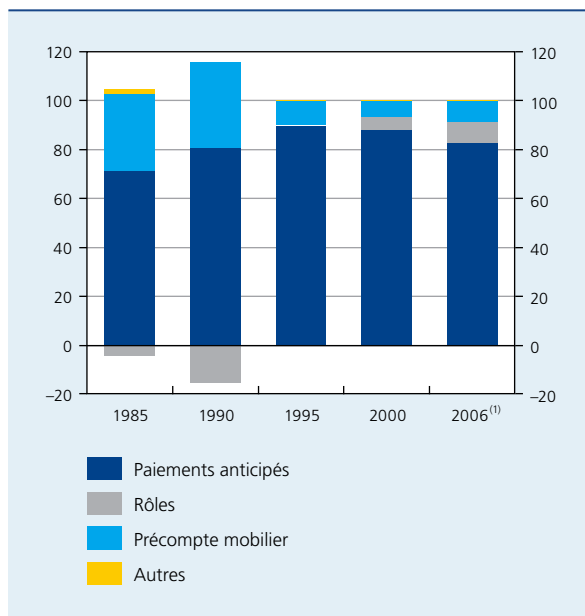
En Belgique, les recettes de l'impôt des sociétés comprennent trois composantes principales, à savoir les paiements anticipés, le précompte mobilier et les rôles.

(1) Pour une explication détaillée de la méthode de calcul, voir le Mémento fiscal (Deloddere *et al.*, 2006).

(2) Un centre de coordination doit appartenir à un groupe international dont le capital consolidé s'élève au moins à 24 millions d'euros et dont le chiffre d'affaires annuel consolidé atteint au moins 240 millions d'euros. Les fonds propres étrangers doivent s'élever à 12 millions d'euros minimum ou à 20 p.c. des fonds propres étrangers consolidés du groupe. Après deux ans, un centre de coordination doit occuper au moins dix travailleurs à temps plein. Depuis 1993, un centre de coordination doit verser annuellement 10.000 euros d'impôts par travailleur occupé à temps plein. Les bénéfices réalisés par les centres de coordination sont exemptés d'impôts, mais le taux d'imposition normal est appliqué à un pourcentage (en règle générale 8 p.c.) d'une partie de leurs frais de fonctionnement. Ces derniers sont calculés hors frais de personnel ou charges financières. Outre cette définition avantageuse de la base imposable, les centres de coordination sont exemptés des précomptes immobilier et mobilier sur les dividendes versés à leurs actionnaires ou sur les intérêts payés à leurs créanciers. En raison de ces avantages fiscaux, le taux d'imposition implicite appliqué aux bénéfices des centres de coordination atteint environ 1 à 2 p.c.

GRAPHIQUE 4 COMPOSANTES DE L'IMPÔT DES SOCIÉTÉS

(pourcentages du total de l'impôt des sociétés)



Sources : ICN, BNB.

(1) Pour 2006, les enrôlements ont été corrigés pour l'accélération du rythme des perceptions.

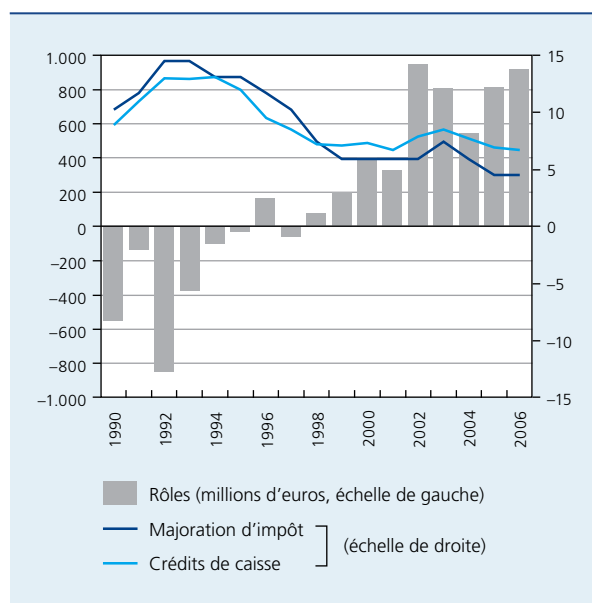
La majeure partie de l'impôt des sociétés est acquittée sous la forme de paiements anticipés que les entreprises effectuent à échéances fixes dans le courant de l'année. Si les versements anticipés des entreprises sont insuffisants, elles font l'objet d'une majoration substantielle sur l'impôt dû. En 2006, la part représentée par les paiements anticipés dans le total de l'impôt des sociétés perçu par les administrations publiques s'élevait à 82,7 p.c.

Le précompte mobilier versé par les sociétés est un véritable précompte, contrairement à celui dont doivent s'acquitter les particuliers, qui est libératoire. Le précompte mobilier représentait 8,8 p.c. de l'impôt des sociétés en 2006. Cette proportion atteignait cependant encore 31,2 p.c. en 1985. Ce net recul découle de l'abaissement – de 25 à 10 p.c. – du taux du précompte mobilier sur les nouveaux actifs à revenu fixe en 1990 et de l'introduction de la directive concernant les sociétés mères et les filiales le 15 octobre 1990, qui stipule que les versements de dividendes effectués par une filiale à la société mère sont exemptés du précompte mobilier sous certaines conditions.

L'acquittement définitif de l'impôt des sociétés dû est effectué au moyen des rôles. Dans l'éventualité où l'impôt finalement dû est supérieur ou inférieur à la somme des versements anticipés effectués et du précompte mobilier payé, la régularisation prend la forme d'un

GRAPHIQUE 5 RÔLES ET TAUX DE LA MAJORATION APPLIQUÉE À L'IMPÔT DES SOCIÉTÉS ⁽¹⁾

(pourcentages, sauf mention contraire)



Sources : ICN, SPF Finances, BNB.

(1) Pour 2006, les enrôlements ont été corrigés pour l'accélération du rythme des perceptions.

remboursement (en cas de rôles négatifs) ou d'un supplément (en cas de rôles positifs) d'impôt. En 2006, les rôles nets ont généré des recettes pour les administrations publiques à hauteur de 8,4 p.c. de l'impôt des sociétés ⁽¹⁾. Ce résultat contraste fortement avec la situation du début des années nonante lorsque les rôles étaient nettement négatifs. Cette évolution résulte en grande partie du fait que, avant l'introduction de la directive concernant les sociétés mères et les filiales le 23 juillet 1990, certaines entreprises – principalement actives dans le secteur financier – versaient un précompte mobilier important sur des montants qui avaient déjà été soumis à l'impôt et étaient exemptés lors du calcul de celui-ci par les systèmes visant à éviter une double imposition. De plus, pour les sociétés qui ne disposent pas de liquidités en suffisance, il est devenu moins intéressant de contracter un prêt à court terme auprès d'un établissement bancaire et d'effectuer des versements anticipés afin d'éviter la majoration d'impôt. La baisse des taux d'intérêt à court terme a en effet

(1) Pour 2006, les enrôlements ont été corrigés pour l'accélération du rythme des perceptions.

(2) Le taux d'intérêt de base qui intervient dans le calcul de la majoration d'impôt est le taux d'emprunt marginal utilisé par la BCE au cours de la pénultième année précédant l'exercice fiscal concerné. Ce taux d'intérêt est multiplié par un facteur moyen de 2,25. Ainsi, pour l'exercice fiscal 2006, la majoration d'impôt s'élève à 6,75 p.c. du montant de base insuffisant; compte tenu du fait qu'environ 18 mois s'écoulent en moyenne entre le moment où sont effectués les versements anticipés et les rôles, l'on obtient une majoration d'impôt de 4,45 p.c. en base annuelle.

(3) Le taux n'a augmenté qu'en 1993 suite à l'introduction de la cotisation complémentaire de crise de 3 p.c. sur le taux qui était alors de 39 p.c.

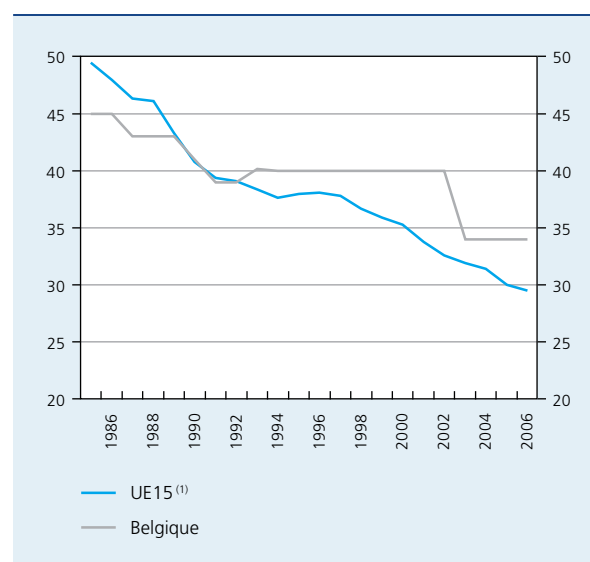
entraîné un net recul du taux de la majoration d'impôt, tandis que le taux d'intérêt moyen appliqué aux crédits de caisse a également reculé, mais dans une mesure bien moindre ⁽²⁾.

3.3. Réformes fiscales récentes

Le taux nominal le plus élevé de l'impôt sur les bénéfices des sociétés a également fortement diminué en Belgique au cours des dernières décennies. En 1983, ce taux a été ramené de 48 à 45 p.c., ce qui le plaçait légèrement au-dessous de la moyenne de l'UE15. Toutefois, au cours de la période suivante, le taux moyen dans l'UE15 a baissé bien plus rapidement que le taux belge, qui a certes encore été diminué en 1987 et au cours de la période 1990-1991 ⁽³⁾, si bien qu'un écart est apparu et s'est maintenu durant l'ensemble des années nonante. Après 2000, cet écart s'est cependant creusé pour atteindre 7 points de pourcentage en raison de nouvelles baisses dans plusieurs pays membres de l'UE15. Depuis lors, la Belgique a mené en une courte période deux réformes de l'impôt des sociétés. Les objectifs principaux de ces réformes étaient de réduire l'écart existant avec les autres pays d'Europe et d'accroître l'attractivité de la Belgique auprès des investisseurs potentiels.

GRAPHIQUE 6 TAUX NOMINAL NORMAL EN BELGIQUE ET DANS L'UE15

(pourcentages)



Sources : CE, IFS, BNB.

(1) Moyenne non pondérée; jusqu'en 1995 à l'exclusion du Luxembourg et du Danemark.

La réforme de l'impôt des sociétés qui est entrée en vigueur le 1^{er} janvier 2003, a fortement diminué les taux d'imposition nominaux sur les bénéfices des sociétés en Belgique⁽¹⁾. Le taux normal est passé de 40,17 à 33,99 p.c. (y compris une cotisation complémentaire de crise de 3 p.c.), et les taux réduits pour les PME ont également été diminués. Cette réforme a par ailleurs prévu une exonération des bénéfices réservés par les PME pour investissements.

Cette réforme devant toutefois intervenir dans un cadre budgétairement neutre, plusieurs mesures compensatoires ont été adoptées. Ainsi, les règles d'amortissement ont été adaptées, les conditions d'application du système des revenus définitivement taxés ont été durcies et les boni de liquidation, en cas de rachat par une société de ses propres actions ou en cas de partage total ou partiel de l'avoir social, sont dorénavant soumis à un précompte mobilier de 10 p.c. S'appuyant sur une analyse *ex post*, la Cour des comptes a estimé que cette réforme a très probablement au moins eu un effet budgétairement neutre (Cour des comptes, 2005).

Cette réforme a permis de réduire considérablement l'écart existant avec le taux nominal moyen dans l'UE15. Cependant, suite aux récentes baisses des taux dans plusieurs pays, la différence entre le taux normal belge et la moyenne de l'UE15 a de nouveau augmenté pour atteindre environ 4 à 5 points de pourcentage. Selon toute vraisemblance, cette différence continuera à croître dans les années à venir, à moins que les pouvoirs publics belges n'adoptent de nouvelles mesures.

En dépit de l'importante baisse du taux nominal en 2003, il est apparu assez rapidement qu'une nouvelle réforme serait nécessaire. Plutôt que de réduire une nouvelle fois le taux nominal, il a cette fois été décidé d'instaurer dès l'exercice d'imposition 2007 (revenus 2006) une déduction fiscale pour capital à risque. Cette mesure est mieux connue sous le nom de « déduction des intérêts notionnels ». Il a en outre été décidé de supprimer le droit d'enregistrement pour les apports en société, qui s'élevait alors à 0,5 p.c.⁽²⁾

La déduction pour capital à risque a été instaurée en vue de réduire la différence de traitement entre le financement par endettement et le financement par fonds propres. Contrairement aux intérêts, qui, en principe, sont fiscalement déductibles et ne figurent pas en tant que

tels dans la base imposable d'une société, les bénéfices font partie intégrante de la base imposable et sont dès lors taxés.

La nouvelle déduction est dans les faits calculée comme un intérêt fictif sur les fonds propres corrigés⁽³⁾, qui est déduit de la base imposable. Le taux servant au calcul de l'intérêt fictif est égal au niveau moyen du taux d'intérêt (publié mensuellement par le Fonds des Rentes) sur les obligations linéaires à dix ans émises par les pouvoirs publics belges, tel qu'il était au cours de l'avant-dernière année précédant l'exercice d'imposition. Le taux d'intérêt moyen de 2005, à savoir 3,442 p.c., est donc utilisé pour effectuer les calculs au cours de l'exercice d'imposition 2007. Le taux ne peut cependant pas excéder 6,5 p.c. et le changement annuel est plafonné à 1 point de pourcentage. Pour les PME, le taux de base est majoré de 50 points de base. En outre, les PME peuvent décider de ne pas appliquer la déduction d'intérêts fictifs pour capital à risque et de continuer à utiliser l'ancien système de la réserve d'investissement.

La déduction pour capital à risque engendre une réduction du taux effectif de l'impôt des sociétés. Cette réduction est fonction du rendement sur fonds propres de la société. Ainsi, dans le cas d'une société réalisant un rendement sur fonds propres de 5, 10 et 15 p.c. et soumise au taux nominal de 33,99 p.c., cette déduction réduit le taux d'imposition effectif pour l'exercice d'imposition 2007 à respectivement 10,6, 22,3 et 26,2 p.c., abstraction faite d'autres postes de déduction possibles.

Afin de compenser la perte de recettes résultant de l'instauration de la déduction pour capital à risque et de la suppression du droit d'enregistrement pour les apports en société, plusieurs mesures ont été adoptées, la principale étant la définition plus stricte des plus-values réalisées.

Un des objectifs de la déduction pour capital à risque est le renforcement des fonds propres des entreprises. Les données portant sur les augmentations de capital en 2006 indiquant une très nette hausse, cet objectif semble atteint. En instaurant la déduction pour capital à risque, les pouvoirs publics ont également tenté d'offrir une alternative crédible pour les centres de coordination (ce régime fiscal est appelé à disparaître d'ici 2010), qui soit conforme aux règles prescrites par le droit européen.

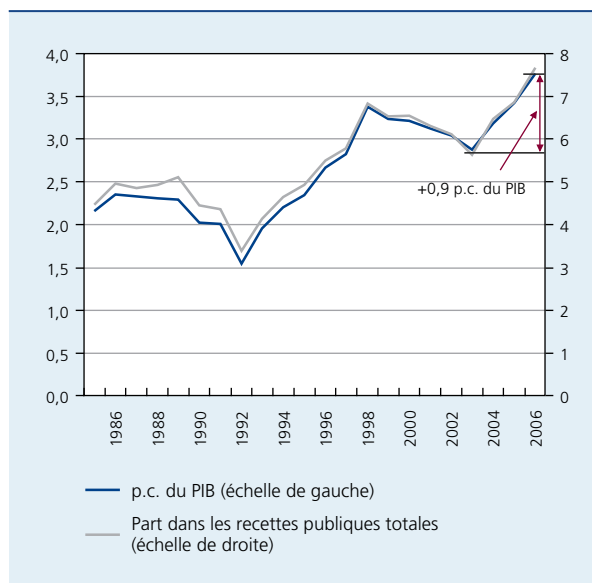
3.4 Recettes provenant de l'impôt des sociétés

En 2006, les recettes de l'impôt des sociétés représentaient 3,8 p.c. du PIB en Belgique. Ce pourcentage est relativement limité par rapport aux prélèvements sur les

(1) Loi du 24 décembre 2002 modifiant le régime des sociétés en matière d'impôt sur les revenus et instituant un système de décision anticipée en matière fiscale.

(2) Loi du 22 juin 2005 instaurant une déduction fiscale pour capital à risque.

(3) Les fonds propres tels qu'ils figurent au bilan sont corrigés sur certains points pour éviter les effets en cascade et d'éventuels abus.

GRAPHIQUE 7 RECETTES PROVENANT DE L'IMPÔT DES SOCIÉTÉS⁽¹⁾

Sources : ICN, BNB.

(1) En 2006, les enrôlements ont été gonflés par l'accélération du rythme des perceptions à concurrence de 0,3 p.c. du PIB.

salaires (25,4 p.c. du PIB) et aux impôts indirects (11,5 p.c. du PIB). L'impôt des sociétés représentait en 2006 quelque 7,7 p.c. de l'ensemble des recettes publiques. Tant les recettes que la part de l'impôt des sociétés dans les recettes publiques étaient en 2006 à leur niveau le plus haut de ces 35 dernières années. Il convient de remarquer également que les recettes de cet impôt ont augmenté de pas moins de 0,9 p.c. du PIB depuis 2003.

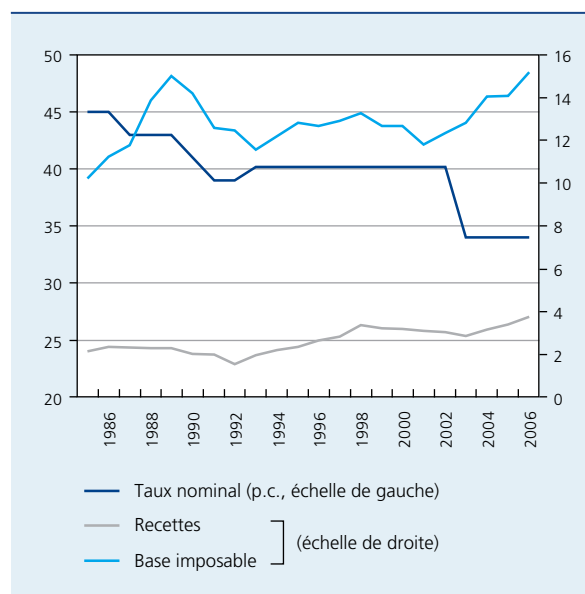
Au cours de la période 1985-1990, les recettes de l'impôt des sociétés ont fluctué entre 2,1 et 2,4 p.c. du PIB. La baisse du taux nominal au cours de cette période a été largement compensée par une forte progression de la base imposable approximative⁽¹⁾ macroéconomique. Alors que le taux nominal est resté relativement constant entre 1990 et 2003 et que la base approximative macroéconomique a quelque peu reculé au début des années nonante pour ensuite fluctuer à un niveau légèrement inférieur, les recettes de l'impôt des sociétés en Belgique sont passées de 2,1 p.c. du PIB en 1990 à 2,9 p.c. du PIB en 2003.

(1) Celle-ci est considérée comme étant la somme de l'excédent brut d'exploitation et des intérêts nets perçus ou payés dont les amortissements sont déduits. Il ne s'agit que d'une base imposable approximative qui diffère sensiblement de la base effectivement utilisée pour calculer l'impôt. Par ailleurs, les données datant d'avant 1995 ont été obtenues par rétroprojections sur la base de données plus anciennes, suite à l'absence de ces données dans les nouveaux comptes nationaux.

(2) Le caractère neutre de cette réforme sur le plan budgétaire n'est pas remis en cause. Plusieurs mesures compensatoires (comme celles luttant contre la fraude ou les règles d'amortissement changeantes) augmentent tant la base imposable que les impôts à payer sans avoir un impact sur les méthodes de calcul des taux implicites décrites dans le présent article.

GRAPHIQUE 8 BASE IMPOSABLE, RECETTES FISCALES ET TAUX NOMINAL EN MATIÈRE D'IMPÔT DES SOCIÉTÉS

(pourcentages du PIB, sauf indication contraire)

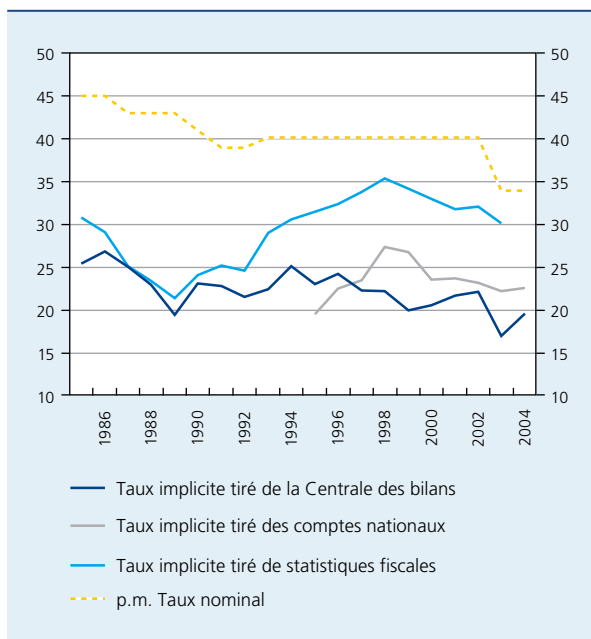


Sources : ICN, BNB.

Au cours de la période la plus récente, les recettes ont continué à augmenter, en dépit des réformes récentes qui ont abaissé le taux effectif.

Ces constats tendent à montrer que depuis le début des années nonante, plusieurs réductions et régimes préférentiels ont en grande partie été annulés, si bien que la pression fiscale effective sur les bénéficiaires des sociétés a augmenté. Une comparaison de l'évolution des différents taux implicites indique que le taux implicite tiré de statistiques fiscales et de la Centrale des bilans a reculé pour avoisiner les 20 p.c. en 1989. Le taux implicite tiré des déclarations fiscales et des comptes nationaux a progressé jusqu'à la fin des années nonante, tandis que le taux implicite tiré des comptes annuels de la Centrale des bilans a fluctué à un niveau constant. Cette évolution divergente s'explique par l'importance croissante de la déduction des pertes reportées et de la déduction des revenus définitivement taxés au cours de cette période. S'agissant des pertes reportées, il n'est pas possible d'opérer une correction sur la base des statistiques de la Centrale des bilans, alors que seule une correction approximative peut être apportée pour l'évolution des revenus définitivement taxés. En 2003, tous les indicateurs laissaient apparaître une baisse de la pression fiscale sur les bénéficiaires des sociétés suite à la réforme fiscale⁽²⁾.

GRAPHIQUE 9 TAUX IMPLICITES DE L'IMPÔT DES SOCIÉTÉS
(pourcentages)



Sources : CE, SPF Finances, ICN, BNB.

4. Coordination européenne de l'impôt des sociétés

4.1 Concurrence fiscale versus coordination fiscale

Les États membres de l'Union européenne semblent partagés sur la question de savoir si une harmonisation fiscale ou une coordination de l'impôt des sociétés s'impose ou si une part importante de concurrence fiscale est souhaitable. Les deux options présentent en effet des avantages et des inconvénients.

La concurrence fiscale présente l'avantage de permettre aux États membres de conserver leur compétence en matière d'imposition et, partant, de moyens de financement. Ainsi, les préférences des autorités législatives nationales reflètent en principe davantage les préférences de leur population qu'une autorité législative supranationale. En outre, les États membres peuvent éventuellement utiliser l'impôt comme instrument dans leur politique de stabilisation. Par ailleurs, la concurrence fiscale est considérée par certains comme un moyen permettant de discipliner les pouvoirs publics qui, par nature, souhaitent dépenser toujours plus, en limitant les possibilités de prélever des impôts. Ils seraient ainsi fortement encouragés à travailler plus efficacement.

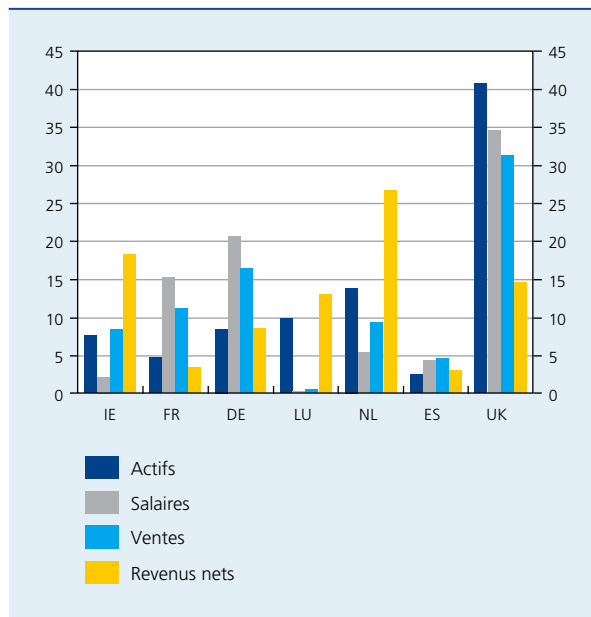
La coordination fiscale ou une harmonisation totale ou partielle peut empêcher que, dans le cadre de leurs stratégies visant à attirer des investissements et des bénéfices, certains pays ne s'engagent dans une «*race to the bottom*», qui pourrait mettre sous pression les dépenses publiques utiles ou conduire à des glissements d'impôts vers des sources d'imposition moins mobiles. Il se pourrait alors que le taux d'imposition ne reflète plus la préférence des résidents d'un pays. Par ailleurs, l'harmonisation ou la coordination poussée conduit à d'importants gains d'efficacité pour les entreprises multinationales qui ne doivent plus satisfaire à plusieurs systèmes fiscaux. La pression fiscale effective sur les sociétés deviendra en outre nettement plus transparente dans les différents États membres.

Il ressort d'un examen détaillé de la littérature qu'une harmonisation totale se traduirait, selon la plupart des études, par une augmentation du bien-être collectif par rapport à la situation actuelle. Il n'existe toutefois pas d'unanimité sur la question de savoir si ces gains de bien-être collectif seraient importants ou plutôt limités, ni quant à leur répartition entre les différents pays (Nicodème, 2006).

Une concurrence fiscale ne se produira que si une réduction des taux entraîne des glissements dans les investissements étrangers directs ou des glissements des bases de prélèvement. L'analyse économétrique a démontré que ce sont surtout les taux effectifs qui jouent un rôle dans l'attraction d'investissements étrangers directs (De Mooij *et al.*, 2006). Les réductions du taux effectif peuvent donc être utilisées pour attirer ou conserver les investissements étrangers directs. Par ailleurs, des études empiriques montrent qu'une réduction ou une augmentation du taux nominal a une incidence sur les bénéfices rapportés des multinationales dans un pays et donc sur les recettes fiscales (Huizinga *et al.*, 2006). Des glissements de bénéfices sont notamment rendus possibles par la manipulation des prix des transferts lors de transactions intragroupes et des clés de répartition des frais communs (recherche et développement, publicité,...) des filiales ou par le financement par endettement des filiales établies dans des pays où le taux est élevé.

Ainsi, il ressort d'une étude menée auprès de multinationales dont le siège principal est établi aux États-Unis que l'allocation des bénéfices de ces entreprises est en grande partie influencée par des considérations fiscales, étant donné qu'il n'existe pour ainsi dire aucune corrélation entre les activités que développent ces entreprises dans différents pays et le résultat net d'exploitation qui y est rapporté. Des revenus nets élevés sont rapportés en Irlande, au Luxembourg et aux Pays-Bas par rapport aux activités qui y sont développées, tandis que les bénéfices

GRAPHIQUE 10 ALLOCATION DES BÉNÉFICES DANS LES MULTINATIONALES DONT LE SIÈGE PRINCIPAL EST ÉTABLI AUX ÉTATS-UNIS (2003)



Source : Weiner (2006a).

rapportés sont limités en Allemagne, au Royaume-Uni et en France, où ces entreprises développent pourtant d'importantes activités (Weiner, 2006a).

Comme le montrent les chapitres précédents, la tendance baissière que connaissent actuellement les taux nominaux de l'impôt des sociétés semble indiquer une certaine concurrence fiscale entre les pays européens. Il convient toutefois de nuancer les conséquences d'une telle concurrence. Exprimées en proportion du PIB, les recettes provenant de l'impôt des sociétés sont en effet restées constantes ou ont même légèrement augmenté, ce qui peut s'expliquer par l'élargissement de la base de prélèvement. Outre les conséquences des mesures compensatoires et, éventuellement, d'une perception plus efficace, l'augmentation de la base de prélèvement pourrait également s'expliquer par la baisse des taux nominaux de l'impôt des sociétés. Cette baisse a en effet conduit à un accroissement de la différence avec les taux marginaux de l'impôt des personnes physiques, de sorte qu'il est devenu plus intéressant d'exercer certaines activités sous la forme d'une société. Les sociétés sont également moins tentées d'essayer de transférer des bénéfices vers des pays aux taux moins élevés.

En dépit de la forte baisse des taux nominaux dans l'UE25, la différence entre le taux le plus élevé et le taux le plus bas dans l'UE15 ou dans les dix NEM a à peine évolué au cours de ces dix dernières années. Cette différence était, dans les deux cas, de quelque 25 points de pourcentage. La théorie dite de l'agglomération tente d'apporter une explication à ce phénomène en insistant sur l'importance des agglomérations, la proximité de débouchés, la présence de personnel qualifié, les frais de transport, l'infrastructure, etc. La présence de ces facteurs conférerait un avantage aux pays centraux par rapport aux pays périphériques et leur permettrait de prélever un impôt plus élevé sans que les sociétés ne délocalisent. Ceci pourrait expliquer pourquoi les pays centraux de l'Union européenne appliquent des taux d'impôt des sociétés plus élevés que les pays en périphérie. Ainsi, de grandes disparités pourraient continuer à subsister durant plusieurs années entre le centre de l'Europe et sa périphérie. La question est toutefois de savoir ce qu'il adviendrait si plusieurs pays centraux venaient à réduire fortement leur taux. Dans l'un de ses rapports, le Conseil d'analyse économique français réalise une estimation des différences soutenables des taux entre les quinze « anciens » États membres de l'UE. Selon cette étude, des différences de taux nominal souvent supérieures à 10 points de pourcentage sont soutenables entre certains pays. Cette étude indique également que les différences de taux pourraient perdurer pendant un certain temps encore, bien que l'équilibre soit devenu moins stable en raison de la forte progression de l'intégration depuis 1995 (Gilbert *et al.*, 2005).

4.2 Coordination de l'impôt des sociétés dans l'UE

Tout comme les autres impôts directs, l'impôt des sociétés relève en principe entièrement de la compétence autonome des États membres de l'UE. Ainsi, les États membres peuvent eux-mêmes déterminer tout à fait librement les modalités de leur propre impôt des sociétés. Les lois fiscales doivent toutefois respecter les quatre libertés fondamentales du Traité de l'UE (libre circulation des biens, des personnes, des services et des capitaux) et les limitations en matière d'aides d'État. Les entreprises multinationales actives en Europe peuvent dès lors être confrontées à vingt-sept régimes fiscaux différents.

4.2.1 Tentatives d'harmonisation

Depuis la création de la Communauté économique européenne par la signature du Traité de Rome en 1957, les coûts générés par les différentes législations nationales pour les entreprises sont considérés par certains comme un obstacle important aux objectifs d'intégration européenne. En témoigne l'activité quasi permanente de

divers comités d'experts, qui ont formulé des propositions en vue d'harmoniser un certain nombre d'éléments cruciaux du régime de l'impôt des sociétés, en particulier afin de favoriser la transparence et d'apporter une solution au problème de la double imposition.

Déjà en 1962, le comité Neumark a émis des suggestions en vue d'harmoniser les systèmes nationaux de l'impôt des sociétés par l'introduction d'un système d'imputation avec différents taux pour les bénéficiaires réservés et les bénéficiaires distribués. Par la suite, le rapport Van den Tempel (1970) a proposé, pour tous les États membres, l'introduction d'un système classique d'impôt sur les sociétés, avec un impôt tant pour les sociétés que pour les actionnaires lors de la distribution des dividendes⁽¹⁾. Ce rapport a été suivi de deux résolutions en 1971 et 1972, dans lesquelles le Conseil Ecofin souscrivait à la nécessité d'une harmonisation fiscale. Poussée par ces évolutions, la Commission européenne a formulé, en 1975, une proposition de directive visant à une harmonisation des taux de l'impôt des sociétés, qui devaient se situer dans une fourchette comprise entre 45 et 55 p.c., avec un système d'imputation partielle pour les dividendes. La Commission avait même plaidé à cet égard en faveur d'un précompte mobilier de 25 p.c. sur les dividendes. Cette proposition avait toutefois été mise en question par le Parlement européen qui estimait qu'il fallait d'abord réaliser une harmonisation de la base imposable⁽²⁾. De tels projets d'harmonisation de la base imposable avaient été repris dans une proposition de la Commission européenne de 1988. Toutefois, en raison de la forte opposition d'un certain nombre d'États membres, cette proposition n'a jamais été présentée officiellement au Conseil Ecofin. La proposition suivante d'harmonisation date de 1992, à l'occasion de la publication du rapport Ruding. On y analysait la mesure dans laquelle les différences en matière d'impôt influencent la localisation des investissements et perturbent la concurrence. En même temps, des normes minimales pour la base d'imposition avaient été proposées, ainsi qu'un taux minimal de 30 p.c. et un taux maximal de 40 p.c. Aucune suite n'a été donnée non plus à ces propositions.

Malgré ce grand nombre de propositions, aucune harmonisation de l'impôt des sociétés n'a été opérée dans l'UE. Différentes raisons expliquent cette absence de succès, dont la principale est sans conteste l'unanimité exigée au Conseil pour approuver de telles réformes fiscales. Il existe

en outre une différence fondamentale de vision entre, d'une part, les États membres favorables à la concurrence fiscale, avec comme représentants principaux le Royaume-Uni et, récemment, aussi l'essentiel des nouveaux États membres et, d'autre part, la plupart des « pères fondateurs » de l'UE, parmi lesquels l'axe franco-allemand joue un rôle de locomotive dans la recherche d'harmonisation fiscale. Compte tenu de la réticence constatée chez les États membres, la Commission européenne a choisi depuis lors de progresser via une approche plus pragmatique, avec un certain nombre de mesures ciblées, qui sont développées ci-après.

4.2.2 Suppression des barrières fiscales pour les entreprises multinationales

Des barrières fiscales spécifiques dans le cas des activités économiques transfrontières, telles que des cas particuliers de double imposition, sont considérées comme un obstacle important pour les entreprises exerçant des activités transfrontières sur le marché unique. En vue de supprimer ces obstacles, le Conseil Ecofin a approuvé, en 1990, deux directives qui sont entrées en vigueur en 1992. La directive concernant les fusions (90/434/CEE) vise à éviter l'imposition des plus-values résultant de restructurations de sociétés de différents États membres. La directive concernant les sociétés mères et les filiales (90/435/CEE) vise à éliminer la double imposition sur les bénéfices distribués aux sociétés mères dans un État membre par des filiales établies dans un autre État membre.

4.2.3 Éviter la concurrence fiscale dommageable

Le Conseil Ecofin du 1^{er} décembre 1997 est arrivé à un accord sur un « ensemble de mesures pour lutter contre la concurrence fiscale dommageable dans l'Union européenne ». Cet accord comportait trois volets, dont un concerne un code de conduite dans le cadre de la concurrence fiscale dommageable⁽³⁾. Il s'agit ici de mesures fiscales spécialement destinées à attirer des entreprises ou des investisseurs étrangers et qui se traduisent par un niveau fiscal beaucoup moins élevé que ce qui s'applique normalement à une entreprise moyenne dans ce pays. Par ce « code de conduite », les États membres se sont accordés sur le fait que les dispositions fiscales dommageables existantes seraient supprimées et qu'aucune nouvelle ne serait introduite.

À la suite de cette décision, le groupe dit « Primarolo » a été créé en 1998 (d'après le nom du secrétaire d'État britannique aux affaires fiscales de l'époque), avec pour mission d'examiner une liste établie par la Commission européenne de régimes fiscaux qui pourraient être qualifiés de dommageables. Dans le rapport final de ce groupe,

(1) Cette proposition était, dans un certain sens, une suite du rapport Werner sur l'union économique et monétaire en Europe, qui insiste sur le fait que la création d'une union monétaire nécessite une harmonisation fiscale.

(2) Le Parlement européen n'a pas formulé d'opinion sur cette proposition, mais a uniquement établi un rapport intérimaire en 1980.

(3) Les autres volets de ce paquet dit « paquet Monti » concernent l'impôt sur les revenus de l'épargne et la suppression du précompte mobilier sur les paiements d'intérêts et de redevances entre entreprises.

qui date de novembre 1999, soixante-six pratiques fiscales dommageables avaient été identifiées. Pour la Belgique, il s'agissait notamment du régime fiscal applicable aux centres de coordination.

En raison de cette décision, le régime fiscal belge préférentiel applicable à de telles sociétés qui exercent la gestion financière pour les autres sociétés d'un groupe international va progressivement disparaître. En 2000, le Conseil Ecofin a qualifié le régime des centres de coordination de mesure fiscale dommageable devant être supprimée pour le 31 décembre 2005. En 2003, ce Conseil a indiqué que le régime des centres de coordination était incompatible avec les règles relatives aux aides d'État, mais que les centres qui dépendaient de ce régime au 31 décembre 2000, pourraient continuer à en bénéficier jusqu'au 31 décembre 2010 inclus. Les agréments qui venaient à échéance après 2005 ne pouvaient toutefois pas être prolongés. Cette disposition a été jugée discriminatoire et annulée par la Cour de justice européenne le 22 juin 2006.

4.2.4 Vers un marché unique sans entraves au niveau de l'impôt des sociétés

Les travaux actuels de la Commission européenne en matière d'impôt des sociétés découlent principalement du rapport d'octobre 2001 intitulé « *Vers un marché intérieur sans entraves fiscales* ». Ce rapport se basait sur une étude de la Commission européenne portant sur la « *La fiscalité des entreprises dans le Marché intérieur* », dans laquelle les taux effectifs en Europe ont été analysés, divers obstacles fiscaux qui entravent le bon fonctionnement du marché intérieur identifiés et un certain nombre de solutions élaborées en vue de supprimer ces entraves. La Commission européenne a également déduit de cette étude – et estime aussi actuellement – qu'on ne peut pas constater de véritable « *race to the bottom* », les réductions de taux étant allées de pair avec des mesures compensatoires et les revenus fiscaux étant demeurés stables. Elle conclut dès lors qu'aucune action n'est actuellement nécessaire pour harmoniser les taux de l'impôt des sociétés ou pour introduire des taux minimaux.

Afin d'éliminer les obstacles fiscaux, il a été proposé de suivre une stratégie à deux niveaux, avec, d'une part, des mesures concrètes et ciblées à court terme et, d'autre

part, le lancement d'un débat ayant pour objectif d'aboutir à long terme à une base d'imposition harmonisée pour les sociétés ayant des activités transfrontières dans l'UE.

Dans la stratégie à court terme, on tente d'éliminer les obstacles identifiés par le biais de mesures ciblées. La Commission est parvenue, selon sa communication de novembre 2003, à mettre en œuvre une grande partie des mesures ciblées. Ainsi, le champ d'application de la directive sur les fusions et de la directive concernant les sociétés mères et les filiales a été étendu. Pour l'exonération de dividendes d'une filiale, une participation de minimum 25 p.c. était nécessaire en 2005; ce pourcentage sera progressivement ramené à 10 p.c. en 2009. En juin 2003, le Conseil Ecofin a approuvé la directive sur les paiements d'intérêts et de redevances, qui doit veiller à empêcher les obstacles fiscaux en cas de paiements d'intérêts et de redevances transfrontières au sein du groupe⁽¹⁾. Le « *Joint Transfer Pricing Forum* » a contribué à la publication, en juin 2006, d'un code de conduite, qui standardisera les documents nécessaires dans les États membres pour ainsi réduire les coûts de transaction. Les condamnations par la Cour européenne de Justice d'un État membre dans une affaire concernant une société ont également une incidence sur d'autres États membres qui ont une législation similaire. La Commission européenne rend des avis sur la manière dont les États membres devraient modifier leur législation pour arriver à une meilleure harmonisation. Enfin, un certain nombre d'initiatives sont également examinées, telles que des possibilités de permettre des compensations de pertes transfrontières entre entreprises et leurs établissements fixes, et les conséquences de traités bilatéraux entre pays pour d'autres États membres de l'UE sont analysées (CE, 2003). Ces directives, décisions et condamnations exercent également une incidence sur la législation belge, qui doit parfois être adaptée.

La stratégie à court terme ne peut toutefois pas résoudre tous les problèmes, comme les frais de transaction élevés pour les sociétés confrontées à vingt-sept régimes fiscaux différents. C'est pourquoi une solution plus définitive est recherchée à long terme. La Commission européenne a choisi comme objectif final de rechercher une base d'imposition consolidée pour l'impôt des sociétés, par le biais d'une « *assiette commune consolidée pour l'impôt des sociétés* » (ACCIS) (CE, 2001)⁽²⁾. Cette méthode offrirait aux sociétés internationales la possibilité de calculer leur base imposable au niveau du groupe. Celle-ci serait ensuite répartie selon une formule entre les États membres qui y appliqueraient leur propre taux (et accorderaient éventuellement des crédits d'impôt). Pour les sociétés qui n'opteraient pas pour le nouveau système, la législation originale de l'État membre resterait applicable. Cette méthode supprimerait les problèmes d'allocation du

(1) Depuis le 1^{er} juillet 2005, ces paiements sont exonérés d'impôt si la société bénéficiaire se situe dans un autre État membre de l'UE.

(2) D'autres options qui n'ont pas été retenues concernaient une « *Home State Taxation* » (une reconnaissance mutuelle des règles fiscales de chacun, dans laquelle le groupe de sociétés peut choisir de calculer sa base imposable selon les règles de l'État membre où est établi son siège principal, après quoi cette base imposable est répartie entre les États membres qui peuvent y appliquer leurs propres taux), une « *EU Company Income Tax* » (la création d'un impôt européen, éventuellement en faveur de l'UE), et une « *Single Compulsory Harmonised Tax Base* » (la disparition des vingt-sept régimes fiscaux actuels et l'harmonisation complète qui ne laisse subsister qu'un seul mode de calcul, lequel s'applique également aux plus petites entreprises).

bénéfice via des « prix de transfert » et autres techniques, par le biais du calcul de la base imposable au niveau du groupe.

Le Conseil Ecofin informel de septembre 2004 a rencontré un large soutien en vue de créer un groupe de travail qui doit continuer à développer cette proposition en vue d'une base imposable commune. Néanmoins, cinq pays (l'Estonie, l'Irlande, Malte, le Royaume-Uni et la Slovaquie) n'ont pas apporté leur soutien. Le groupe de travail doit proposer d'ici fin 2008 un cadre juridique qui détermine la base imposable et qui comporte également une formule en fonction de laquelle la base imposable sera répartie entre les différents États membres. Une telle méthode est déjà appliquée aux États-Unis et au Canada et leurs États fédérés et provinces respectifs. La formule comporte généralement des variables telles que la proportion des actifs situés dans l'État par rapport aux actifs totaux de la société, la part des ventes situées dans l'État et la part des salaires de cet État. L'application d'une telle formule permet par exemple qu'un pays dans lequel une société enregistre des pertes, alors que le groupe réalise un bénéfice au niveau international, se voie quand même attribuer une part de la base imposable et obtienne ainsi un produit d'impôt positif.

L'idée serait de laisser la liberté de choix aux entreprises: soit elles pourraient opter pour un des vingt-sept régimes nationaux, soit pour la nouvelle ACCIS. De la sorte, on obtient en fait vingt-huit régimes différents. L'idée sous-jacente est qu'une concurrence va ainsi se développer entre le régime « communautaire » et les régimes nationaux et que la plupart des entreprises opteront pour l'ACCIS, de sorte qu'à terme, les régimes nationaux perdront de leur pertinence et qu'à terme seule l'ACCIS sera utilisée.

Il est toutefois évident qu'un certain nombre de difficultés techniques importantes doivent encore être surmontées et qu'en outre, il ne sera pas simple de trouver une formule qui obtiendra l'accord des États membres. Certains estiment les chances d'aboutir de ce projet plus élevées que lors des initiatives précédentes. En effet, dans le cadre législatif de la coopération renforcée, il suffit déjà, pour commencer, que huit États membres soient prêts à appliquer cette méthode.

Conclusion

Des pays tentent, par le biais de l'abaissement de la pression fiscale sur les bénéficiaires des sociétés, d'attirer des activités et des bénéfices supplémentaires. Ainsi dans le passé, il y a eu en Europe une tendance manifeste et

perceptible à la baisse des taux nominaux en matière d'impôt des sociétés. La concurrence fiscale s'est encore accrue avec l'adhésion de dix nouveaux États membres de l'UE en 2004, qui, en comparaison de l'UE15, pratiquent pour la plupart des taux beaucoup moins élevés. Sur la base des réformes annoncées dans un certain nombre de pays, la diminution des taux nominaux dans l'Union européenne se poursuivra également dans un futur proche.

Jusqu'à présent, ces réductions des taux nominaux semblent avoir été au moins compensées par l'élargissement de la base imposable, de sorte que les recettes publiques provenant de l'impôt des sociétés ont même évolué de façon globalement favorable.

La Belgique suit la tendance internationale à des taux nominaux plus faibles et à un élargissement de la base imposable. Ainsi, la réforme de 2003 avait pour objectif de supprimer la différence entre le taux nominal belge et la moyenne de l'UE15. Malgré cette diminution importante du taux belge, la différence avec la moyenne de l'UE est entre-temps de nouveau remontée à quelque 4 ou 5 points de pourcentage. Une nouvelle réforme de l'impôt des sociétés belges a par conséquent été réalisée assez rapidement, avec l'introduction de la déduction pour capital à risque, à partir de l'exercice d'imposition 2007 (revenus 2006). Cette mesure innovatrice réduit la discrimination entre le traitement fiscal des fonds propres et celui des fonds de tiers et constitue un bon incitant à accroître la solvabilité des entreprises. De plus, il s'agit d'une alternative européenne acceptable au régime des centres de coordination. La différence entre le taux nominal normal belge et la moyenne de l'Union européenne subsiste toutefois et – sauf nouvelles mesures – continuera vraisemblablement à augmenter au cours des prochaines années.

L'existence de vingt-sept régimes différents d'impôt des sociétés dans l'Union européenne représente un coût important pour les multinationales. En même temps, la crainte existe que la concurrence fiscale entraîne une érosion du produit de l'impôt des sociétés, ce qui pourrait avoir un certain nombre de conséquences non souhaitables. Tant la Commission européenne qu'un certain nombre de comités d'experts ont dès lors publié, au cours des dernières décennies, un certain nombre de rapports qui proposaient une harmonisation poussée de l'impôt des sociétés. Ces initiatives n'ont jusqu'à présent pas été couronnées de succès, notamment en raison de l'obligation d'unanimité au niveau des décisions relatives aux impôts directs. La Commission européenne a d'ailleurs renoncé à la recherche de taux minimaux et se concentre actuellement sur la réalisation d'une base imposable commune consolidée pour les multinationales. Des initiatives

plus spécifiques, comme les directives pour supprimer les distorsions fiscales en cas d'activités transfrontières et des mesures contre la concurrence dommageable, ont rencontré davantage de succès.

La question de savoir si une réelle « *race to the bottom* » se produira dans le futur au niveau de l'impôt des sociétés reste actuellement ouverte: dans ce cas, non seulement les taux continueront à se réduire mais les recettes publiques diminueront également ou, dans le cas contraire, la baisse des taux nominaux s'arrêtera – spontanément ou non –. L'avenir nous le dira.

Bibliographie

Commission européenne (2001), *Vers un marché intérieur sans entraves fiscales – Une stratégie pour permettre aux entreprises d’être imposées sur la base d’une assiette consolidée de l’impôt sur les sociétés couvrant l’ensemble de leurs activités dans l’Union européenne*, COM (2001) 582.

Commission européenne (2003), *Un marché intérieur sans obstacles liés à la fiscalité des entreprises: réalisations, initiatives en cours et défis restants*, COM (2003) 726.

Commission européenne (2006a), *Mise en œuvre du programme communautaire de Lisbonne – Avancement des travaux et programme futur pour une assiette commune consolidée pour l’impôt des sociétés* (ACCIS).

Commission européenne (2006b), *Structures des systèmes de taxation dans l’Union européenne: 1995-2004*.

Conseil supérieur des Finances (2001), *La réforme de l’impôt des sociétés: le cadre, les enjeux et les scénarios possibles*.

Cour des Comptes (2005), *Réforme de l’impôt des sociétés, évaluation de la neutralité budgétaire*.

De Mooij R. et S. Ederveen (2006), *What a difference does it make? Understanding the empirical literature on taxation and international capital flows*, Workshop on corporate tax competition and coordination in Europe, Brussels.

Deloddere, E., S. Haulotte et C. Valenduc (red.) (2006), *Mémento fiscal*, Service d’Études et de Documentation du SPF Finances.

Devereux M. (2006), *Tax competition: theory and empirical evidence*, Workshop on corporate tax competition and coordination in Europe, Brussels.

Devereux M. et R. Griffith (2002), *Evaluating tax policy for location decisions*, CEPR, discussion paper series 3247.

Devereux M., R. Griffith et A. Klemm (2002), « Corporate income tax reforms and international tax competition », *Economic Policy*, vol.17-35, 451-495.

Eggert W. et A. Haufler (2006), *Company tax coordination cum tax rate competition in the European Union*, University of Munich, discussion paper 2006-11.

Fuest C. (2002), *Corporate tax coordination in the European internal market and the problem of « harmful » tax competition*, University of Cologne.

Gilbert G., A. Lahrèche-Révil, T. Madiès et T. Mayer (2005), « Conséquences internationales et locales sur l’imposition des entreprises » dans Saint-Étienne C. et J. Le Cacheux (eds), *Concurrence équitable et concurrence fiscale*, Conseil d’analyse économique 56.

Haulotte S. et C. Valenduc (2006), *Évolution de l’impôt des sociétés dans les pays européens: course à la base commune ou course commune à la baisse*, Séminaire de l’Institut belge de Finances Publiques.

Huizinga H. et L. Laeven (2006), *International profit shifting within multinationals: a multi-country perspective*, workshop on corporate tax competition and coordination in Europe, Brussels.

Nicodème G. (2006), *Corporate tax competition and coordination in the European Union: What do we know? Where do we stand?*, *European Economy* 250.

OCDE (2006), *Statistiques des recettes publiques (1965-2005)*.

Valenduc C. (2004), *Corporate income tax and the taxation of income from capital: some evidence from past reforms and the present debate on corporate income taxation in Belgium*, European Commission, working paper 6.

Weiner J. (2006a), *Company tax reform in the European Union*, Springer.

Weiner J. (2006b), *A new way of thinking about company tax reform in the European Union*, IFS.

Summaries of articles

Economic projections for Belgium – Spring 2007

Since the projections published in December 2006, the international environment has remained buoyant. GDP growth in the euro area, which proved stronger than previously expected over the last months, should keep going at a solid pace in 2007.

In Belgium, economic activity has been particularly strong in 2006. It should slow down slightly in 2007 and 2008, to return to a rhythm more in line with potential. Overall, real GDP growth is projected to decline from 3 p.c. in 2006, the highest rate for six years, to 2.5 p.c. in 2007. It is expected to be 2.2 p.c. in 2008.

Over the whole period covered by the projections, growth should turn out to be more balanced than in 2006, backed by both foreign demand and domestic demand. In particular, although slowing down somewhat in comparison with the vigorous expansion recorded in 2006, private consumption and business investment should expand in line with still supportive demand, income and labour market conditions over the period 2007-2008.

Actually, the rate of employment growth appears to be more sustained than in previous upturns. Following an increase of 46,000 units in 2006, domestic employment should grow by another 115,000 jobs or so over the period 2007-2008. With a cumulative decline of 60,000 jobless, the highest number over a two-year period since 1999-2000, the harmonised unemployment rate is projected to fall from 8.2 p.c. in 2006 to 7.2 p.c. in 2008, prolonging a downward movement that begun in 2006.

Estimated on the basis of the HICP, overall inflation is forecast to fall markedly, from 2.3 p.c. in 2006 to 1.6 p.c. in 2007 and 1.8 p.c. in 2008. This drop can be explained by the moderating influence exerted by the energy component of the index, stemming from some appeasement of the oil price evolution and from the downward impact of the liberalisation of the gas and electricity markets in Brussels and Wallonia, as well as the new method of recording these energy prices in the consumer price index. The underlying trend in inflation is expected to rise moderately, from 1.6 p.c. in 2006 to 1.9 p.c. in 2007, before falling back to 1.7 p.c. in 2008. The slight acceleration in 2007 is almost exclusively due to increases in excise duties on tobacco and the levy on packaging.

Reflecting the slowdown in labour productivity alone, as a result of the net rise in employment, unit labour costs in the private sector are projected to increase somewhat, rising from 1.1 p.c. in 2006 to 1.6 p.c. in 2007 and 2008. Moreover, the growth in hourly labour costs is expected to dip slightly from the 2006 level, coming down from 2.7 p.c. to 2.4 p.c. in 2007 and 2.6 p.c. in 2008. For both of these years, the cumulative increase corresponds to the 5 p.c. target set in the central

wage-bargaining agreement, in the absence of information on the outcome of the wage negotiations being conducted in the various joint committees at sectoral level.

After showing a surplus of 0.2 p.c. of GDP in 2006, general government accounts are likely to show a slight deficit, of 0.1 p.c. of GDP this year and 0.2 p.c. in 2008. Interest charges should continue to drop and tax revenues are expected to benefit from the promising economic outlook, but these elements are more than entirely offset by the disappearance of the favourable impact of non-recurrent factors, as well as by a deterioration of the structural primary balance in 2007. The public debt ratio will continue to fall gradually, coming down by some 6 percentage points of GDP over the two years of the forecasting period, to reach 82.7 p.c. of GDP in 2008.

JEL Code: E17, E25, E37, E66

Key words: Belgium, macroeconomic projections, Eurosystem

Recent trends in corporate income tax

The article describes the recent international developments regarding the corporate income tax and the way in which the Belgian government is trying to respond. For this purpose, it begins by discussing the various indicators which measure the tax burden on corporate profits. Next, it illustrates the trend towards declining statutory corporate tax rates throughout Europe in the last two decades. It is highly likely that the downward trend in nominal rates will persist in the near future. But these nominal rate cuts seem to have been accompanied by an at least equivalent expansion of the tax base, so that government revenues generated by the corporate income tax have actually increased overall.

Belgium is following the international trend towards lower nominal rates and a wider tax base. The corporate income tax reform which took effect on 1 January 2003 aimed to eliminate the difference between the Belgian nominal rate and the EU-15 average. The most recent reform introduced the venture capital allowance from the 2007 tax year. This innovative measure reduces the discrimination between the tax treatment of equity capital and borrowings. The differential between the Belgian rate and the EU average has however since 2003 widened again to around 4 to 5 percentage points and will – in the absence of new measures – probably continue to increase in the near future.

Finally, the article focuses on the European coordination of corporate income tax. The existence of twenty-seven different corporate income tax systems in the EU entails substantial cost for multinationals. At the same time, there is the fear that tax competition may erode the tax proceeds. Both the EC and a number of committees of experts have therefore published reports in the recent decades, proposing a high degree of corporate income tax harmonisation. So far, these initiatives have not succeeded. More specific initiatives, such as directives aiming to abolish tax distortions in the case of cross-border activities and measures to combat harmful competition have been more successful. The EC is now concentrating on achieving a common consolidated tax base for multinationals.

JEL Code: H25

Key words: corporate tax, tax competition, EU tax coordination

The flattening of the yield curve: causes and economic policy implications

The article examines the flattening of the yield curve in the euro area since mid 2004, and that in the United States where a slight inversion has actually been apparent since mid 2006. Analysis has shown that, apart from the tightening of monetary policy, this phenomenon is due to a substantial reduction in the risk premium, and especially its real component. It also indicates that this contraction

was caused mainly by strong demand for government bonds on the part of atypical investors, in particular, the Asian central banks and pension funds.

In addition, the study revealed that the reliability of break-even inflation as an indicator of inflation expectations is not really affected by this flattening, since the reduction in the inflation risk premium made only a small contribution to the contraction of the overall risk premium. Conversely, the analysis indicates that the quality of the yield curve as an advanced indicator of the business cycle is affected by the contraction of the risk premium. Since the flattening of the yield curve is due to adjustment of the risk premium rather than revised interest rate expectations, the current behaviour of the yield curve does not signal a marked slowdown in economic activity.

Since, the contraction of the risk premium corresponds to an easing of financial conditions, the monetary authorities need to exercise great vigilance in order to ensure price stability in the medium term. Vigilance is all the more necessary if the reduction in the risk premium is not due to changes in the macroeconomic fundamentals. In that case, there is also the risk of a possible upward adjustment to long-term interest rates. However, it should also be noted that the demand currently exhibited by atypical investors seems to be more structural than that generated by the “flight to quality” which lay at the root of the decline in the risk premium during the period 1997-1998. The risk premium reduction which occurred between June 2004 and June 2005 therefore appears to be more persistent than that seen between mid 1997 and the end of 1998.

JEL Code: E43, G12

Key words: yield curve, risk premia

Direct investment and Belgium's attractiveness

Belgium, which has long had direct investment links with other countries, is participating fully in the increasingly global economy. At the end of 2005, almost half of the equity capital invested in Belgian companies as a whole was owned directly or indirectly by foreign shareholders.

The purpose of the article is to analyse Belgium's foreign direct investment (FDI) and the incoming investment from abroad, and to view it in perspective, both over time and in relation to other developed countries, especially neighbouring countries. In addition, it aims to identify the main factors determining recent developments and Belgium's relative position in 2005, the latest year for which data on FDI stocks are available.

Although influenced by the same factors as those which determine the development of FDI on a global scale, direct investment links in Belgium differ from those in other developed economies in their magnitude. In fact, the ratio between FDI flows or stocks and GDP is significantly higher in Belgium than in the majority of other developed countries, for both incoming and outgoing FDI. The scale of Belgium's direct investment links with foreign countries reflects both its function as a financial centre, particularly via the activities of the coordination centres, and its status as a small, open economy in a European Union where integration began earlier – and has progressed farther – than in other free trade areas.

In the past ten years, Belgium's FDI has expanded constantly and at a faster pace than domestic economic activity. While outgoing FDI has, like that of other developed countries, focused more on developing countries, driven by the search for new markets and lower costs, particularly for labour-intensive activities, it is nevertheless still concentrated mainly on the developed countries, including the new EU members. The main protagonists in these capital transfers, effected partly via mergers and acquisitions, are Belgian firms active in the service sector.

Over the same period, incoming FDI seems to have grown a little more slowly. In terms of stock, it actually stagnated in the early years of this century. However, the recent dynamism of FDI in Belgium has been at least as favourable as in the other European countries taken as a whole, and especially the neighbouring countries. Looking at greenfield investments, which actually lead to the creation or expansion of activities, the number of projects launched in Belgium has been rising, and at a similar rate to those developed in the EU as a whole. Belgium's main strengths in terms of activity are chemicals – including life sciences – and transport and communications, particularly logistics and distribution.

In general, the main motive for FDI projects in Belgium appears to be to serve the European market, or at least its most highly developed core, which includes Belgium. When a location is being selected for a project, Belgium is therefore competing with other EU countries and, more particularly, with neighbouring countries whose economic characteristics are comparable, notably in regard to their standard of living. Compared to other EU countries, especially the new members whose economies are less advanced, Belgium has a handicap in terms of hourly labour costs but, at the same time, it offers high productivity and various advantages as regards environmental and operational criteria, especially the quality of its infrastructures.

JEL Code: F21, F23

Key words: foreign direct investment, attractiveness

Abstracts of the working papers series

106. R&D in the Belgian pharmaceutical sector, by H. De Doncker, December 2006.

The Belgian pharmaceutical sector has been accorded a leading role in the attainment of the R&D investment targets which the EU Member States set themselves as part of the Lisbon strategy. To gain a better insight into that sector's research activities, the NBB conducted an ad hoc survey in 2005, covering pharmaceutical companies active in Belgium in the field of research, production and distribution of drugs for human use. The analysis of the information obtained from that survey makes up the main body of this working paper. The survey results do not only confirm the importance of the research activities conducted by Belgian establishments, but also indicate the frequent cooperation with other research centres and the crucial importance of expertise as a factor influencing the location of such activities in Belgium. The breakdown of the survey results by kind of establishment on the basis of the type of activities conducted in Belgium reveals further clear differences of emphasis in the nature of the R&D activities pursued in Belgium and divergences in the scale of the resources used. The paper also comprises a number of annexes giving additional information on the sector. More particularly, they deal with added value and employment, the indirect effects and profitability of the pharmaceutical companies, and background information on reference reimbursement of drugs.

107. Direct investment in Belgium: extent and trend, by Ch. Piette, January 2007.

The aim of the study is to give an overview of recent developments in Belgium's direct investment relations with the rest of the world. The analysis is based mainly on two sets of statistics drawn up by the NBB, namely, data on direct investment flows from the balance of payments on the one hand, and the results of an annual survey on direct investment carried out among Belgian companies, on the other. Foreign direct investment (FDI) flows between Belgium and the rest of the world have, broadly speaking, followed relatively similar trends to FDI flows observed worldwide, but at the same time have shown some specific characteristics, such as the influence of a few sporadic operations involving large amounts and significant differences within the various components making up FDI inflows and outflows, the former consisting essentially of capital injections in companies and the latter mainly taking the form of intercompany loans. This particular structural pattern stems from the presence of the coordination centres in Belgium and the special tax status that these companies enjoy. Apart from those investment flows attributable to the coordination centres, a large part of the FDI inflows recorded in the balance of payments concern investment by multinationals in third countries, for which resident companies act as intermediaries. Still disregarding funds invested in the coordination centres, the total figures compiled on the basis of the annual survey show that foreign

shareholdings in Belgian firms, as measured on the basis of their book value, have stabilized since 2002. Moreover, statistics for subsidiaries of foreign companies established in Belgium show that there is still a fairly high proportion of them active in relatively labour-intensive industrial sectors. As for Belgium's FDI, the results of the direct investment survey point to a gradual expansion in Belgian companies' activities abroad, which are developing at a faster pace than their domestic business. Both data on outstanding equity and those for subsidiaries abroad indicate that foreign direct investment by resident firms is largely concentrated in other developed countries with similar economic features to Belgium. This would tend to suggest that the extent of straight business relocations to low-wage countries by Belgian firms via investments abroad remains relatively limited.

108. [Investment-specific technology shocks and labor market frictions](#), by R. De Bock, February 2006.

The paper studies the implications of technical progress through investment-specific technical change in a business cycle model with search and matching frictions and endogenous job destruction. The interaction between the capital formation needed to reap the benefits of an investment-specific technology shock and gradual labor-market matching, generates hump-shaped, persistent responses in output, vacancies, and unemployment. The endogenous job destruction decision also leads to small but persistent endogenous fluctuations in total factor productivity. Simulations suggest a limited role for investment-specific technology shocks as a source of business cycle fluctuations compared to a standard real business cycle model.

109. [Shocks and frictions in US business cycles: a Bayesian DSGE approach](#), by F. Smets and R. Wouters, February 2007.

Using a Bayesian likelihood approach, the authors estimate a dynamic stochastic general equilibrium model for the US economy using seven macro-economic time series. The model incorporates many types of real and nominal frictions and seven types of structural shocks. The authors show that this model is able to compete with Bayesian Vector Autoregression models in out-of-sample prediction. They investigate the relative empirical importance of the various frictions. Finally, using the estimated model they address a number of key issues in business cycle analysis: What are the sources of business cycle fluctuations? Can the model explain the cross-correlation between output and inflation? What are the effects of productivity on hours worked? What are the sources of the "great moderation"?

110. [Economic impact of port activity – the case of Antwerp](#), by F. Coppens, F. Lagneaux, H. Meersman, N. Sellekaerts, E. Van de Voorde, G. van Gastel, Th. Vanellander and A. Verhetsel, February 2007.

The economic impact of the port sector is usually measured at an aggregate level by indicators such as value added, employment and investment. The paper tries to define the economic relevance for the regional as well as for the national economy at a disaggregate level. It attempts to identify, quantify and locate the mutual relationships between the various port players themselves and between them and other Belgian industries. Due to a lack of information foreign trade is only tackled very briefly but the method outlined can be used to measure the national effects of changes in port activity at a detailed level. A sector analysis is made by compiling a regional input-output table, resorting to microeconomic data: a bottom-up approach. The main customers and suppliers of the port's key players or stakeholders are identified. A geographical analysis can also be carried out by using data at a disaggregate level. Each customer or supplier can be located by means of their postcode. In so doing, the economic impact of the port is quantified, both functionally and geographically. In the case of the port of Antwerp, the results show important links between freight

forwarders and agents. The geographical analysis suggests the existence of major agglomerating effects in and around the port of Antwerp, referred to as a major transshipment location point.

111. [Price setting in the euro area: Some stylized facts from individual producer price data](#), by Ph. Vermeulen, D. Dias, M. Dossche, E. Gautier, I. Hernando, R. Sabbatini and H. Stahl, March 2007.

The paper documents producer price setting in six countries of the euro area: Germany, France, Italy, Spain, Belgium and Portugal. It collects evidence from available studies on each of those countries and also provides new evidence. These studies use monthly producer price data. The following five stylised facts emerge consistently across countries. First, producer prices change infrequently: each month around 21 p.c. of prices change. Second, there is substantial cross-sector heterogeneity in the frequency of price changes: prices change very often in the energy sector, less often in food and intermediate goods and least often in non-durable non-food and durable goods. Third, countries have a similar ranking of industries in terms of frequency of price changes. Fourth, there is no evidence of downward nominal rigidity: price changes are for about 45 p.c. decreases and 55 p.c. increases. Fifth, price changes are sizeable compared to the inflation rate. The paper also examines the factors driving producer price changes. It finds that costs structure, competition, seasonality, inflation and attractive pricing all play a role in driving producer price changes. In addition producer prices tend to be more flexible than consumer prices.

112. [Assessing the gap between observed and perceived inflation in the euro area: Is the credibility of the HICP at stake?](#), by L. Aucremanne, M. Collin and T. Stragier, April 2007.

The authors find strong econometric support for a break in the relationship between perceived and harmonised index of consumer prices (HICP) inflation in the euro area, triggered by the introduction of euro notes and coins in January 2002. The break is fairly homogeneous across individuals with different socio-economic characteristics. There is no support for the thesis according to which perceptions are systematically formed by frequently purchased products. A similar break is found when national consumer prices indexes instead of HICPs are used as benchmarks. The role of the non-inclusion of owner-occupied housing in the HICP was negligible. Therefore the credibility of the HICP per se is not at stake.

113. [The spread of Keynesian economics: a comparison of the Belgian and Italian experiences](#), by I. Maes, April 2007.

Keynesian economics dominated economic thought and macroeconomic policy-making in the 1950s and 1960s. However, the diffusion of Keynesian economics has been uneven. The author compares the spread of Keynesian economics in two continental European countries: Belgium and Italy. He focuses on the post-World War II period, taking as the main message of Keynesian economics that the market is inherently unstable and that the government has a key role in economic life in steering effective demand. He further follows Coddington's distinction between "hydraulic", "disequilibrium" and "fundamentalist" Keynesianism. The study shows that Belgium and Italy were two countries where Keynesian economics gained ground only relatively late. The breakthrough of (hydraulic) Keynesianism came in areas which were close to the policy-making process: setting up national income accounts, the construction of macroeconomic models and correcting regional imbalances. The main difference between the two countries was the strong position of fundamentalist Keynesianism in the academic world in Italy, while in Belgium, disequilibrium Keynesianism was more influential.

114. Imports and exports at the level of the firm : Evidence from Belgium, by M. Muûls and M. Pisu, May 2007.

This paper explores a newly-available panel data set merging balance sheet and international trade transaction data for Belgium. Both imports and exports appear to be highly concentrated among few firms and seem to have become more so over time. Focusing on manufacturing, the authors find that facts previously reported in the literature for exports only actually apply to imports too. They note that the number of trading firms diminishes as the number of export destinations or import origins increases. The same is true if we consider the number of products traded. With regard to productivity differentials, firms that both import and export appear to be the most productive, followed, in descending order, by importers only, exporters only and non-traders. These results point to the presence of fixed costs not only of exporting, but also of importing and to a process of self-selection in both export and import markets. Also, the productivity advantage of exporters reported in the literature may be overstated because imports were not considered.

115. Economic importance of the Belgian ports: report 2005 Flemish maritime ports and Liège port complex, by F. Lagneaux, May 2007

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 industrial activity but also as intermodal centres facilitating the commodity flow.

The paper⁽¹⁾ provides an extensive overview of the economic importance and development of the Flemish maritime ports and the Liège port complex in the period 2000-2005, with an emphasis on 2005. Focusing on the three major variables of value added, employment and investment, the report also provides some information about the financial situation in each port. A global indication concerning the financial health of the companies studied is also provided. These observations are linked to a more general context, along with a few cargo statistics.

2005 was a year of steady growth for most Flemish maritime ports, in terms of quantity of cargo handled and value added, although there was a slight deceleration in comparison to the previous year. The employment situation was, by contrast, somewhat mixed, while investment soared, far exceeding the pace recorded since 2000. The current changes in world trade patterns are having a substantial impact on the operations of the Flemish and Liège ports, situated at the heart of one of the wealthiest and busiest trading regions of the world. To cope with the accelerating internationalisation of port competition and the tremendous growth of containerised seaborne transport, the ports concerned need to constantly adapt their infrastructures, through innovation and investment. As major logistic centres, they have to face the challenge of responding to increasing demand in terms of capacity, while adding as much value as possible to the goods passing through them. Accessibility and seamless connections with the hinterland are key to their success and durability. This has become absolutely vital in a climate of growing regional and international competition, accentuated by the booming Asian economies.

The port of Liège is striving to turn a threat into an opportunity. In the wake of the Cockerill Sambre blast furnace closure, the Liège port complex is undergoing a major restructuring. Cargo figures were down sharply in 2005, while the economic situation of the area was dominated by stagnation or decline in terms of value added, employment and investment. However, this fall could be short-lived since the revival expected from the development of value-added logistics will also generate increased activity, traffic and demand for manpower.

(1) Update of Lagneaux F. (2006), *Economic importance of the Belgian ports: Flemish maritime ports and Liège port complex – report 2004*, NBB, Working Paper No. 86 (Document series). All figures have been updated.

Signes conventionnels

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

Liste des abréviations

PAYS

BE	Belgique
DE	Allemagne
IE	Irlande
GR	Grèce
ES	Espagne
FR	France
IT	Italie
LU	Luxembourg
NL	Pays-Bas
AT	Autriche
PT	Portugal
SI	Slovénie
FI	Finlande
CZ	République tchèque
DK	Danemark
EE	Estonie
CY	Chypre
LV	Lettonie
LT	Lituanie
HU	Hongrie
MT	Malte
PL	Pologne
SK	Slovaquie
SE	Suède
GB	Royaume-Uni
UE15	Union européenne, à l'exclusion des pays ayant adhéré en 2004 et 2007
UE25	Union européenne, à l'exclusion de la Bulgarie et de la Roumanie
JP	Japon
US	États-Unis

AUTRES

ACCIS	Assiette commune consolidée pour l'impôt des sociétés
BCE	Banque centrale européenne
BFP	Bureau fédéral du plan
BNB	Banque nationale de Belgique
BRI	Banque des règlements internationaux
CCE	Conseil central de l'économie
CE	Commission européenne
CEE	Communauté économique européenne
CEI	Communauté des États indépendants
CEPII	Centre d'études prospectives et d'informations internationales
CNUCED	Conférence des Nations Unies pour le commerce et le développement
DIW	Deutsche Institut für Wirtschaftsforschung
Ecofin	Conseil des Ministres de l'économie et des finances de l'UE
EDP	Excessive Deficit Procedure
EPP	Enquête de la BCE auprès des prévisionnistes professionnels
ESB	Encéphalopathie spongiforme bovine
EURIBOR	Euro interbank offered rate
FIF	Fonds de l'infrastructure ferroviaire
FMI	Fonds monétaire international
FRA	Forward rate agreement
HP	Hodrick-Prescott
HWWA	Hamburgisches Welt-Wirtschafts-Archiv
IAS	International Accounting Standards
ICN	Institut des comptes nationaux
IDE	Investissements directs étrangers
IFRS	International Financial Reporting Standards
IFS	Institute for Fiscal Studies
IMD	Institute for Management Development
INS	Institut national de statistique
IPCH	Indice des prix à la consommation harmonisé
LTCM	Long-term Capital Management
NEM	Nouveaux États membres
OCDE	Organisation de coopération et de développement économiques
ONEM	Office national de l'emploi
ONSS	Office national de sécurité sociale
PIB	Produit intérieur brut
PME	Petites et moyennes entreprises
R&D	Recherche et développement
RNB	Revenu national brut

S&P	Standard & Poor's
SEBC	Système européen des banques centrales
SEC	Système européen des comptes
SNCF	Société nationale des chemins de fer belges
Sicaf	Société d'investissement à capital fixe
Sicav	Société d'investissement à capital variable
SPF	Service public fédéral
TIC	Technologies de l'information et de la communication
TICS	Treasury International Capital System
TVA	Taxe sur la valeur ajoutée
UE	Union européenne
UEM	Union économique et monétaire
VAR	Vector autoregression
WEF	World Economic forum

Banque nationale de Belgique
Société anonyme
RPM Bruxelles – Numéro d’entreprise: 0203.201.340
Siège social: boulevard de Berlaimont 14 – BE-1000 Bruxelles
www.nbb.be

Éditeur responsable

Jan Smets

Directeur

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

Personne de contact pour la Revue

Philippe Quintin

Chef du département Communication et secrétariat

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

© Illustrations: Image plus
Banque nationale de Belgique

Couverture et mise en page: BNB TS – Prepress & Image

Publié en juin 2007