

Revue économique

Juin 2008



© 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 2008	7
INFLATION ET INDEXATION EN BELGIQUE: CAUSES ET ÉVENTUELLES CONSÉQUENCES DE L'ACTUELLE ACCÉLÉRATION DE L'INFLATION	31
MOUVEMENTS BRUTS DE L'EMPLOI ET ACTIVITÉS INTERNATIONALES DES ENTREPRISES	41
LES TRANSACTIONS FINANCIÈRES DES SECTEURS NON FINANCIERS BELGES AVEC L'ÉTRANGER	57
UTILITÉ ET EFFICACITÉ DES RÈGLES BUDGÉTAIRES ET DES INSTITUTIONS BUDGÉTAIRES INDÉPENDANTES	71
SUMMARIES OF ARTICLES	89
ABSTRACTS OF THE WORKING PAPERS SERIES	93
SIGNES CONVENTIONNELS	97
Liste des abréviations	99

Projections économiques pour la Belgique – Printemps 2008

Introduction

À l'instar de la zone euro, la Belgique a enregistré une croissance robuste ces deux dernières années, proche de 3 p.c. L'environnement a toutefois commencé à s'assombrir durant la seconde moitié de 2007, de sorte que dans ses projections de décembre 2007⁽¹⁾, la Banque tablait sur une progression du PIB de 1,9 p.c. en 2008. Depuis lors, la détérioration des facteurs extérieurs s'est avérée plus importante que prévu initialement, sous l'effet notamment de l'intensification des tensions financières et du retournement rapide du cycle immobilier dans différents pays. L'économie américaine, en particulier, est engagée dans un ralentissement conjoncturel marqué, ce qui pèse sur le dynamisme des échanges internationaux. En outre, les matières premières, surtout le pétrole, ont encore renchéri. Dans la zone euro, ces hausses ont certes été partiellement amorties par l'appréciation de l'euro vis-à-vis du dollar des États-Unis, mais cette dernière grève les possibilités d'exportations.

Ce contexte défavorable ne semble pas appelé à se dénouer rapidement. Il pèse dès lors sur les perspectives économiques de la Belgique pour 2008 et 2009. Eu égard à l'ampleur des chocs, le ralentissement serait toutefois relativement modéré, la situation fondamentalement saine de l'économie permettant de les amortir partiellement. Les données récentes pour la Belgique indiquent d'ailleurs que la décélération de l'activité a été initialement modeste à la fin de l'année écoulée et au début de 2008. En revanche, l'inflation s'est fortement accélérée, sous l'effet direct des prix de l'énergie et des produits alimentaires.

Cet article présente les projections macroéconomiques de la Banque pour 2008 et 2009. 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 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 des 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.

S'agissant des coûts salariaux horaires dans le secteur privé, les indications actuellement disponibles quant aux perspectives en Allemagne, en France et aux Pays-Bas et quant à l'appréciation de l'évolution en Belgique sont encore très fragmentaires et incertaines. Selon l'hypothèse technique prise en compte dans cet exercice, un accroissement de l'ordre de 3,2 p.c. a été retenu pour 2009.

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 variation des dépenses basée sur 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

(1) BNB (2007), *Projections économiques pour la Belgique – Automne 2007*, Revue économique, décembre.

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

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. Les trois chapitres suivants examinent 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 principaux facteurs de risque afférents aux projections font l'objet d'une discussion dans le dernier chapitre, comprenant aussi une synthèse des résultats d'autres institutions.

1. Environnement international

1.1 L'économie mondiale

Après quatre années de croissance soutenue, l'économie mondiale est engagée en 2008 dans une phase de ralentissement sensible, sous l'effet des tensions financières persistantes, des corrections sensibles sur certains marchés immobiliers et du renchérissement généralisé des matières premières. Ces facteurs sont largement interdépendants, et la dissipation de leurs effets n'interviendrait que progressivement durant la seconde partie de l'année et en 2009. Ainsi, selon les prévisions de la Commission européenne, le rythme d'expansion du PIB mondial, hors zone euro, reviendrait de 5,1 p.c. en 2007 à 4,2 p.c. en 2008 et 4 p.c. en 2009.

Portant initialement sur les prêts hypothécaires dits *sub-prime* aux États-Unis, les tensions financières se sont rapidement étendues à d'autres marchés et ont affecté des institutions bancaires de part et d'autre de l'Atlantique. Les incertitudes quant à la localisation des risques et à l'importance de l'exposition des contreparties ont altéré le fonctionnement des marchés monétaires, creusant des différentiels de taux importants entre les prêts garantis et non garantis, malgré les injections de liquidités auxquelles les banques centrales ont procédé. En dépit d'une légère baisse des rendements des obligations d'État, privilégiées par les investisseurs à la recherche de placements sûrs, les conditions de financement se sont également resserrées pour les sociétés non financières et les particuliers. Dans ce contexte, les indices boursiers se sont inscrits en baisse

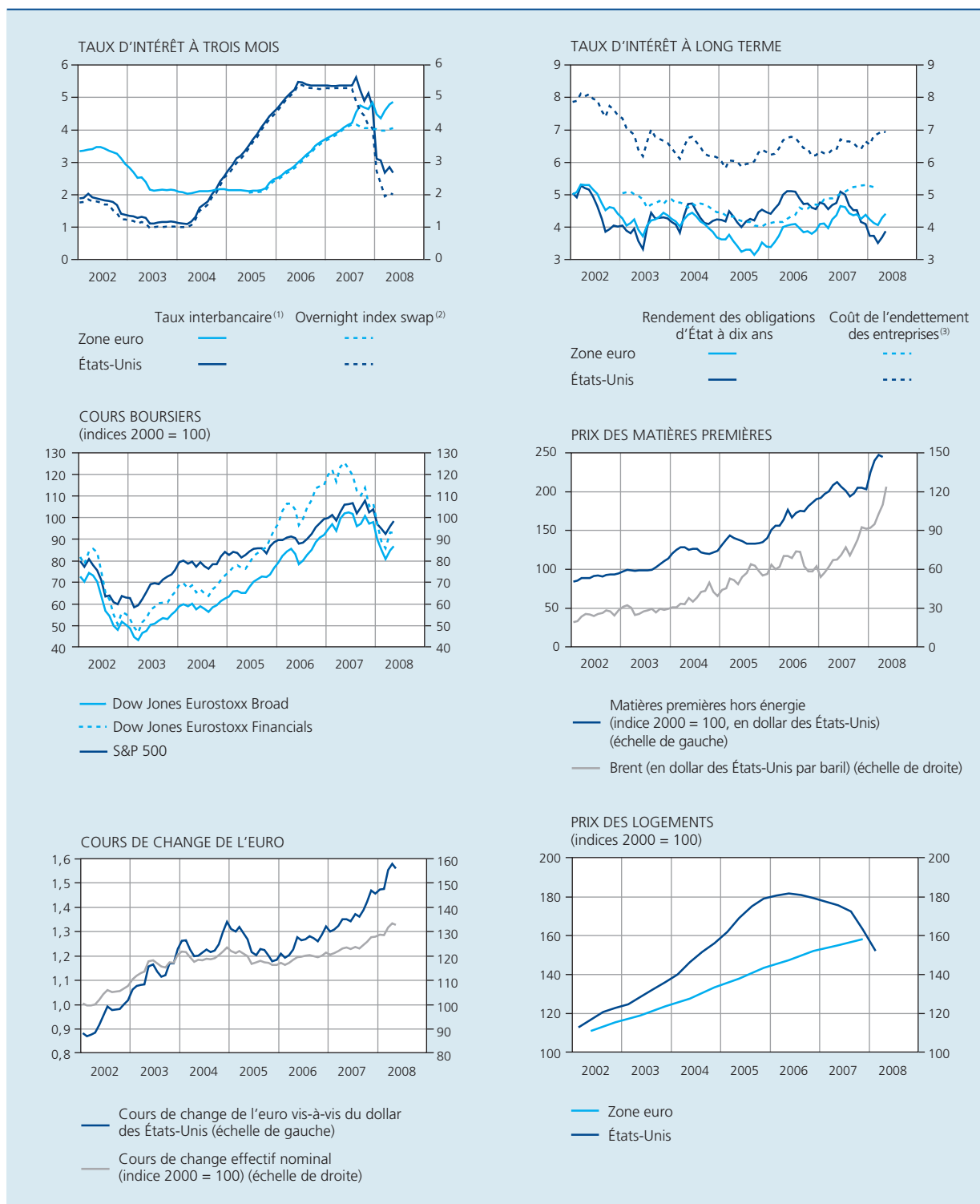
à partir de l'été 2007, en particulier ceux regroupant les actions des institutions financières. Le recul de la valorisation des banques complique à son tour, le cas échéant, le redressement de la structure du bilan de celles qui sont obligées d'acter des provisions à la suite de la dépréciation d'actifs ou de reprendre dans leurs portefeuilles de crédit des activités logées précédemment dans des véhicules spécialisés.

Les tensions financières se sont fait jour à la suite du retournement du cycle immobilier. D'abord circonscrit à un recul de l'activité de la construction résidentielle aux États-Unis, celui-ci s'est étendu au cours des derniers mois à l'ensemble de l'économie. Dans d'autres pays également – comme le Royaume-Uni ou, au sein de la zone euro, l'Espagne et l'Irlande –, la tendance à la hausse rapide des prix de l'immobilier a pris fin, ce qui donne lieu à une décélération, voire un repli, des investissements en logements et, en fonction de l'importance des effets de richesse, pèse sur la consommation privée.

Poursuivant une tendance amorcée en 2003, les prix des matières premières ont continué d'augmenter à un rythme accéléré au début de 2008. Exprimés en dollars des États-Unis, les cours du pétrole se sont accrus de 63 p.c. durant la période de douze mois s'achevant en avril 2008 et ceux des matières premières agricoles de 59 p.c. Fondamentalement, ils sont soutenus par une demande robuste, notamment en provenance des pays émergents, alors que les possibilités d'élargir l'offre sont limitées. En outre, le niveau élevé des cotations sur les marchés internationaux s'explique sans doute en partie par le fait que les matières premières constituent une alternative pour certains investisseurs, face à la baisse du dollar et aux turbulences financières. Toutefois, compte tenu de l'importance des facteurs structurels, les prix de ces produits devraient se maintenir à un haut niveau, comme l'indiquent les cotations à terme.

Ces trois forces ont donné lieu à une détérioration généralisée des perspectives économiques. L'ampleur de celle-ci varie toutefois d'une économie à l'autre, selon leur sensibilité directe aux évolutions financières et immobilières et, de manière indirecte, leur proximité économique avec les économies les plus exposées. Le recul conjoncturel est particulièrement marqué aux États-Unis, où les informations récentes indiquent qu'il serait plus important et plus long que prévu précédemment. En effet, l'incidence de la contraction des investissements en logements et des déboires des marchés financiers se propage au marché du travail, entraînant une remontée du taux de chômage. Ce mouvement, accompagné d'une accélération de l'inflation, de même que les effets de richesse associés au recul des prix des actifs financiers et immobiliers, pèsent

GRAPHIQUE 1 ÉVOLUTIONS SUR LES MARCHÉS FINANCIERS, IMMOBILIERS ET DES MATIÈRES PREMIÈRES
(moyennes mensuelles)



Sources : BCE, Bloomberg, Réserve fédérale, Standard & Poor's.

- (1) Taux des dépôts interbancaires sans garantie (Euribor pour la zone euro, Libor pour les États-Unis).
- (2) Taux fixe payé par la contrepartie d'un contrat *swap* de taux d'intérêt qui perçoit le taux variable pour un terme de trois mois (Eonia pour la zone euro, taux effectif des fonds fédéraux pour les États-Unis).
- (3) Pour la zone euro : taux des crédits bancaires aux sociétés non financières (enquête MIR) ; pour les États-Unis : rendement des obligations d'entreprise de notation BAA (Moody's).

sur la consommation privée. Malgré le soutien de la politique monétaire et des réductions d'impôts décidées pour 2008, la croissance du PIB aux États-Unis n'atteindrait selon la CE que 0,9 p.c. en 2008 et 0,7 p.c. en 2009, contre encore 2,2 p.c. en 2007, et quelque 3 p.c. ou plus les années précédentes.

Quoique moins prononcé, un ralentissement interviendrait aussi dans les autres principales économies, en partie sous l'effet des mêmes causes – comme au Royaume-Uni, où la croissance du PIB reviendrait de 3 p.c. en 2007 à 1,7 p.c. en 2008 et 1,6 p.c. en 2009 –, en partie via le moindre dynamisme des échanges internationaux. Ainsi, si elles n'ont jusqu'ici guère été affectées par les turbulences financières, les économies émergentes d'Asie ne seraient pas totalement épargnées. Avec une croissance prévue comprise entre 9 et 10 p.c. en Chine, de l'ordre de 8 p.c. en Inde, ou de 7 p.c. en Russie, soutenue par la demande intérieure, ces économies continueraient

toutefois d'apporter une contribution prépondérante à l'expansion de l'activité mondiale. La Russie, comme les autres pays producteurs, bénéficie par ailleurs de l'accroissement des prix des matières premières.

Indépendamment des actions concertées visant à assurer la liquidité des marchés monétaires, les différences quant à l'ampleur attendue du ralentissement de l'activité ont donné lieu à une réaction différenciée en matière de politique monétaire. Aux États-Unis, la Réserve fédérale a abaissé, à partir de septembre 2007, le taux cible des fonds fédéraux de 5,25 à 2 p.c. le 30 avril 2008. Depuis l'automne 2007, la Banque d'Angleterre a diminué à trois reprises son taux principal de 25 points de base, jusqu'à le ramener à 5 p.c. le 10 avril 2008. Pour sa part, depuis juin 2007, le Conseil des gouverneurs de la BCE a maintenu à 4 p.c. le taux directeur de l'Eurosystème, compte tenu de l'accélération de l'inflation et des risques y afférents.

TABLEAU 1 PROJECTIONS POUR LES PRINCIPALES ZONES ÉCONOMIQUES HORS ZONE EURO

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

	2007	2008	2009
	Réalisations	Projections	
PIB en volume			
Monde, hors zone euro	5,1	4,2	4,0
dont:			
États-Unis	2,2	0,9	0,7
Japon	2,0	1,2	1,1
Royaume-Uni	3,0	1,7	1,6
Chine	11,9	10,0	9,1
Inde	8,4	8,0	8,0
Russie	8,1	7,3	7,0
Brésil	5,4	4,6	4,3
<i>p.m. Commerce mondial, hors zone euro</i>	7,3	6,6	6,3
Inflation⁽¹⁾			
États-Unis	2,8	3,6	1,6
Japon	0,1	0,7	0,6
Royaume-Uni	2,3	2,8	2,2
Taux de chômage⁽²⁾			
États-Unis	4,6	5,4	6,2
Japon	3,9	4,0	4,2
Royaume-Uni	5,2	5,4	5,7

Source : CE (prévisions de printemps, avril 2008).

(1) Indice des prix à la consommation.

(2) Pourcentages de la population active.

1.2 Projections de l'Eurosystème pour la zone euro

S'appuyant sur le dynamisme de la demande extérieure, sur la vigueur des investissements et sur l'amélioration du marché du travail, le PIB de la zone euro a progressé de 2,7 p.c. en termes réels en 2007, soit un taux dépassant, comme l'année précédente, la croissance potentielle de l'économie. Pour sa part, mesurée sur la base de l'IPCH, l'inflation s'est établie à 2,1 p.c. en moyenne sur l'ensemble de l'année. Sous l'effet conjugué de la hausse des prix des produits énergétiques et de celle des prix des produits alimentaires, une très vive accélération est toutefois survenue à partir de septembre 2007, portant l'inflation à 3,6 p.c. en mars 2008.

Un ralentissement conjoncturel s'est amorcé à la mi-2007, l'évolution de l'activité s'avérant néanmoins encore résistante, y compris au premier trimestre de 2008. Une décélération plus sensible de la croissance est cependant attendue au milieu de l'année, provenant de l'ensemble des catégories de dépenses. Sur le plan extérieur, l'évolution des exportations serait affectée par le moindre dynamisme du commerce international et par l'effet défavorable sur la compétitivité de l'appréciation de l'euro puisque, entre avril 2007 et avril 2008, le cours de l'euro a gagné quelque 17 p.c. par rapport au dollar des États-Unis ou à la livre anglaise. Sur le plan intérieur, la détérioration des perspectives de la demande et la hausse des coûts de financement externe devraient provoquer un ralentissement des investissements des entreprises et

amplifier celui déjà en cours des investissements en logements, particulièrement en Espagne ou en Irlande. Enfin, la hausse marquée de l'inflation pèsera sur le pouvoir d'achat des ménages et, partant, sur la consommation privée. Un renforcement graduel de la demande et de l'activité interviendrait dans le courant de 2009, à mesure que les effets des différents freins actuellement à l'œuvre se dissipent.

Pour sa part, l'inflation demeurerait élevée en 2008, reflétant l'hypothèse du maintien à un haut niveau des cotations du pétrole et des produits agricoles sur les marchés internationaux. La contribution actuellement inhabituellement importante des composantes énergétiques et alimentaires à la variation annuelle de l'indice des prix devrait dès lors s'estomper au début de 2009. De son côté, la progression des coûts salariaux unitaires serait plus vive que les années précédentes, en raison d'une augmentation plus rapide des rémunérations par personne et du ralentissement conjoncturel de la productivité. Cet effet serait toutefois en partie compensé par un rétrécissement des marges bénéficiaires des entreprises.

Au total, selon les projections de l'Eurosystème, la croissance du PIB dans la zone euro s'établirait entre 1,5 et 2,1 p.c. en 2008, et entre 1 et 2 p.c. en 2009, après avoir atteint 2,7 p.c. en 2007. L'inflation passerait de 2,1 p.c. en 2007 à un taux compris entre 3,2 et 3,6 p.c. en 2008, avant de revenir à un niveau compris entre 1,8 et 3 p.c. en 2009.

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

	Zone euro			p.m. Belgique		
	2007	2008	2009	2007	2008	2009
Inflation (IPCH)	2,1	3,2 – 3,6	1,8 – 3,0	1,8	4,1	2,3
PIB en volume	2,7	1,5 – 2,1	1,0 – 2,0	2,8	1,6	1,5
dont:						
Consommation privée	1,6	1,1 – 1,5	0,9 – 2,1	2,4	1,1	1,3
Consommation publique	2,1	1,3 – 2,3	1,2 – 2,2	2,1	2,5	1,8
Investissements	4,7	1,3 – 3,5	-0,4 – 2,8	5,7	4,0	1,8
Exportations	5,7	3,5 – 6,3	2,4 – 5,6	3,8	3,5	3,8
Importations	5,2	2,9 – 6,3	2,2 – 5,6	4,6	4,5	3,8

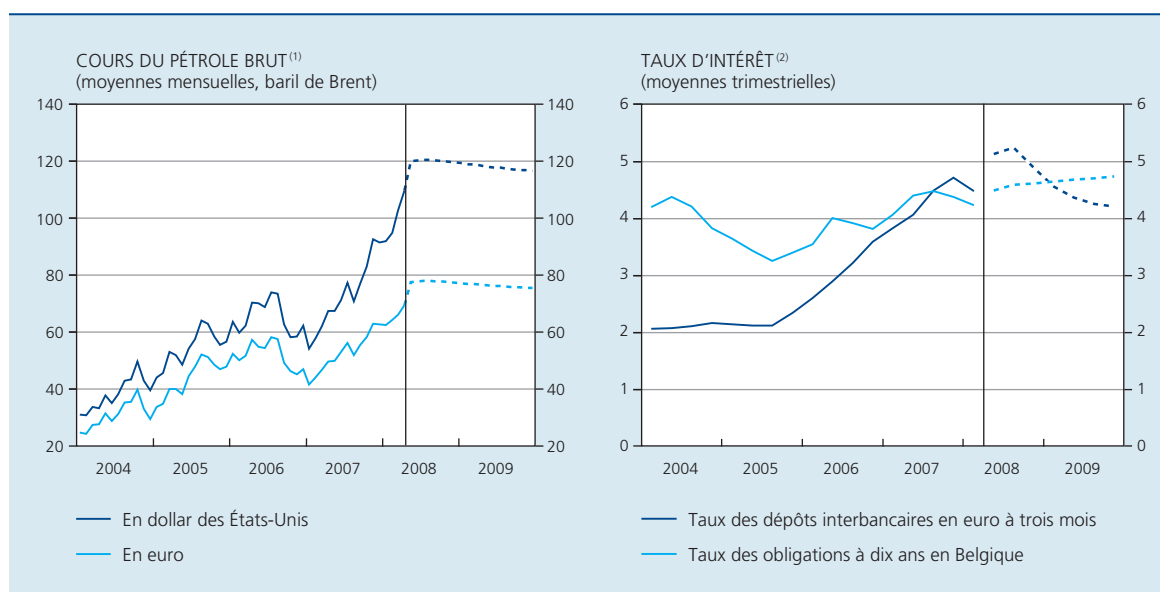
Sources: BCE, BNB.

Encadré 1 – Hypothèses de l'Eurosystème

Les projections économiques de l'Eurosystème pour la zone euro, et celles de la Banque qui y correspondent pour la Belgique, sont établies sur la base des hypothèses techniques suivantes :

- les taux d'intérêt retenus sont fondés sur les anticipations des marchés. En moyenne annuelle, les taux des dépôts interbancaires en euro à trois mois passeraient de 4,3 p.c. en 2007 à 4,9 p.c. en 2008, puis reviendraient à 4,3 p.c. en 2009. Cette évolution est affectée par les *spreads* apparus à partir d'août 2007 par rapport au taux directeur de la BCE. Les taux des obligations d'État s'inscriraient en hausse progressive, atteignant en moyenne 4,3 p.c. en 2007, 4,5 p.c. en 2008 et 4,7 p.c. en 2009. Par rapport à l'évolution des taux des obligations sans risque, les hypothèses de coût de financement des investissements des entreprises et des ménages intègrent un supplément de respectivement quelque 40 et 70 points de base, reflétant l'élargissement des *spreads* observé à cet égard depuis août 2007 ;

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



Source : BCE.

(1) Évolution effective jusqu'en avril 2008, hypothèse à partir de mai 2008.

(2) Évolution effective jusqu'au premier trimestre de 2008, hypothèse à partir du deuxième trimestre de 2008.

- les cours de change bilatéraux de l'euro sont maintenus constants à leur valeur de la mi-mai 2008, à savoir, pour la monnaie américaine, 1,54 dollar pour un euro. Cela représente une appréciation de 12 p.c. par rapport à 2007 ;
- conformément à l'évolution des prix implicites reflétés par les contrats à terme, les cours du baril de Brent sur les marchés internationaux devraient atteindre, en moyenne, 113,3 dollars en 2008 et 117,7 dollars en 2009, contre 72,7 dollars en 2007 ;
- la croissance en termes réels des marchés à l'exportation de la Belgique, mesurée comme la somme pondérée des importations en volume des partenaires commerciaux, y compris ceux de la zone euro, reviendrait de 5 p.c. en 2007 à 4,3 p.c. en 2008. Elle atteindrait de nouveau 4,7 p.c. en 2009 ;
- les prix à l'exportation des concurrents de la zone euro augmenteraient de 1,6 p.c. en 2008 et de 1,4 p.c. en 2009 ;



- comme de coutume selon les conventions de l'Eurosystème, les résultats des finances publiques sont calculés en tenant compte de l'environnement macroéconomique et des mesures budgétaires déjà annoncées et suffisamment précisées.

HYPOTHÈSES LIÉES AUX PROJECTIONS DE L'EUROSYSTÈME

	2007	2008	2009
	(moyennes annuelles)		
Taux des dépôts interbancaires en euro à trois mois	4,3	4,9	4,3
Taux de l'obligation à dix ans en Belgique	4,3	4,5	4,7
Cours de change de l'euro vis-à-vis du dollar des États-Unis ...	1,37	1,54	1,54
Cours du pétrole (en dollar des États-Unis par baril)	72,7	113,3	117,7
	(pourcentages de variation)		
Marchés à l'exportation pertinents pour la Belgique	5,0	4,3	4,7
Prix des concurrents à l'exportation	0,4	-0,2	1,5
dont: concurrents de la zone euro	1,3	1,6	1,4

Source: BCE.

2. Activité, emploi et demande en Belgique

2.1 Évolution de l'activité et de l'emploi

Comme dans la zone euro, l'activité économique en Belgique, qui a crû de 2,8 p.c., est demeurée vigoureuse en 2007. Le ralentissement de la progression du PIB observé au second semestre à la suite de la détérioration de l'environnement extérieur s'est avéré moins sensible que prévu, la croissance continuant de fluctuer entre 0,5 et 0,7 p.c. sur une base trimestrielle. Même si cette dernière aurait légèrement reculé au premier trimestre de 2008, l'évolution de l'activité est demeurée relativement robuste compte tenu de l'affaiblissement croissant de l'environnement international, de l'appréciation de l'euro et du renchérissement des matières premières et des produits alimentaires.

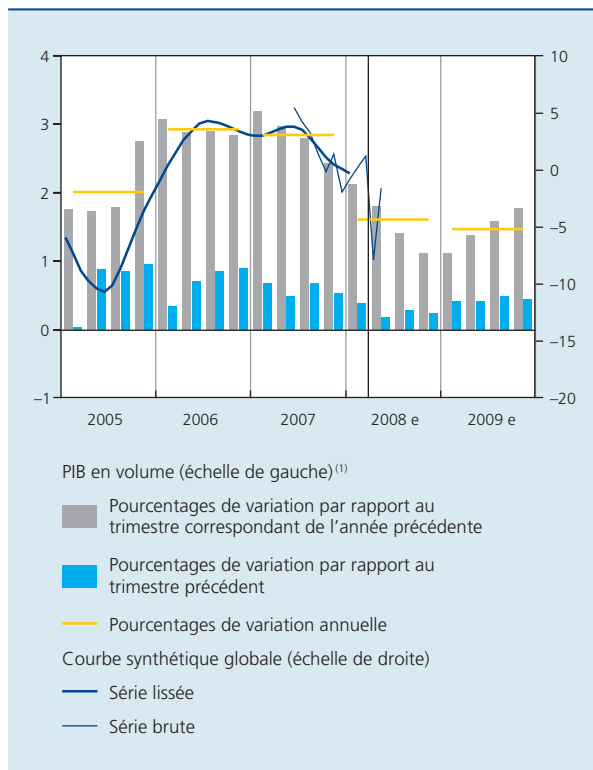
L'activité économique a dans une large mesure évolué parallèlement à la confiance des chefs d'entreprise, qui, même si elle s'est effritée par rapport au pic atteint en juin 2007, est demeurée supérieure à sa tendance de long terme. Comme le montre la poursuite de la tendance à

la baisse de la confiance des chefs d'entreprise, le ralentissement de la croissance devrait se marquer davantage à partir du deuxième trimestre de 2008, en raison de la nouvelle détérioration de l'environnement extérieur, à laquelle l'activité économique réelle réagirait avec un certain décalage. En conséquence, la croissance du PIB attendue pour 2008 a été ajustée à la baisse de 0,3 point de pourcentage par rapport à l'estimation d'automne, ce qui l'a ramenée à 1,6 p.c.

À mesure que les facteurs de décélération s'atténueraient dans le courant de 2008, avant de pratiquement disparaître en 2009, la croissance économique se rétablirait progressivement et reviendrait à un rythme proche de son potentiel à la fin de cette seconde année. Ce redressement serait toutefois toujours masqué par un léger effet de niveau défavorable en ce qui concerne la croissance annuelle pour 2009, qui s'élèverait à 1,5 p.c.

Sous l'effet du renforcement de l'activité, mais également du succès rencontré par le système des titres-services, le rythme des créations d'emplois s'est de nouveau accéléré en 2007, atteignant 0,5 p.c. au dernier trimestre et 1,7 p.c. en moyenne annuelle. Au total, 73.000 emplois

GRAPHIQUE 2 ACTIVITÉ ET INDICATEUR DE CONJONCTURE
(données corrigées des variations saisonnières)



Sources : ICN, BNB.

(1) Données corrigées des effets de calendrier.

additionnels ont été créés en 2007, parmi lesquels 11.600 grâce aux titres-services; il s'agit de la plus vive expansion depuis 2000, qui – il est vrai – avait été une année exceptionnelle.

Eu égard à l'évolution de l'activité et au fait que l'emploi y réagit habituellement avec un certain retard, celui-ci progresserait de 1,3 p.c. en 2008 et de 0,7 p.c. en 2009. Ceci représente un accroissement net cumulé de 85.000 postes de travail ou, compte tenu du travail frontalier, une progression du nombre de personnes occupées de 88.000 unités sur l'ensemble des deux années.

En dépit de ce rythme plus faible, la création d'emplois demeurerait supérieure à l'augmentation de l'offre de travail. Avec un taux d'activité quasi stable, celle-ci se monterait à environ 66.000 unités au cours de la période 2008-2009. Nonobstant le ralentissement économique, le chômage continuerait donc de reculer au cours de la période couverte par les projections – de 22.000 unités selon les estimations –, même si la baisse se réduirait sensiblement en 2009. Le taux de chômage harmonisé, exprimé en pourcentage de la population active, reviendrait ainsi de

7,5 p.c. en 2007 à 6,8 p.c. en 2009, tandis que le taux d'emploi, calculé en rapportant le nombre de personnes occupées à la population en âge de travailler, passerait de 62 à 62,3 p.c.

En raison du ralentissement de la croissance de l'activité, la hausse de la productivité par travailleur enregistrerait une forte diminution cyclique et reviendrait à 0,3 p.c. à peine en 2008. En dépit du redressement de la productivité, qui passerait à 0,8 p.c. en 2009, cette dernière demeurerait inférieure à sa moyenne de long terme. Le caractère cyclique de la productivité s'explique par le fait que, en période de ralentissement conjoncturel, les employeurs choisissent généralement de maintenir le niveau de leurs effectifs.

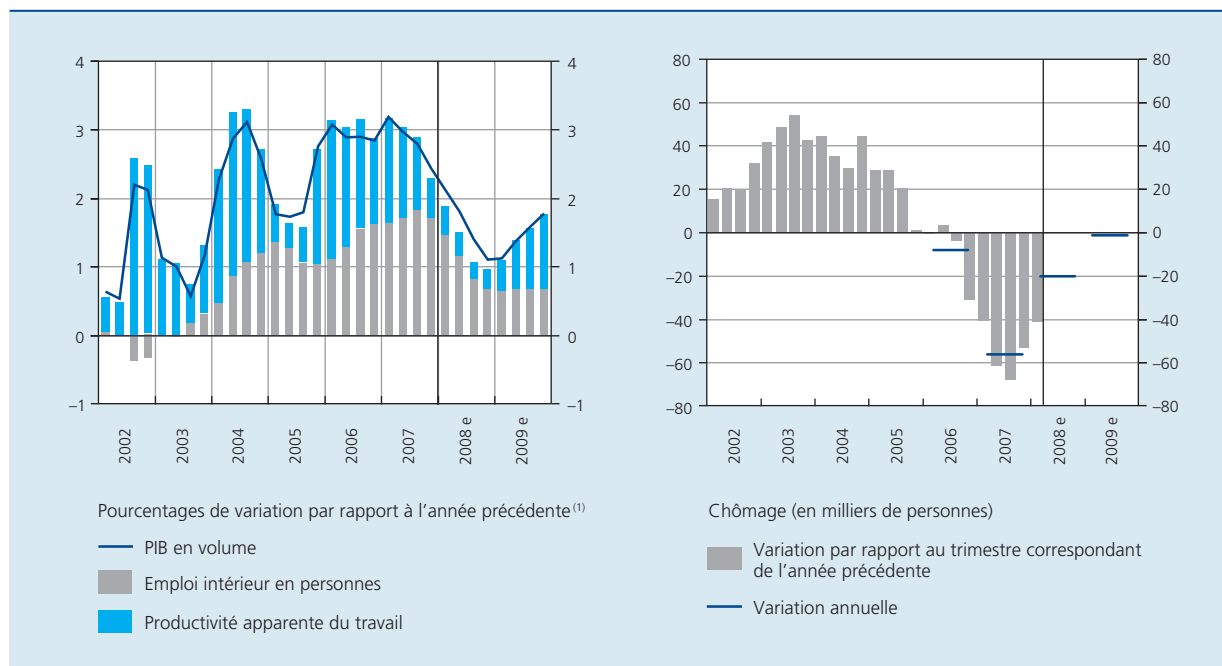
2.2 Principales catégories de dépenses

Si l'ensemble des dépenses intérieures avaient soutenu le dynamisme des deux dernières années, elles devraient toutes enregistrer une certaine décélération en 2008 et en 2009. Ainsi, la contribution des dépenses intérieures hors stocks reviendrait de 2,9 points de pourcentage en 2007 à respectivement 2 et 1,5 points les deux années suivantes. De même, la variation des stocks ne devrait plus contribuer qu'à hauteur de 0,4 point de pourcentage à la croissance en 2008, avant d'être neutre en 2009. Pour leur part, les exportations nettes de biens et services pèseraient à nouveau sur la croissance en 2008, dans une mesure comparable à celle observée en 2007, soit -0,7 point de pourcentage; elles seraient néanmoins neutres en 2009.

Après s'être graduellement redressées en 2006 et en 2007, les exportations de biens et services s'inscriraient en repli dans le courant de 2008, en ligne avec la dégradation de l'environnement international, avant de se relever par la suite. Cette reprise serait toutefois écornée par les effets différés qu'exerce l'appréciation récente de l'euro sur la compétitivité en matière de prix des producteurs européens. Au total, la progression en volume des exportations atteindrait 3,5 p.c. en 2008 et 3,8 p.c. en 2009. Pour leur part, les importations en volume progresseraient en 2008 à un rythme aussi soutenu qu'en 2007, proche de 4,5 p.c., en raison d'un effet de base lié à la vigueur de la demande intérieure en 2007. Dans la foulée de la décélération de cette dernière, la croissance des importations se limiterait à 3,8 p.c. en 2009.

Tant les investissements des entreprises que ceux des particuliers concourraient au recul sensible de la formation brute de capital fixe au cours de la période couverte par les projections.

GRAPHIQUE 3 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)

	2005	2006	2007	2008 e	2009 e
Population en âge de travailler	43,7	62,6	65,8	54,2	43,8
Population active	71,5	47,1	18,7	37,2	28,6
<i>p.m. Taux d'activité harmonisé</i> ⁽¹⁾	66,7	66,5	67,1	67,1	67,1
Emploi national	51,7	55,3	74,3	57,4	31,0
<i>p.m. Taux d'emploi harmonisé</i> ⁽¹⁾	61,1	61,0	62,0	62,3	62,3
Travailleurs frontaliers	0,6	2,6	1,7	1,5	1,4
Emploi intérieur	51,1	52,7	72,6	55,8	29,6
Indépendants	7,8	7,8	14,0	15,6	12,0
Salariés	43,3	44,9	58,7	40,2	17,6
Secteur des administrations publiques	9,9	3,2	4,9	1,6	1,9
Secteur privé	33,4	41,7	53,7	38,7	15,7
Demandeurs d'emploi inoccupés	19,8	-8,2	-55,7	-20,1	-2,4
<i>p.m. Taux de chômage harmonisé</i> ⁽²⁾	8,4	8,2	7,5	6,9	6,8

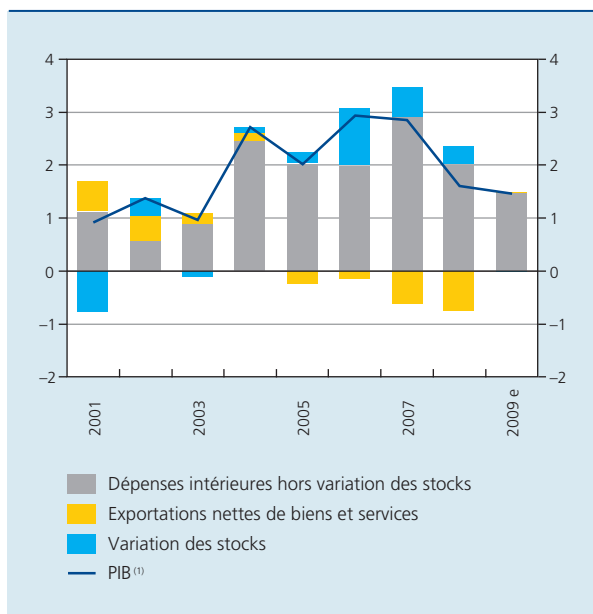
Sources : CE, ICN, ONEM, BNB.

(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.

GRAPHIQUE 4 PRINCIPALES CATÉGORIES DE DÉPENSES

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

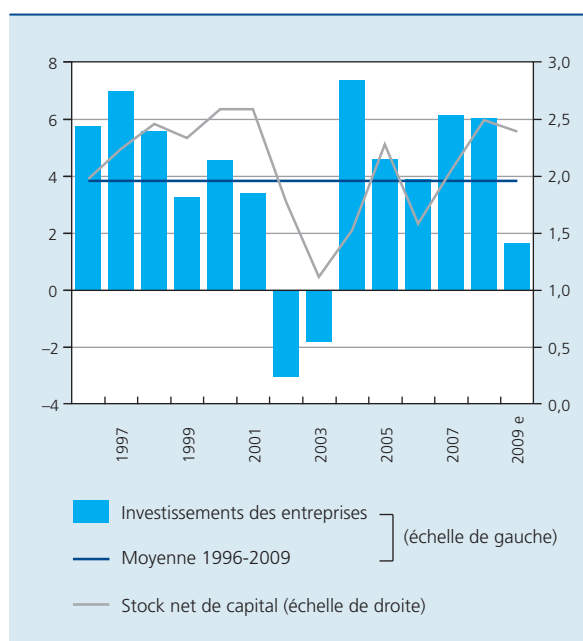


Sources : ICN, BNB.

(1) Pourcentages de variation annuelle.

GRAPHIQUE 6 INVESTISSEMENTS DES ENTREPRISES ET STOCK NET DE CAPITAL

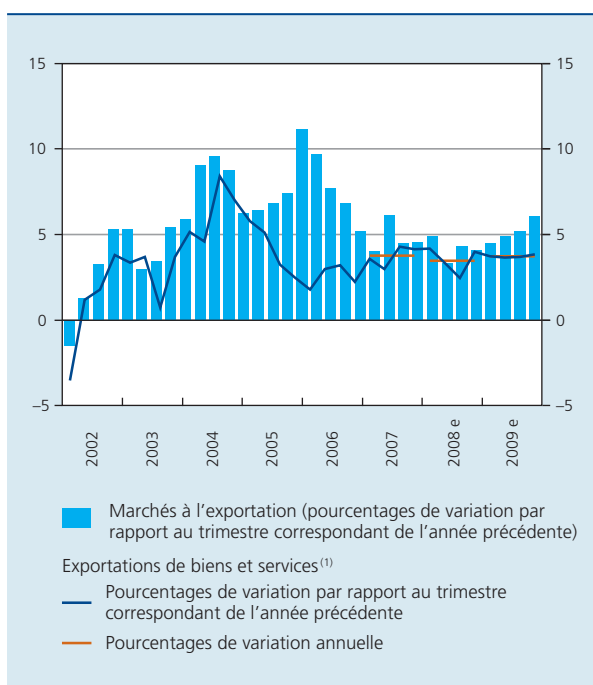
(données en volume corrigées des effets de calendrier, pourcentages de variation par rapport à l'année précédente)



Sources : ICN, BNB.

GRAPHIQUE 5 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.

Les investissements des entreprises diminueraient sous l'effet conjugué du ralentissement de l'activité économique et de la détérioration des perspectives de la demande. Par ailleurs, le nouveau durcissement des conditions de financement externe induit par la hausse des taux d'intérêt à long terme pèserait quelque peu sur les investissements, bien que les conditions d'octroi de crédits ne semblent pas être de nature à freiner la demande de crédits bancaires, comme l'encadré 2 le démontre. De plus, en dépit de l'expansion moindre de la demande finale, les entreprises disposent toujours d'amples ressources internes. Mesurées sur la base de l'excédent brut d'exploitation, ces dernières passeraient de 23,7 p.c. du PIB à respectivement 24,1 et 24,2 p.c. du PIB en 2008 et en 2009.

Globalement, ces facteurs devraient exercer un effet de ralentissement sur les investissements des entreprises dès le début de 2008. Sous l'impulsion du dynamisme soutenu que ceux-ci ont affiché à la fin de 2007 et du degré élevé d'utilisation des capacités de production, leur croissance devrait atteindre 6 p.c. en 2008 avant de revenir à 1,6 p.c. en 2009. Grâce à l'expansion dynamique des investissements au cours des dernières années, le stock net de capital continuerait toutefois de s'accroître à un rythme relativement élevé.

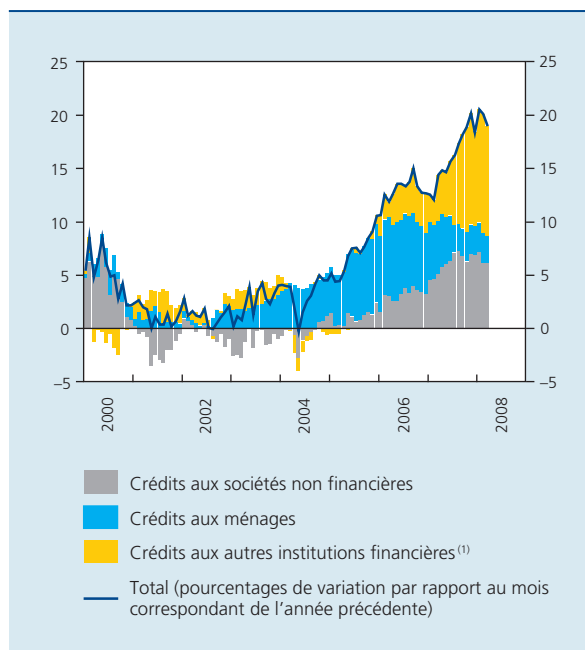
Encadré 2 – Les conditions de crédit en Belgique

Les difficultés que traversent certaines institutions financières de part et d'autre de l'Atlantique ont avivé la crainte d'une restriction, voire d'un assèchement, du crédit aux sociétés non financières ou aux ménages. Ce possible canal de diffusion des tensions financières à l'économie réelle exacerberait sensiblement l'acuité et la durée du ralentissement conjoncturel. Dans ce contexte, cet encadré tire les principaux enseignements de l'analyse des diverses sources d'informations pour la Belgique, tant en matière de crédits (à partir des états comptables périodiques des établissements de crédit (schéma A) et des centrales des crédits aux entreprises et aux particuliers), que de situation des principaux établissements de crédit belges ainsi que de taux et de conditions de crédit des banques (enquêtes MIR sur les taux d'intérêt à la clientèle et *Bank Lending Survey* sur les conditions d'octroi de crédits et enquêtes du même type auprès des entreprises).

Tout d'abord, il convient de constater que, à l'instar de ce qui est observé dans l'ensemble de la zone euro, la croissance des crédits des banques belges au secteur privé résident est demeurée robuste au premier trimestre de 2008, avec un taux de quelque 20 p.c. par rapport à la même période de l'année précédente, en particulier ceux à destination des entreprises et des autres intermédiaires financiers. Il n'y a cependant pas d'indication que la dynamique a résulté d'un comportement de *frontloading* de la part des entreprises – qui les aurait incitées à anticiper leurs emprunts en prévision de projets d'investissements, tant que les facilités de crédit sont disponibles –, ou de tirage excessif sur les lignes de crédit existantes, ou encore d'un effet de substitution lié à d'éventuelles difficultés rencontrées pour lever des fonds sur les marchés des capitaux.

CRÉDITS OCTROYÉS PAR LES ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT BELGES AU SECTEUR PRIVÉ RÉSIDENT

(contribution à la variation du crédit bancaire total, points de pourcentage,
sauf mention contraire)

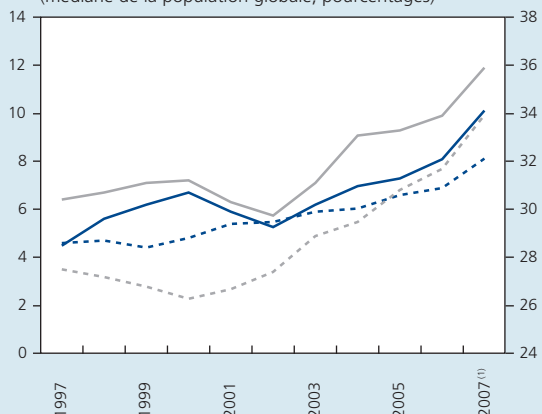


Source : BNB.

(1) Comprend les institutions financières non monétaires, les auxiliaires financiers, les compagnies d'assurances et les fonds de pension.

SITUATION FINANCIÈRE DES EMPRUNTEURS ET CONDITIONS D'OCTROI DES CRÉDITS BANCAIRES EN BELGIQUE

INDICATEURS DE RENTABILITÉ ET DE SOLVABILITÉ DES SOCIÉTÉS NON FINANCIÈRES (médiane de la population globale, pourcentages)



Rendement des fonds propres (échelle de gauche)

— Petites entreprises⁽²⁾

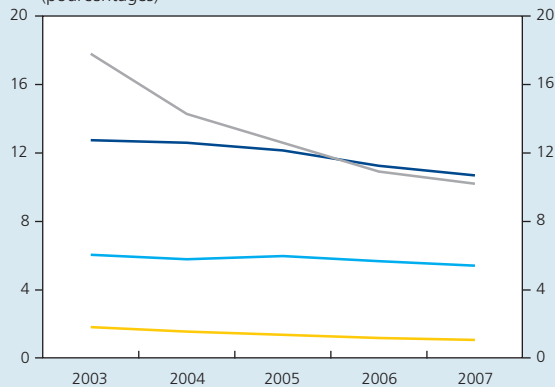
— Moyennes et grandes entreprises⁽²⁾

Fonds propres sur passif total (échelle de droite)

- - - Petites entreprises⁽²⁾

- - - Moyennes et grandes entreprises⁽²⁾

INDICATEURS DE SOLVABILITÉ DES MÉNAGES (pourcentages)



Nombre de crédits défaillants non régularisés rapporté au total des crédits en cours

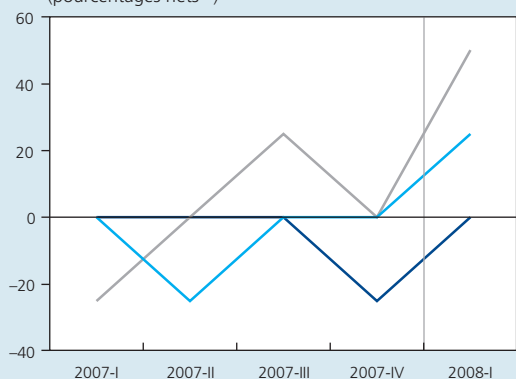
— Prêts à tempérament

— Ventes à tempérament

— Ouvertures de crédit

— Crédits hypothécaires

CONDITIONS GLOBALES D'OCTROI DE CRÉDITS AUX SOCIÉTÉS NON FINANCIÈRES ET AUX MÉNAGES (pourcentages nets⁽³⁾)

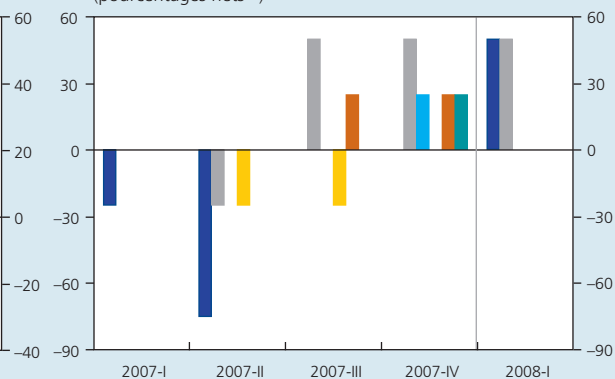


— Crédits aux PME

— Crédits aux grandes entreprises

— Crédits hypothécaires aux ménages

PRINCIPAUX CRITÈRES D'OCTROI DE CRÉDITS AUX SOCIÉTÉS NON FINANCIÈRES (pourcentages nets⁽³⁾)



■ Marges sur l'ensemble des prêts

■ Marges sur les prêts les plus risqués

■ Montant du prêt

■ Garanties exigées

■ Clauses dans les contrats de crédit

■ Durée

Source : BNB.

(1) Les valeurs des indicateurs en 2007 sont obtenues en appliquant à la population globale les pourcentages de variation entre 2006 et 2007 des valeurs calculées pour un échantillon constant d'entreprises.

(2) Les entreprises qui remettent leurs comptes annuels selon le schéma abrégé sont considérées comme des petites entreprises ; celles qui remettent un schéma complet sont des moyennes ou des grandes entreprises.

(3) Solde en pourcentage des réponses des établissements de crédit à l'enquête sur la distribution du crédit, indiquant le degré de durcissement ou d'assouplissement (-) des conditions globales ou des principaux critères d'octroi de crédits.

Si les banques belges ont continué à octroyer d'importants volumes de crédits au secteur privé, c'est notamment parce qu'elles ont jusqu'à présent relativement bien résisté aux turbulences financières. Elles ont certes été confrontées au resserrement de la liquidité sur les marchés des prêts interbancaires non garantis ainsi que sur d'autres segments des marchés financiers. Leur dépendance à ces canaux de financement est cependant tempérée par l'importance des dépôts de la clientèle et par le fait qu'elles détiennent un large portefeuille de titres de la dette publique pouvant être mobilisés en garantie. Malgré une détérioration de leurs ratios de rentabilité au cours du second semestre de 2007 – les données provisoires indiquent la poursuite de cette tendance au premier trimestre de 2008 – la position financière globale des banques belges est demeurée relativement favorable dans une perspective historique.

La situation financière globale des emprunteurs est également demeurée saine en 2007. En dépit d'une hausse de leur endettement, les entreprises non financières ont continué à afficher des niveaux élevés de rentabilité, de liquidité et de solvabilité. Quant aux ménages, malgré la hausse de leur endettement liée au net renchérissement de l'immobilier depuis le début de la décennie, leur position financière demeure également favorable, comme l'indiquent notamment les bas taux de défaut sur l'encours de leurs crédits.

Par conséquent, la probabilité que les banques belges adoptent, dans les mois à venir, une politique de crédits particulièrement restrictive à l'encontre du secteur privé, en raison de contraintes en capital ou d'une forte détérioration du bilan des emprunteurs, peut être considérée comme faible.

Si un resserrement significatif du crédit devait néanmoins se matérialiser, il pourrait affecter de manière plus prononcée les grandes entreprises. Ce constat émane des enquêtes successives auprès des banques, portant sur les conditions d'octroi de crédits, réalisées depuis l'éclatement de la crise, ainsi que de l'enquête sur les investissements menée par la Banque en novembre 2007 auprès d'un échantillon de firmes emprunteuses. Toutefois, les grandes entreprises, à l'inverse des ménages et des firmes de plus petite taille, disposent de sources de fonds alternatives pour couvrir leurs besoins de financement.

Il ressort des mêmes enquêtes que les banques ont fait quasi exclusivement usage d'un élargissement des marges, et en particulier celles sur les prêts les plus risqués, pour resserrer leurs conditions. Le durcissement d'autres critères d'octroi, tels que les garanties exigées ou le montant du crédit, n'a que peu été évoqué par les banques dans le contexte actuel. Tenant compte des données disponibles jusqu'en mars 2008, il apparaît que l'augmentation des marges est demeurée assez limitée depuis l'émergence des tensions financières, en août 2007, tandis que leur niveau est resté faible jusqu'à la mi-2007.

Comme indiqué dans l'encadré relatif aux hypothèses de l'Eurosystème, ces différents enseignements ont été pris en compte lors de l'élaboration des projections, en relevant le coût du crédit des investissements des entreprises de 40 points de base par rapport au taux des emprunts publics, et celui des investissements des ménages de 70 points de base.

À la différence des investissements des entreprises, les investissements en logements ont, avec une hausse de 5,3 p.c., déjà amorcé un ralentissement en 2007, après avoir enregistré en moyenne un rythme de croissance exceptionnel de 9,2 p.c. par an entre 2004 et 2006. Concomitamment au recul du nombre de permis de bâtir délivrés et des prêts hypothécaires accordés, leur progression reviendrait à respectivement 1,5 et 0,2 p.c. en 2008 et en 2009. Alors que les investissements en logements bénéficiaient encore du soutien du revenu disponible réel

des particuliers en 2007, il devrait en être autrement sur l'horizon des prévisions du fait de la moindre progression de celui-ci. Par ailleurs, les taux d'intérêt à long terme atteindraient à la fin de la période des projections leur niveau le plus élevé depuis la mi-2002, lorsque l'expansion du marché du logement a débuté. Le recul des investissements en logements est également imputable aux hausses de prix moins prononcées sur le marché secondaire et s'inscrit dans le cadre du retournement du cycle du marché de l'immobilier résidentiel au niveau mondial,

TABEAU 4 REVENU DISPONIBLE BRUT DES PARTICULIERS, À PRIX COURANTS
(pourcentages de variation par rapport à l'année précédente, sauf mention contraire)

	2005	2006	2007 e	2008 e	2009 e
Revenu primaire brut	2,8	3,9	5,7	4,5	3,7
dont :					
Salaires et traitements	3,2	4,5	5,3	4,7	3,8
Rémunérations par personne	1,9	3,2	3,6	3,6	3,3
Emploi	1,2	1,3	1,6	1,1	0,5
Revenus non salariaux	1,8	2,5	6,6	3,9	3,5
Transferts courants ⁽¹⁾	3,0	-1,4	8,2	4,9	2,6
dont :					
Impôts courants sur le revenu et le patrimoine	4,1	-0,3	4,0	5,1	2,5
Revenu disponible brut	2,7	5,2	5,1	4,4	3,9
<i>p.m. En termes réels</i> ⁽²⁾	0,0	2,7	3,3	0,1	1,6
Dépenses de consommation	4,1	4,6	4,3	5,6	3,8
Taux d'épargne ⁽³⁾	12,2	12,5	13,2	12,2	12,4

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.

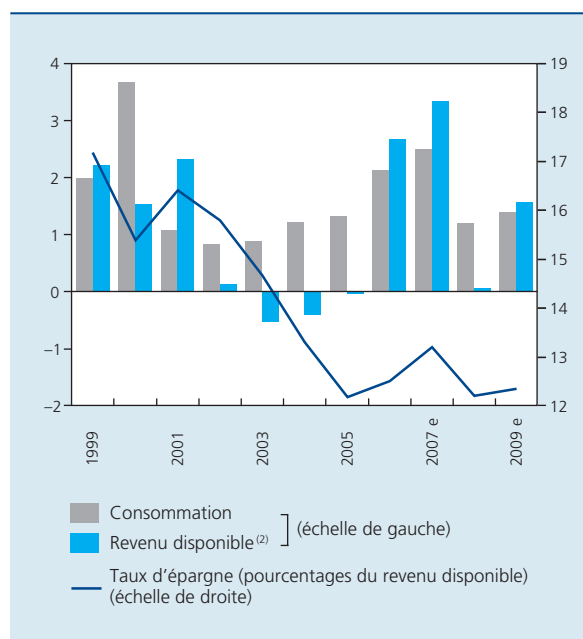
lequel pèse également sur la confiance des chefs d'entreprise du secteur de la construction.

En 2008, l'évolution des dépenses de consommation privée incorpore l'incidence mécanique à la baisse – estimée à 0,3 point de pourcentage – du transfert au début de cette année de la couverture des petits risques en matière de soins de santé des indépendants du secteur privé vers le secteur public. En termes de comptabilité nationale, ce transfert se traduit par un glissement des dépenses de consommation privée vers les dépenses de consommation publique. Le ralentissement prévu de la consommation privée reflète toutefois surtout la nette décélération du pouvoir d'achat des particuliers. Ainsi, après avoir progressé de 6 p.c. sur l'ensemble des deux années précédentes, et de façon particulièrement vive en 2007, le revenu disponible réel n'augmenterait au total que de 1,7 p.c. au cours de la période couverte par les projections. En conséquence, après deux années de croissance aux alentours de 2,3 p.c., la consommation privée afficherait une décélération sensible en 2008, progressant à peine de 1,1 p.c. Elle se raffermerait légèrement en 2009, pour croître de 1,3 p.c.

Les revenus primaires des particuliers subiraient l'influence du ralentissement graduel du rythme de hausse des rémunérations des salariés. Celui-ci trouverait essentiellement son origine dans le moindre dynamisme de la

GRAPHIQUE 7 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.

TABLEAU 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)

	2005	2006	2007	2008 e	2009 e
Dépenses de consommation des particuliers	1,4	2,2	2,4	1,1	1,3
Dépenses de consommation des administrations publiques	-0,2	0,0	2,1	2,5	1,8
Formation brute de capital fixe	6,7	4,2	5,7	4,0	1,8
Logements	10,1	7,4	5,3	1,5	0,2
Administrations publiques	13,0	-3,2	3,5	-3,8	9,2
Entreprises	4,6	3,9	6,1	6,0	1,6
Variation des stocks ⁽¹⁾	0,2	1,1	0,6	0,4	0,0
<i>p.m. Total des dépenses intérieures</i>	2,3	3,2	3,6	2,4	1,5
Exportations nettes de biens et services ⁽¹⁾	-0,2	-0,1	-0,6	-0,7	0,0
Exportations de biens et services	4,1	2,6	3,8	3,5	3,8
Importations de biens et services	4,7	2,8	4,6	4,5	3,8
PIB	2,0	2,9	2,8	1,6	1,5

Sources : ICN, BNB.

(1) Contribution à la variation du PIB.

création d'emplois, en particulier en 2009. En effet, la progression annuelle nominale des rémunérations par personne dans l'ensemble de l'économie serait, pour sa part, largement supérieure à 3 p.c. sur l'horizon des projections. Considérés globalement, les transferts nets des particuliers aux autres secteurs devraient pour leur part augmenter moins rapidement qu'en 2007.

Si une décélération s'observe en termes nominaux, le pouvoir d'achat se trouvera en 2008 cependant surtout contraint par l'accélération de l'inflation, mesurée au moyen du déflateur des dépenses de consommation privée. Les ménages devraient cependant amortir l'incidence de la progression moindre de leur pouvoir d'achat sur leurs dépenses de consommation, en ramenant leur taux d'épargne à un niveau proche de celui qui a précédé le rebond de 2007. Il s'établirait ainsi à 12,2 p.c. du revenu disponible en 2008 et 12,4 p.c. en 2009, contre 13,2 p.c. en 2007.

Après s'être stabilisées en 2005 et 2006, les dépenses de consommation des administrations publiques ont affiché en 2007 une croissance de l'ordre de 2 p.c., rythme qu'elles devraient maintenir sur l'horizon des projections. En 2008, elles enregistreraient même une accélération en raison de l'évolution des dépenses de santé. De leur côté, les investissements publics se contracteraient de 3,8 p.c. en 2008, à la suite de ventes de bâtiments publics, comptabilisées comme des désinvestissements des administrations publiques, et du creux dans le cycle électoral des investissements

des pouvoirs locaux. L'année suivante, ils augmenteraient de 9,2 p.c.

3. Prix et coûts

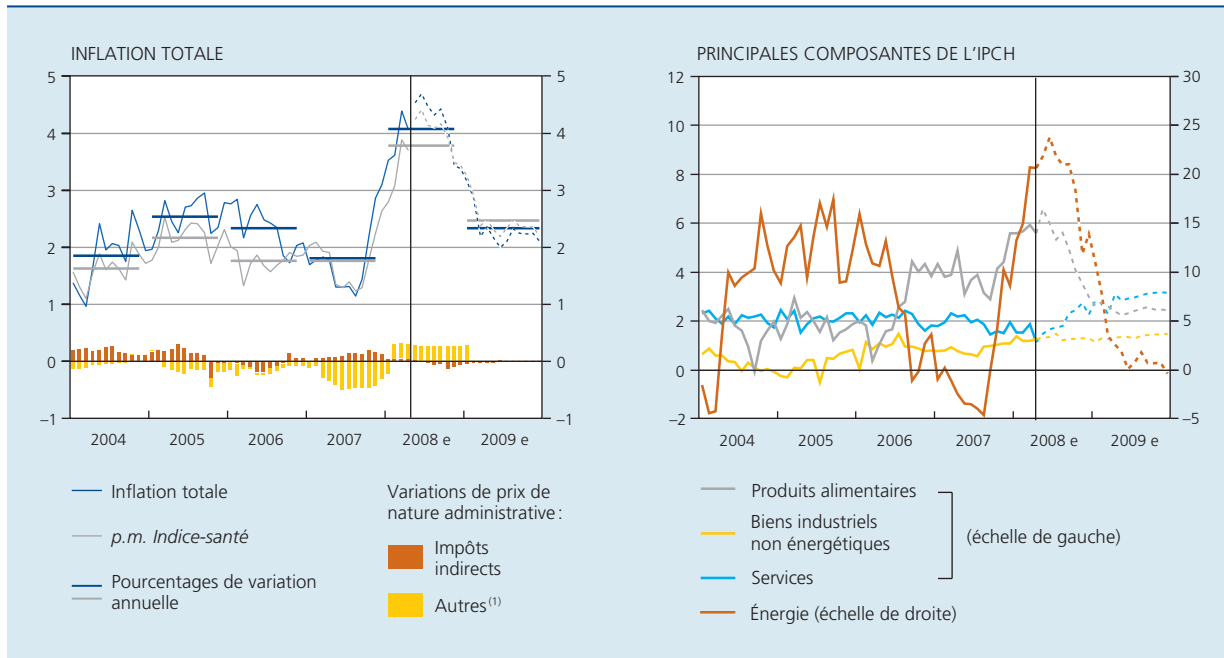
Alors qu'elle avait été presque constamment inférieure à 2 p.c. pendant les douze mois précédents, l'inflation en Belgique s'est fortement accélérée à partir du quatrième trimestre de 2007, atteignant 4,4 p.c. en mars 2008. Comme expliqué en détail par ailleurs dans cette Revue⁽¹⁾, cette accélération résulte exclusivement du renchérissement des produits alimentaires – en particulier des biens alimentaires transformés – et de l'énergie, principalement en raison de l'augmentation des cotations de ces produits sur les marchés internationaux. En outre, la hausse des tarifs de distribution et de transport de l'électricité et du gaz contribue pour 0,3 point de pourcentage à l'inflation totale à partir de février 2008.

Selon les projections actuelles, la contribution inhabituellement importante des composantes des produits alimentaires et énergétiques à l'accroissement annuel des prix à la consommation devrait se maintenir à ce haut niveau pendant les prochains mois, avant de se résorber rapidement au début de 2009. En effet, les hypothèses retenues dans le cadre de cet exercice tablent sur une stabilisation,

(1) *Inflation et indexation en Belgique : causes et éventuelles conséquences de l'actuelle accélération de l'inflation*, Revue économique de la Banque nationale de Belgique, juin 2008.

GRAPHIQUE 8 INFLATION

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



Sources : CE, BNB.

(1) Incidence sur l'inflation totale, en points de pourcentage, des variations de prix liées aux mesures relatives à la redevance radiotélévision et aux modifications de tarification dans les industries de réseau.

à un niveau certes élevé, proche de celui observé à la mi-mai 2008, des cours du pétrole et des matières premières agricoles sur les marchés internationaux. En conséquence, l'inflation totale passerait de 1,8 p.c. en 2007 à 4,1 p.c. en 2008, avant de revenir à 2,3 p.c. en 2009. Pour sa part, l'indice-santé, qui est utilisé comme référence pour l'indexation des salaires et des prestations sociales ainsi que pour celle des loyers, augmenterait de 3,8 p.c. en 2008 et de 2,5 p.c. en 2009.

L'accroissement marqué de l'inflation totale au cours des derniers mois cache des évolutions plus contenues pour les autres composantes de l'IPCH : durant les quatre premiers mois de 2008, l'inflation était de 1,3 p.c. pour les biens industriels non énergétiques et de 1,5 p.c. pour les services. Une certaine accélération est toutefois attendue pour les deux composantes, en dépit de l'effet modérateur que continuent d'exercer l'appréciation de l'euro et l'intensité de la concurrence internationale. Elle résulterait, outre de la disparition des effets à la baisse induits par le recul important des prix de la téléphonie mobile durant l'été 2007, de l'effet indirect des chocs des prix des matières premières et de l'incorporation progressive de l'accroissement des coûts salariaux observé l'année précédente et prévu pour l'année courante. En conséquence, la tendance sous-jacente de l'inflation s'établirait à 2,2 p.c. en 2009.

En effet, la variation des coûts salariaux par unité produite dans le secteur privé est estimée à respectivement 2,9 et 3,4 p.c. en 2007 et en 2008, contre une augmentation annuelle moyenne de 0,6 p.c. sur la période 2002-2006. Cette hausse importante est due à la fois au fléchissement de la productivité du travail – déjà sensible en 2007, en raison de la nette augmentation de l'emploi dans le secteur privé, et encore renforcée en 2008, à la suite du ralentissement conjoncturel –, et à la progression plus rapide des coûts salariaux horaires. L'importance de ces deux facteurs se réduirait en 2009, de sorte que la croissance des coûts salariaux par unité produite reviendrait à 2,4 p.c.

L'accélération du rythme de hausse des coûts salariaux horaires en 2007 et en 2008 s'inscrit dans le contexte des pressions qui s'exercent sur certains segments du marché du travail, dans la foulée de la haute conjoncture. En outre, deux facteurs temporaires ont renforcé l'augmentation des coûts salariaux horaires en 2007, à savoir l'avancement du moment de versement du pécule de vacances dû au terme d'un contrat de travail et le paiement d'indemnités de licenciement dans le cadre de la restructuration d'entreprises importantes, à concurrence de quelque 0,6 point de pourcentage au total. Même si ces facteurs exercent un effet inverse sur l'évolution des

TABEAU 6 INDICATEURS DE PRIX ET COÛTS
 (pourcentages de variation par rapport à l'année précédente, sauf mention contraire)

	2005	2006	2007 e	2008 e	2009 e
IPCH	2,5	2,3	1,8	4,1	2,3
Indice-santé	2,2	1,8	1,8	3,8	2,5
Tendance sous-jacente de l'inflation ⁽¹⁾	1,4	1,6	1,9	2,4	2,2
Coûts salariaux dans le secteur privé:					
Coûts salariaux par heure prestée	2,3	2,9	3,7	3,5	3,2
Cotisations sociales patronales ⁽²⁾	-0,3	-0,2	0,1	-0,4	
Salaires bruts	2,6	3,0	3,5	4,2	
dont: indexations	2,1	1,8	1,6	3,2	
Productivité du travail ⁽³⁾	1,5	1,5	0,8	0,1	0,8
Coûts salariaux par unité produite	0,7	1,3	2,9	3,4	2,4

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

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

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

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

coûts salariaux en 2008, ils ne sont toutefois pas suffisants pour compenser l'incidence élevée de l'indexation. Ainsi, selon les indications actuellement disponibles pour 2007 et les évolutions prévues pour 2008, les coûts salariaux horaires progresseraient de 7,3 p.c. sur l'ensemble des deux années, soit sensiblement plus que la norme établie à 5 p.c. De la sorte, le handicap vis-à-vis des trois principaux pays voisins – Allemagne, France et Pays-Bas – se creuserait encore.

Pour 2009, la croissance de 3,2 p.c. des coûts salariaux horaires retenue dans le cadre de cet exercice correspond essentiellement à l'effet attendu de l'indexation, celle-ci réagissant avec un certain décalage à l'accélération, en 2008, de l'inflation mesurée par l'indice-santé. Cette hypothèse repose sur une évolution modérée des salaires, facteur déterminant pour l'apaisement prévu de l'inflation et pour la poursuite attendue des créations d'emplois.

4. Finances publiques

4.1 Solde de financement

Selon des données provisoires publiées par l'ICN en mars 2008, les finances publiques belges ont enregistré un léger déficit de 0,2 p.c. du PIB en 2007. Dans le contexte macroéconomique décrit ci-dessus, ce déficit se creuserait pour atteindre 0,3 p.c. du PIB en 2008 et 0,8 p.c. en 2009.

Les charges d'intérêts de l'ensemble des administrations publiques influenceraient pourtant favorablement l'évolution du solde budgétaire. Elles diminueraient en effet de 0,1 p.c. du PIB tant en 2008 qu'en 2009. Cette diminution s'explique exclusivement par la poursuite de la réduction du taux d'endettement. Pour sa part, le taux implicite moyen applicable à la dette publique augmenterait légèrement, les projections se fondant sur des taux du marché supérieurs à ceux de 2007. L'influence de cette hausse des taux du marché sur le taux implicite demeure toutefois limitée en raison de la faible part des titres de la dette à court terme et du fait que les prêts à long terme arrivés à échéance peuvent toujours être refinancés à des taux d'intérêt moins élevés.

Les facteurs non récurrents, dont l'incidence sur le solde budgétaire serait légèrement moins négative en 2008 qu'en 2007, amélioreraient également quelque peu les comptes des administrations publiques. Ces facteurs relèveraient le solde de financement de 0,1 p.c. du PIB en 2008. Ils n'exerceraient pratiquement aucun effet en 2009.

À l'inverse, la conjoncture pèserait sur l'évolution du solde budgétaire. En effet, les projections reposent, comme indiqué plus haut, sur un ralentissement de l'activité économique en 2008 et sur une croissance du PIB également inférieure à la croissance tendancielle en 2009.

TABLEAU 7 COMPTES DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES⁽¹⁾
(pourcentages du PIB)

	2005	2006	2007	2008 e	2009 e
Recettes	49,4	48,8	48,6	48,5	48,2
dont : recettes fiscales et parafiscales	44,3	44,0	43,8	43,7	43,4
Dépenses primaires	47,5	44,5	44,9	45,0	45,4
Solde primaire	1,9	4,3	3,7	3,5	2,8
Charges d'intérêts	4,2	4,0	3,8	3,7	3,6
Solde de financement	-2,3 ⁽⁴⁾	0,3	-0,2	-0,3	-0,8
Variations du solde de financement	-2,3	2,6	-0,5	-0,1	-0,6
dues à des variations					
des charges d'intérêts	0,5	0,2	0,1	0,1	0,1
des composantes conjoncturelles ⁽²⁾	-0,4	0,5	0,5	-0,3	-0,1
croissance du PIB	-0,2	0,4	0,4	-0,2	-0,3
effets de composition	-0,2	0,1	0,2	-0,1	0,2
des facteurs non récurrents	-2,8	2,8	-0,9	0,1	0,0
du solde primaire structurel ⁽³⁾	0,4	-0,9	-0,3	0,0	-0,5
<i>p.m. Objectifs des programmes de stabilité</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,3</i>	<i>0,0</i>	<i>0,3</i>

Sources: ICN, SPF Finances, BNB.

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

(2) 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 2003 de la BNB (Tome 1), pp. 90-91.

(3) Solde corrigé de l'influence de la conjoncture et des facteurs non récurrents.

(4) Abstraction faite de l'incidence de la reprise par le Fonds de l'infrastructure ferroviaire de la majeure partie de la dette de la SNCB lors de la restructuration de cette dernière le 1^{er} janvier 2005, les comptes des administrations publiques se seraient clôturés par un excédent de 0,1 p.c. du PIB en 2005.

Corrigé de l'influence de la conjoncture et des facteurs non récurrents, l'excédent primaire baisserait de 0,6 p.c. du PIB entre 2007 et 2009. La détérioration du surplus primaire structurel résulterait à la fois d'une baisse des recettes et d'une politique légèrement expansionniste en matière de dépenses.

Toutefois, il convient de noter que les projections tiennent uniquement compte des mesures budgétaires déjà annoncées et suffisamment détaillées. Elles n'intègrent pas l'effet de décisions qui pourraient encore être prises, à l'occasion notamment de contrôles budgétaires en 2008 et de l'établissement des budgets de 2009. À cet égard, les projections montrent que d'importantes mesures supplémentaires sont nécessaires afin de réaliser les objectifs fixés dans le programme de stabilité d'avril 2008, à savoir un équilibre budgétaire en 2008 et un excédent de 0,3 p.c. du PIB en 2009, lequel atteindrait 1 p.c. du PIB en 2011.

4.2 Recettes

Les recettes des administrations publiques exprimées en pourcentage du PIB reculeraient en 2008 comme en 2009, de respectivement 0,1 et 0,3 p.c. du PIB.

Cette baisse est principalement imputable aux mesures structurelles, dont les retombées devraient se chiffrer à 0,2 p.c. du PIB chacune des deux années. Les prélèvements sur les revenus du travail seraient de nouveau abaissés grâce à l'introduction au 1^{er} janvier 2008 d'un système de bonus lié aux résultats, dont le traitement fiscal est avantageux, au relèvement à partir du 1^{er} juillet 2008 du montant exonéré d'impôt pour les activités professionnelles ainsi qu'à l'extension en 2008, et surtout à la généralisation en 2009, de la réduction forfaitaire de l'impôt des personnes physiques pour les activités professionnelles déjà appliquée en Région flamande. Par ailleurs, l'élargissement, au cours des dernières années, de la déduction fiscale pour investissements économiseurs d'énergie exerce une incidence négative sur les enrôlements de l'impôt des personnes physiques.

TABLEAU 8 MESURES STRUCTURELLES EN MATIÈRE DE RECETTES PUBLIQUES
 (millions d'euros, sauf mention contraire; variation par rapport à l'année précédente)

	2008 e	2009 e
Impôts	-526	-658
Relèvement du montant exonéré d'impôt pour les activités professionnelles	-75	-150
Intervention accrue dans les investissements économiseurs d'énergie	-79	0
Réduction d'impôt en Région flamande	-50	-375
Introduction d'un système de bonus lié aux résultats	-100	-100
Suppression progressive du prélèvement compensatoire des accises sur les véhicules diesel	-104	0
Déductibilité fiscale des véhicules de société	85	30
Autres	-203	-63
Cotisations de sécurité sociale	-30	0
Total	-556	-658
<i>p.m. Pourcentages du PIB</i>	<i>-0,2</i>	<i>-0,2</i>
<i>p.m. Augmentation des cotisations sociales des indépendants (en raison de l'assurance obligatoire contre les petits risques en matière de soins de santé)</i>	<i>340</i>	<i>0</i>

Sources: Documents budgétaires, ONSS, SPF Finances, BNB.

Enfin, les recettes publiques sont aussi négativement influencées par la suppression progressive de la taxe compensatoire d'accises sur les voitures diesel, qui entre dans sa dernière phase en 2008. Les réductions de charges seraient cependant partiellement compensées par la généralisation au 1^{er} avril 2008 de la mesure subordonnant la déductibilité des véhicules de société pour l'impôt des sociétés à l'émission de CO₂ ainsi que par la redéfinition de la base imposable de la taxe sur les capacités de production inutilisées des centrales électriques.

L'allègement de la pression fiscale s'explique également en partie par la disparition de l'incidence des mesures transitoires qui avaient gonflé les recettes en 2007, telles que le régime fiscal temporaire pour les réserves immunisées d'impôts et l'avancement du moment de la perception des cotisations sociales sur le pécule de vacances anticipé versé par l'employeur au terme d'un contrat de travail. Les glissements structurels au niveau macroéconomique influenceraient également l'évolution des recettes des administrations publiques. Les revenus du travail, qui sont soumis à une pression fiscale relativement plus forte, devraient présenter une progression tendancielle moins vive que le PIB. Ces effets seraient toutefois compensés en 2008 du fait de la croissance du précompte professionnel plus importante que celle des revenus du travail, en raison de l'accélération de l'inflation. L'indexation annuelle des barèmes utilisés pour le calcul du précompte professionnel se base en effet sur l'indexation moyenne de l'année

précédente. En 2009, le ralentissement attendu de l'inflation exercerait un effet inverse.

Il convient enfin de tenir compte du relèvement en 2008 des cotisations sociales des travailleurs indépendants, attendu que l'assurance contre les petits risques en matière de soins de santé est devenue obligatoire pour eux. Ce facteur technique n'exercerait qu'un effet net limité sur le solde de financement des administrations publiques étant donné que les prestations sociales augmenteraient quasiment du même montant.

4.3 Dépenses primaires

Les dépenses primaires, qui s'étaient élevées à 44,9 p.c. du PIB en 2007, augmenteraient quelque peu pour atteindre respectivement 45 et 45,4 p.c. du PIB en 2008 et en 2009. Mesurées en volume, les dépenses primaires progresseraient ainsi de 1,2 et 2,5 p.c. au cours de ces deux mêmes années. Corrigées de l'influence de la conjoncture, des facteurs non récurrents et des effets de l'indexation, elles enregistreraient une croissance de 2 et 2,2 p.c.

La hausse des dépenses prévue en 2008 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 robuste. 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 2007. Dans le même temps, l'augmentation des dépenses de la sécurité sociale demeurerait vive, en raison de l'évolution attendue des dépenses de soins de santé et des dépenses de pensions. Ces dernières devraient en effet être influencées par un ensemble de mesures, en application notamment du pacte de solidarité entre les générations. Au niveau des communautés et régions, par contre, les dépenses progresseraient à un rythme assez modéré, légèrement inférieur à celui de la croissance potentielle. Enfin, les dépenses des pouvoirs locaux resteraient pratiquement inchangées en 2008, en raison de la réduction des investissements qui se produit habituellement les deux années succédant aux élections communales et provinciales, en l'occurrence celles de 2006.

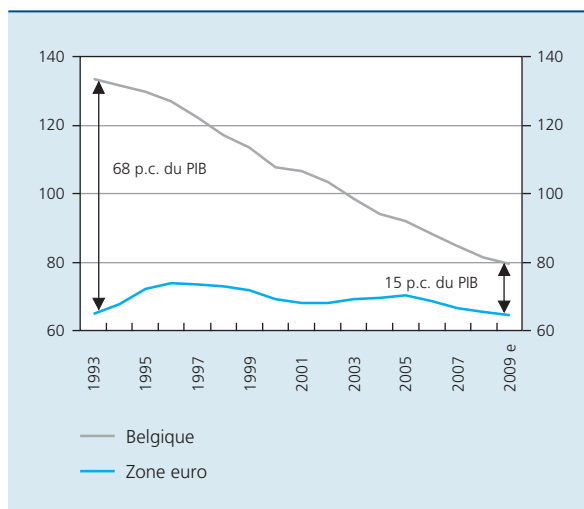
L'estimation du rythme de la hausse des dépenses primaires en 2009 est malaisée puisqu'il n'y a pas encore de budget disponible. Toutefois, les projections intègrent d'ores et déjà un ensemble de mesures de relèvement d'allocations sociales, qui ont notamment été prises dans le cadre du pacte de solidarité entre les générations et qui alourdiront les dépenses de la sécurité sociale. La croissance des dépenses du pouvoir fédéral serait relativement modérée, en conséquence de l'arrivée à maturité des mesures jusqu'ici décidées en matière de réduction du précompte professionnel. S'agissant des communautés et régions, ces projections se basent largement sur les évolutions observées dans le passé. Les dépenses des pouvoirs locaux devraient renouer avec une croissance proche de leur rythme tendanciel, les investissements connaissant alors habituellement une recrudescence.

4.4 Endettement

Depuis 1993, lorsque la dette publique avait atteint son niveau le plus élevé, à 133,5 p.c. du PIB, le taux d'endettement de l'ensemble des administrations publiques a reculé de manière ininterrompue. À la fin de 2007, il s'élevait encore à 84,8 p.c. du PIB.

En dépit des déficits budgétaires prévus pour 2008 et 2009, le taux d'endettement continuerait à baisser ces deux années. À la fin de 2008, il atteindrait 81,4 p.c. du PIB. En 2009, il reculerait de nouveau pour s'établir à 79,5 p.c. du PIB. Ainsi, l'écart entre le taux d'endettement de la Belgique et la moyenne de la zone euro reviendrait à environ 15 points de pourcentage du PIB à la fin de la période couverte par les projections.

GRAPHIQUE 9 DETTE BRUTE CONSOLIDÉE
(pourcentages du PIB)



Sources : CE, ICN, BNB.

5. Appréciation des facteurs de risque

À l'instar de celles publiées par la BCE pour la zone euro, les nouvelles projections de la Banque pour la Belgique indiquent que l'économie essuierait durant toute l'année 2008 et, par inertie, en 2009, les effets des chocs importants émanant de l'environnement mondial. L'aggravation de ces chocs au cours des six derniers mois explique d'ailleurs la révision à la baisse, à hauteur de 0,3 point de pourcentage par rapport à l'estimation de l'automne 2007, de la croissance du PIB attendue pour 2008. Néanmoins, en dépit de leur ampleur, le ralentissement de l'activité demeurerait somme toute modéré. Pour sa part, l'évolution des prix a subi de plein fouet le renchérissement des matières premières au quatrième trimestre de 2007, entraînant une révision à la hausse de 1,2 point de pourcentage de l'inflation en Belgique, mais l'incidence de ce facteur devrait s'estomper au début de 2009.

Ce scénario est toutefois subordonné aux hypothèses retenues tant pour l'économie mondiale que pour la Belgique. À cet égard, les incertitudes demeurent nombreuses, tant il est malaisé de déterminer si les multiples manifestations des tensions financières s'aggraveront encore ou se résorberont rapidement. Aux États-Unis, notamment, la gravité et la durée du ralentissement de la demande intérieure sont difficiles à prévoir. Dans le passé, on a pu observer que l'économie américaine se redressait rapidement après un choc adverse mais, cette fois, les chocs affectent directement et simultanément l'ensemble des agents – les institutions financières et les ménages ainsi que, par ricochet, les

TABLEAU 9 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
	2008	2009	2008	2009	2008	2009	
BNB – Printemps 2008	1,6	1,5	4,1	2,3	-0,3	-0,8	juin 2008
<i>p.m. Automne 2007</i>	1,9	<i>n.</i>	2,9	<i>n.</i>	-0,3	<i>n.</i>	décembre 2007
Bureau fédéral du Plan (BFP)	1,7	1,7	3,8	2,0	-0,3	-0,8	mai 2008
FMI	1,4	1,2	3,1	1,9	-0,3	-0,7	avril 2008
CE	1,7	1,5	3,6	2,3	-0,4	-0,6	avril 2008
OCDE	1,7	1,7	3,7	2,0	-0,3	-0,9	juin 2008
Belgian Prime News	1,7	1,9	3,0	2,0	-0,3	-0,2	mars 2008
Consensus Economics	1,8	2,0	2,9	1,9	<i>n.</i>	<i>n.</i>	mai 2008
Economist's Poll	1,7	1,7	2,9	1,9	<i>n.</i>	<i>n.</i>	mai 2008
<i>p.m. Réalisations 2007</i>		2,8		1,8		-0,2	

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

(2) Pourcentages du PIB.

sociétés non financières –, ce qui pourrait atténuer l'effet des mesures fiscales ou monétaires de soutien. En outre, les prix des matières premières pourraient encore grimper au delà des niveaux actuels. Les perspectives en la matière ne sont en effet guère ancrées, comme en témoigne le fait que les marchés répercutent presque complètement les variations des prix *spot* sur tout l'horizon des cotations à terme.

Les statistiques disponibles les plus récentes, qui portent sur le premier trimestre de 2008, révèlent que l'évolution de l'activité est demeurée robuste dans la zone euro. La plupart des prévisionnistes expliquent cette résistance par la situation fondamentalement saine des économies européennes et par le fait que les turbulences financières n'influenceraient en moyenne que modérément l'économie réelle, et ce au travers d'un élargissement des *spreads* pour le crédit bancaire. Il importe toutefois de s'assurer que des effets néfastes plus prononcés ne se matérialiseront pas dans les prochains trimestres, avec un décalage plus long que celui pris en compte initialement.

S'ils venaient à se concrétiser, ces facteurs de risque tendraient à grever les perspectives de croissance. Par effet de retour, ils contribueraient à réduire les pressions inflationnistes, mais celles-ci dépendent aussi de l'évolution des prix des matières premières. En Belgique, de manière spécifique, l'hypothèse retenue pour les salaires suppose une évolution modérée des salaires

en 2009 et, implicitement, sur l'ensemble de la période en principe couverte par les prochains accords entre les partenaires sociaux, après la hausse plus vive que dans les pays voisins observée en 2007 et prévue en 2008. À défaut, l'inflation se maintiendrait à un niveau plus élevé que celui retenu dans les projections et le risque d'une détérioration durable de la compétitivité et de l'emploi pèserait sur l'économie.

De manière plus générale, la capacité de résistance aux chocs de l'économie ne pourra être préservée et consolidée que si elle s'adosse à des politiques budgétaires et économiques structurellement saines, offrant des perspectives stables de développement aux entreprises et aux ménages.

Comme celles de la Banque, les prévisions récentes des autres institutions annoncent elles aussi deux années de croissance modérée du PIB, supposant un renforcement graduel de l'économie en 2009. Faute de nouvelles mesures, cet environnement macroéconomique conduirait à un élargissement du déficit budgétaire en 2009. S'agissant de l'évolution des prix à la consommation, toutes les prévisions tablent sur le caractère temporaire de la hausse des prix des produits alimentaires et de l'énergie, ce qui ramènerait l'inflation vers 2 p.c. en moyenne en 2009. Les différences inhabituellement importantes dans l'estimation du taux d'inflation prévu en 2008, de 2,9 à 4,1 p.c., s'expliquent pour leur part en grande partie par la dispersion des hypothèses retenues pour le cours du pétrole.

TABLEAU 10 COMPARAISON DES HYPOTHÈSES

	2008					2009				
	BNB	CE	FMI	BFP	OCDE	BNB	CE	FMI	BFP	OCDE
Marchés à l'exportation	4,3	5,1	n.	5,6	5,4	4,7	4,7	n.	5,3	5,3
Pétrole (en dollars par baril) . .	113,3	101,2	95,5	101,5	113,2	117,7	100,0	94,5	100,2	120,0
Taux à court terme	4,9	4,3	4,0	4,3	4,5	4,3	3,8	3,6	3,8	4,1
Taux à long terme	4,5	n.	n.	4,0	4,3	4,7	n.	n.	3,8	4,4
Dollar par euro	1,54	1,55	1,47	1,55	1,54	1,54	1,57	1,48	1,54	1,56

Annexe

PROJECTIONS POUR L'ÉCONOMIE BELGE: SYNTHÈSE DES PRINCIPAUX RÉSULTATS

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

	2005	2006	2007	2008 e	2009 e
Croissance (données corrigées des effets de calendrier)					
PIB en volume	2,0	2,9	2,8	1,6	1,5
Contributions à la croissance:					
Dépenses intérieures, hors variation des stocks	2,0	2,0	2,9	2,0	1,5
Exportations nettes de biens et services	-0,2	-0,1	-0,6	-0,7	0,0
Variation des stocks	0,2	1,1	0,6	0,4	0,0
Prix et coûts					
Indice des prix à la consommation harmonisé	2,5	2,3	1,8	4,1	2,3
Indice-santé	2,2	1,8	1,8	3,8	2,5
Déflateur du PIB	2,5	2,0	1,6	3,3	2,6
Termes de l'échange	-0,3	-0,5	0,3	-0,6	0,0
Coûts salariaux par unité produite dans le secteur privé	0,7	1,3	2,9	3,4	2,4
Coûts salariaux horaires dans le secteur privé	2,3	2,9	3,7	3,5	3,2
Productivité horaire dans le secteur privé	1,5	1,5	0,8	0,1	0,8
Marché du travail					
Emploi intérieur (variation annuelle moyenne, en milliers d'unités)	51,1	52,7	72,6	55,8	29,6
Taux de chômage harmonisé ⁽¹⁾ (p.c. de la population active) ...	8,4	8,2	7,5	6,9	6,8
Revenus					
Revenu disponible réel des particuliers	0,0	2,7	3,3	0,1	1,6
Taux d'épargne des particuliers (p.c. du revenu disponible)	12,2	12,5	13,2	12,2	12,4
Finances publiques⁽²⁾					
Solde de financement (p.c. du PIB)	-2,3	0,3	-0,2	-0,3	-0,8
Solde primaire (p.c. du PIB)	1,9	4,3	3,7	3,5	2,8
Dette publique (p.c. du PIB)	92,1	88,2	84,8	81,4	79,5
Compte courant (selon la balance des paiements, p.c. du PIB)	2,6	2,7	1,9	0,4	0,4

Sources: CE, DGSEI, ICN, BNB.

(1) Série ajustée (Eurostat).

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

Inflation et indexation en Belgique : causes et éventuelles conséquences de l'actuelle accélération de l'inflation

Introduction

Mesurée à l'aide de l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH), l'inflation s'est nettement accélérée en Belgique, passant de 1,2 p.c. en août 2007 à 4,1 p.c. en avril 2008⁽¹⁾. Si elle affichait encore un niveau inférieur à celle de la zone euro pendant l'été 2007, tel n'est plus le cas depuis le début de 2008. En avril, l'inflation est ressortie à 3,3 p.c. dans la zone euro, ce qui signifie que la Belgique présente un écart positif d'inflation de 0,8 point de pourcentage par rapport à celle-ci. L'accélération particulièrement vive de l'inflation en Belgique ainsi que l'écart positif de cette dernière par rapport à la zone euro suscitent dans certains milieux des interrogations quant au rôle du mécanisme d'indexation. Une première question porte sur la mesure dans laquelle ce mécanisme est à l'origine de l'accélération actuelle de l'inflation. Une deuxième consiste à savoir si celui-ci entretiendra le processus inflationniste en cours en déclenchant une spirale prix-salaires.

Le présent article examine ces deux questions et suit le plan décrit ci-dessous. La première partie est consacrée aux facteurs qui sont à l'origine de l'accélération actuelle de l'inflation et de l'écart positif de la Belgique par rapport à la zone euro. Dans ce contexte, l'article fait largement référence à l'étude intitulée « L'évolution de l'inflation en Belgique : une analyse de la Banque nationale de Belgique réalisée à la demande du gouvernement fédéral », qui a été publiée dans une édition spéciale de la Revue économique, tout en commentant les évolutions les plus récentes. L'étude menée précédemment n'examinait en effet que les données disponibles jusqu'en janvier 2008, alors que le présent article se base sur les données de l'IPCH

portant jusqu'en avril 2008. La deuxième partie évoque les retombées éventuelles du processus inflationniste en cours sur la formation des salaires. Enfin, la troisième partie synthétise les principales conclusions.

1. Facteurs à l'origine de l'accélération de l'inflation

L'accélération de l'inflation enregistrée depuis la mi-2007 peut être intégralement imputée à l'évolution des prix des biens énergétiques, d'une part, et à celle des produits alimentaires transformés, d'autre part. Le rythme d'accroissement des prix des biens énergétiques a continué de s'élever en février, mars et avril 2008 et a atteint ce dernier mois 20,7 p.c. par rapport à l'année précédente. Le rythme de hausse des prix des produits alimentaires transformés ne s'est plus accéléré dernièrement, même s'il a continué à afficher des niveaux historiquement élevés, s'établissant à 8,3 p.c. en avril 2008. Comme le fera apparaître le présent article, l'évolution des prix de ces deux catégories de produits reflète dans une large mesure les répercussions sur les prix à la consommation des renchérissements des matières premières énergétiques et alimentaires. De plus, les biens énergétiques surtout ont également été affectés par des facteurs de coûts d'origine intérieure, qui ne peuvent que partiellement voire pas du tout être attribués à l'évolution des coûts salariaux et encore moins au mécanisme d'indexation en vigueur en Belgique.

(1) À la date de clôture de cet article, c.-à-d. le 30 mai, l'indice des prix à la consommation national pour le mois de mai était connu. Sur cette base, on peut s'attendre à une poursuite de l'accélération de l'inflation selon l'IPCH à hauteur de 5,2 p.c., sans pour autant mettre en question la distinction établie dans cet article entre l'évolution de l'inflation pour les produits énergétiques et les biens alimentaires transformés, d'une part, et pour les biens industriels non énergétiques et les services, d'autre part.

TABLEAU 1 INDICE DES PRIX À LA CONSOMMATION HARMONISÉ POUR LA BELGIQUE
(pourcentages de variation par rapport à l'année précédente)

	Total							p.m. Indice-santé ⁽³⁾
		Produits énergétiques	Produits alimentaires non transformés ⁽¹⁾	Tendance sous-jacente de l'inflation ⁽²⁾	Produits alimentaires transformés	Biens industriels non énergétiques	Services	
2001	2,4	1,4	6,9	2,1	2,2	2,0	2,0	2,7
2002	1,6	-3,6	3,2	2,1	1,5	1,7	2,6	1,8
2003	1,5	0,2	1,7	1,7	2,8	1,0	1,9	1,5
2004	1,9	6,6	0,9	1,4	2,2	0,3	2,1	1,6
2005	2,5	12,7	1,7	1,4	2,0	0,3	2,1	2,2
2006	2,3	7,3	3,3	1,6	2,1	0,9	2,1	1,8
2007	1,8	0,2	3,0	1,9	4,7	0,9	1,9	1,8
2007 Décembre	3,1	8,7	2,7	2,4	7,6	1,1	2,0	2,6
2008 Janvier	3,5	13,3	1,4	2,5	8,5	1,4	1,5	2,8
Février	3,6	15,0	1,2	2,5	8,7	1,2	1,5	3,1
Mars	4,4	20,7	2,3	2,6	8,3	1,2	1,9	3,9
Avril	4,1	20,7	1,6	2,2	8,3	1,3	1,1	3,7

Sources: CE, DGSIE, BNB.

(1) Fruits, légumes, viande et poisson.

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

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

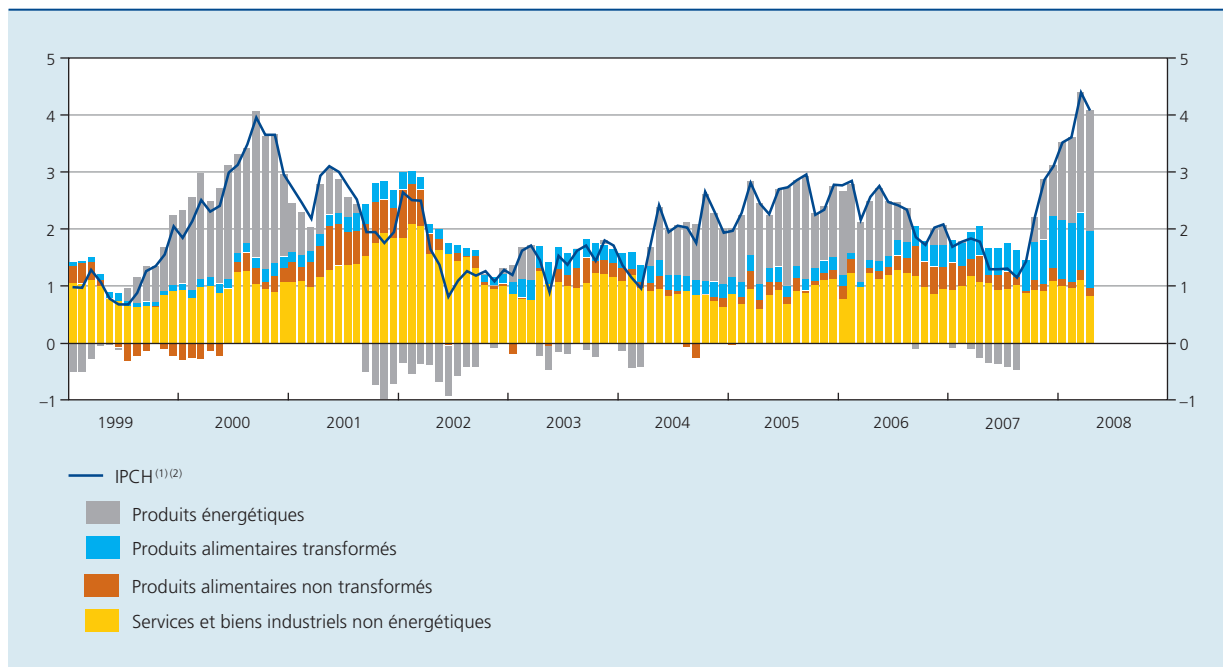
Les trois autres grandes composantes de l'inflation – les produits alimentaires non transformés, les biens industriels non énergétiques et les services – ont en revanche présenté peu de signes d'accélération au second semestre de 2007 et durant les quatre premiers mois de 2008. En mars 2008, le rythme d'accroissement des prix des produits alimentaires non transformés s'est légèrement accru pour atteindre 2,3 p.c., une accélération imputable à l'évolution des prix du poisson et des légumes et qui traduit essentiellement la volatilité intrinsèque de cette composante. En avril, ce rythme d'accroissement des prix est revenu à 1,6 p.c. L'accélération de l'inflation dans les services de 1,5 p.c. en février à 1,9 p.c. en mars, s'explique quant à elle par la précocité des vacances de Pâques, qui exercent traditionnellement un effet saisonnier à la hausse sur les voyages : elles sont partiellement tombées en mars cette année alors qu'elles tombent généralement entièrement en avril. Le même facteur explique aussi pourquoi l'inflation dans les services s'est fortement ralentie en avril à 1,1 p.c. Ce ralentissement constitue en principe un facteur de nature temporaire. Le rythme de progression des

prix des biens industriels non énergétiques s'est établi à 1,3 p.c. en avril.

Non seulement la contribution de ces trois composantes à l'inflation totale ne s'est pas accélérée au second semestre de 2007 et pendant les quatre premiers mois de 2008, mais elle a aussi été particulièrement faible au regard des données historiques : entre septembre 2007 et avril 2008, celle-ci s'est élevée à 1,1 point de pourcentage, contre 1,3 point de pourcentage en moyenne depuis janvier 1999. Cette évolution contraste nettement avec la contribution des biens énergétiques et des produits alimentaires transformés, qui a progressé pour s'établir à 2,1 points de pourcentage entre septembre 2007 et avril 2008, contre 0,8 point de pourcentage en moyenne depuis janvier 1999. En avril 2008, la contribution de ces catégories de produits atteignait même 3,1 points de pourcentage.

GRAPHIQUE 1 INFLATION EN BELGIQUE

(contribution à l'inflation, points de pourcentage, sauf mention contraire)



Sources : CE, BNB.

(1) Pourcentages de variation par rapport au mois correspondant de l'année précédente.

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

1.1 Évolution des prix des biens énergétiques

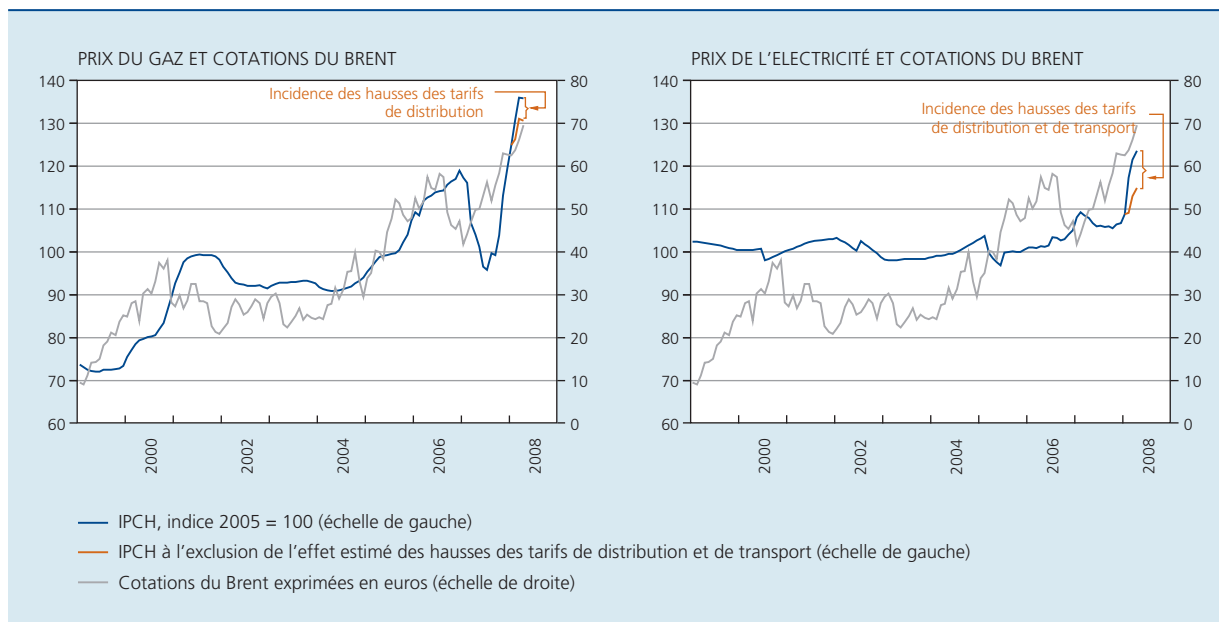
La forte accélération des prix à la consommation des biens énergétiques découle principalement de la hausse généralisée du prix de l'énergie en tant que matière première. Exprimé en euros, le prix du baril de pétrole brut de type Brent s'élevait à un peu plus de 40 euros en moyenne au début de 2007. Il n'a ensuite pratiquement pas cessé d'augmenter, dépassant en octobre 2007 les sommets enregistrés en 2006, pour atteindre en moyenne 70 euros en avril 2008. La hausse du prix du pétrole brut exprimé en dollars des États-Unis était encore plus prononcée – le prix du Brent passant de 54 dollars au début de 2007 à 110 dollars en moyenne en avril 2008 –, mais l'appréciation de l'euro par rapport à la devise américaine en a atténué les conséquences inflationnistes dans la zone euro.

Dès lors, à partir d'octobre 2007 et jusqu'en avril 2008, les prix à la consommation des produits pétroliers – aussi bien l'essence, que le diesel ou le mazout de chauffage – ont dépassé les records de l'année précédente, ce qui a conduit, au cours de la période allant d'octobre 2007 à avril 2008, à l'enregistrement de taux d'inflation compris entre 10 et 17 p.c. pour les carburants et entre 14 et

46 p.c. pour le mazout de chauffage. Les conséquences du renchérissement du pétrole brut ont encore été amplifiées ces derniers mois par un élargissement des marges de raffinage pour le diesel et le mazout de chauffage. Ce dernier est le plus sensible aux fluctuations des cotations des produits pétroliers sur les marchés internationaux parce que, contrairement à l'essence et au diesel, il est peu soumis à des taxes forfaitaires. La hausse des prix à la consommation des carburants a en revanche été marginalement freinée par l'activation du système de cliquet inversé. En vertu de celui-ci, les accises sur l'essence ont été diminuées de 0,87 centime entre la mi-février et la fin avril de 2008. Pour le diesel, le cliquet inversé avait déjà épuisé en 2007 toute la marge de manœuvre autorisée par la législation européenne.

L'orientation à la hausse des prix des matières premières énergétiques explique également une grande partie de l'augmentation des prix à la consommation du gaz et de l'électricité depuis le milieu de l'année 2007. Cette transmission s'est par ailleurs considérablement accélérée à partir de janvier 2007 pour le gaz, dans la mesure où, à partir cette date, les prix à la consommation sont indexés non seulement sur la base de l'évolution lissée des cotations du mazout, comme c'était le cas auparavant, mais

GRAPHIQUE 2 PRIX À LA CONSOMMATION DU GAZ ET DE L'ÉLECTRICITÉ EN BELGIQUE



Sources : CE, BNB.

aussi sur la base du prix de référence du gaz naturel à Zeebrugge, qui est un prix *spot*. Elle a en outre été renforcée à la suite de la modification, en octobre 2007, par le plus grand fournisseur de gaz de l'un des paramètres retenus dans les formules d'indexation. La hausse tarifaire qui en a découlé a été suivie par les autres fournisseurs, bien que dans une moindre mesure.

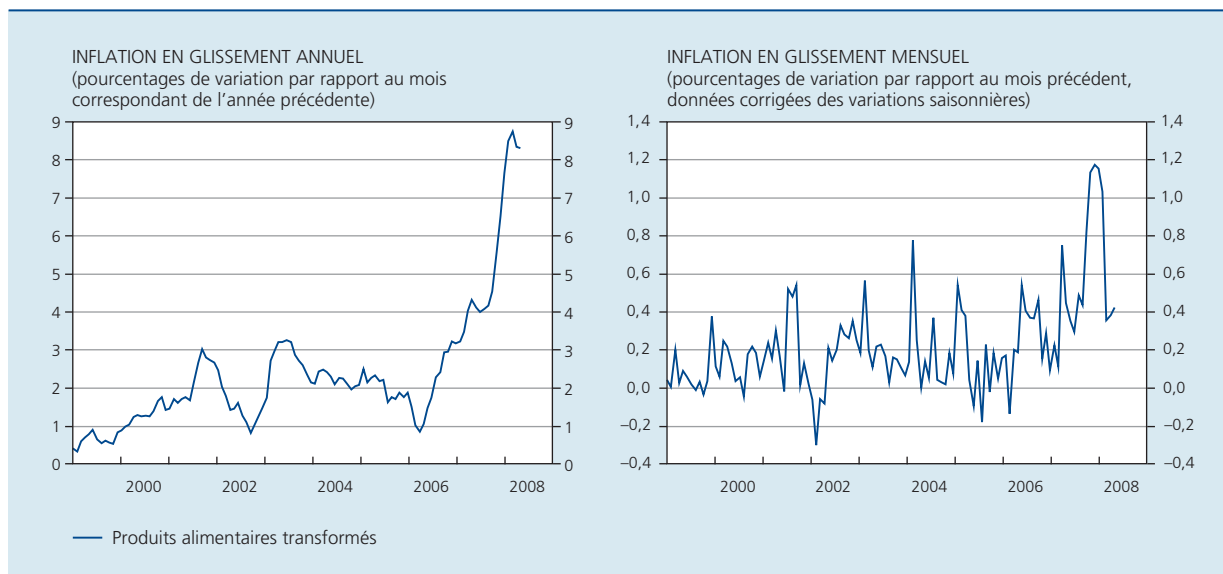
Dans le cas de l'électricité également, les coûts de l'input énergétique se sont récemment accrus. Les répercussions de cette hausse sur le prix à la consommation est cependant moindre que pour le gaz, compte tenu de l'ampleur des coûts non énergétiques qui interviennent dans la production de l'électricité. Elles sont par ailleurs tempérées par l'importance relativement grande des centrales nucléaires dans la production d'électricité en Belgique. Toutefois, l'effet modérateur de ce dernier facteur s'est quelque peu infléchi récemment en raison du recul de la part de l'énergie nucléaire consécutivement aux importants travaux d'entretien des centrales nucléaires. Il a dès lors fallu recourir davantage aux centrales au gaz ou au charbon, alors que les prix de ces matières premières se sont vivement appréciés dernièrement. Si les hausses des prix qui en découlent sont en principe temporaires, elles ont exercé un effet haussier indéniable au cours des quatre premiers mois de 2008.

D'autres facteurs jouent cependant également un rôle non négligeable. Ainsi, l'augmentation des tarifs de distribution du gaz et de l'électricité, et celle des tarifs de transport de l'électricité affectent l'inflation pour ces produits depuis février 2008, et contribuent à une hausse de l'inflation totale à hauteur de 0,3 point de pourcentage. Cette situation résulte du fait que la motivation des baisses de tarifs imposées dans le passé par la CREG a été contestée d'un point de vue juridique par les intercommunales, et le tribunal a jugé en l'espèce que la CREG avait outrepassé ses compétences. Dans ces circonstances, les intercommunales ont décidé des hausses de tarifs annulant donc en grande partie les baisses de tarifs imposées par le passé⁽¹⁾.

De plus, depuis janvier 2007, les prix du gaz et de l'électricité enregistrés dans l'IPCH reflètent l'évolution de tarifs mensuels, alors qu'auparavant ils reflétaient l'évolution des factures annuelles. Par conséquent, les évolutions décrites plus haut se sont répercutées instantanément dans l'inflation.

(1) Pour plus de détails, voir Annexe C de l'article *L'évolution de l'inflation en Belgique: une analyse de la Banque nationale de Belgique réalisée à la demande du gouvernement fédéral*, publié dans la Revue économique, BNB, édition spéciale, avril 2008.

GRAPHIQUE 3 ÉVOLUTION DES PRIX DES PRODUITS ALIMENTAIRES TRANSFORMÉS EN BELGIQUE



Sources : CE, BNB.

1.2 Évolution des prix des produits alimentaires transformés

L'analyse de l'inflation menée à la demande du gouvernement fédéral en février a démontré que l'accélération du rythme de hausse des prix des produits alimentaires transformés était en grande partie due à la hausse des prix des matières premières alimentaires⁽¹⁾. Les augmentations les plus substantielles ont été enregistrées pour les lait, fromages et œufs, les huiles et graisses (notamment le beurre) et les pains et céréales (y compris les pâtes). L'incidence sur les prix à la consommation a été singulièrement élevée étant donné que les prix des produits alimentaires sur le marché mondial ont été supérieurs aux prix d'intervention de la Politique agricole commune (PAC), qui n'a dès lors plus lissé les fluctuations des prix sur le marché mondial. Aussi ces dernières ont-elles, pour la première fois, influencé sans mécanisme d'atténuation la formation des prix sur le marché européen. Ceci explique en grande partie l'ampleur exceptionnelle de ce choc sur les prix, qui a à son tour accéléré le mécanisme de transmission. Un choc substantiel incite en effet ceux qui fixent les prix à s'écarter de leur schéma habituel d'adaptation périodique des prix et à réagir presque instantanément. L'accroissement soudain et exceptionnel au second semestre de 2007 de la fréquence des changements de prix des produits alimentaires transformés ayant présenté les augmentations les plus importantes démontre que tel a effectivement été le cas⁽²⁾. La plus forte synchronisation des ajustements de prix qui en a découlé a sans doute

facilité les adaptations des prix à la hausse dans la mesure où les entreprises individuelles ont moins dû se préoccuper que d'ordinaire de leur compétitivité-prix et, partant, de leur position concurrentielle.

Cette réaction vive et rapide des prix à la consommation laissait également présager que – en l'absence d'autres chocs sur les prix des matières premières – la transmission pourrait s'accomplir promptement et que le rythme d'accroissement des prix des produits alimentaires transformés pourrait dès lors rapidement s'essouffler. Les taux d'inflation de février, mars et avril 2008 semblent étayer cette hypothèse. En effet, le renchérissement des produits alimentaires transformés s'est ralenti dès février et est passé de 8,7 p.c. en février à 8,3 p.c. en avril. Il convient cependant de relativiser l'importance de ce fléchissement étant donné qu'il est intégralement dû à un effet de base découlant de l'augmentation sensible des prix du tabac enregistrée un an auparavant. En revanche, le constat selon lequel les variations mensuelles des prix des produits alimentaires transformés ont considérablement baissé ces derniers mois après avoir présenté une augmentation exceptionnelle au second semestre de 2007 est autrement

(1) Pour plus de détails, voir Annexe D de l'article *L'évolution de l'inflation en Belgique : une analyse de la Banque nationale de Belgique réalisée à la demande du gouvernement fédéral*, publié dans la Revue économique, BNB, édition spéciale, avril 2008.

(2) Pour plus de détails, voir Annexe E de l'article *L'évolution de l'inflation en Belgique : une analyse de la Banque nationale de Belgique réalisée à la demande du gouvernement fédéral*, publié dans la Revue économique, BNB, édition spéciale, avril 2008.

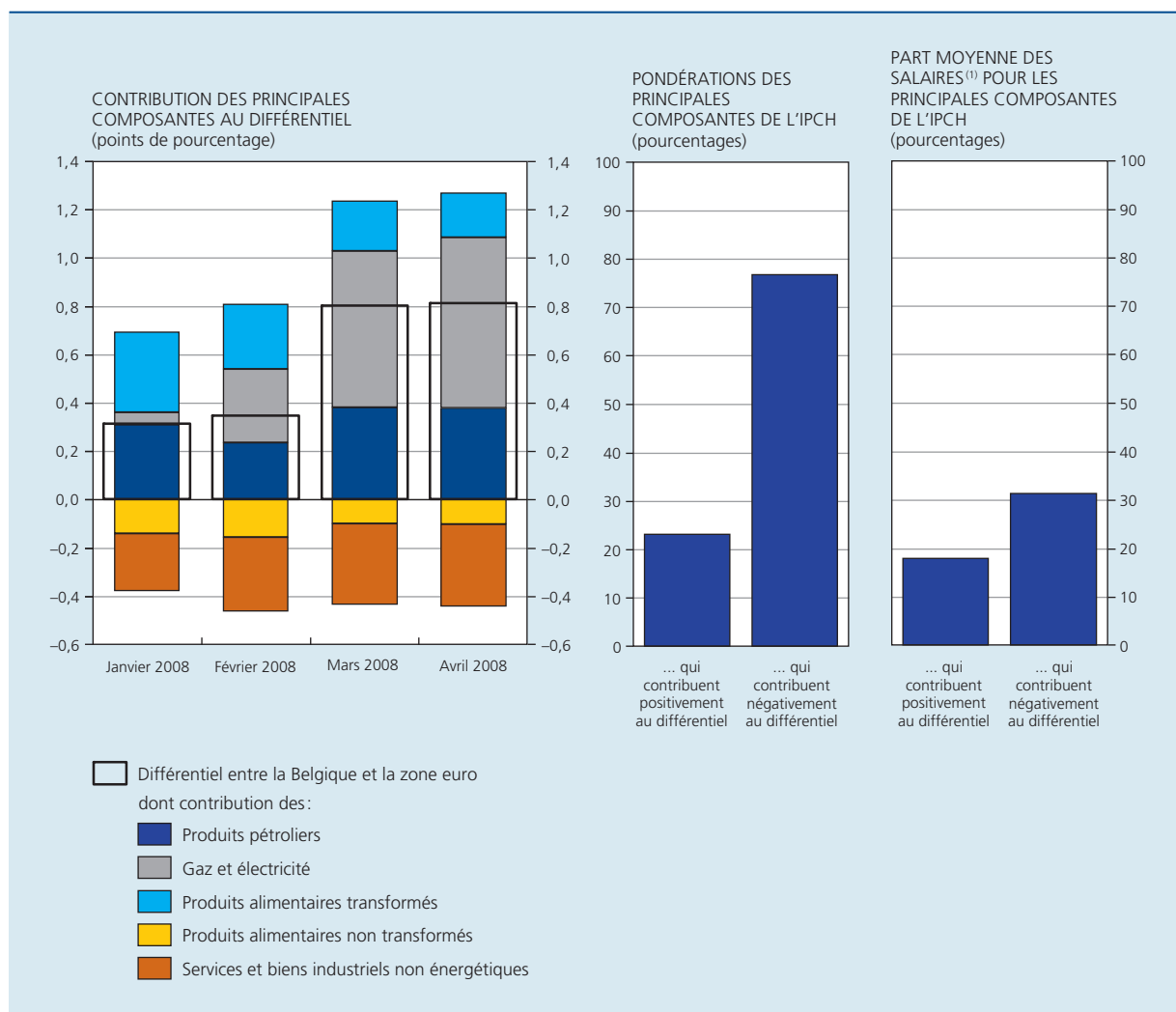
plus important. Ainsi, la hausse mensuelle des prix des produits alimentaires transformés est revenue de près de 1,2 p.c. à la fin de 2007 à environ 0,4 p.c. en mars et en avril 2008. Cette augmentation mensuelle des prix n'en demeure pas moins relativement élevée, vu qu'elle correspond à une inflation annuelle d'environ 5 p.c.

1.3 Différentiel d'inflation par rapport à la zone euro

Le différentiel d'inflation par rapport à la zone euro s'élevait à 0,8 point de pourcentage en avril et tenait exclusivement au fait que l'évolution des prix des biens énergétiques et celle des produits alimentaires transformés

ont plus contribué à l'inflation en Belgique que dans la zone euro. L'évolution des prix des produits alimentaires non transformés et surtout celle des services et des biens industriels non énergétiques ont en revanche exercé une influence modératrice. S'agissant des services, celle-ci est en majeure partie due à la baisse des tarifs pour la téléphonie mobile dans le courant de l'été 2007. Par conséquent, l'écart positif d'inflation provient exclusivement de produits qui représentent moins d'un quart du panier de consommation, alors que pour plus des trois quarts du panier, l'évolution des prix a été plus favorable en Belgique que dans la zone euro. De plus, les coûts salariaux constituent un déterminant de l'inflation moins important pour les produits qui contribuent positivement au différentiel d'inflation que pour les produits qui y

GRAPHIQUE 4 DIFFÉRENTIEL D'INFLATION ENTRE LA BELGIQUE ET LA ZONE EURO



Sources : CE, ICN, BNB.

(1) Calculée sur la base des tableaux input-output 2000. Part des salaires dans les coûts cumulés de la consommation finale des ménages, évalués aux prix d'acquisition hors TVA. Pour plus de détails, voir Cornille, D. et B. Robert (2005), *Interdépendances sectorielles et structure des coûts de l'économie belge : une application des tableaux input-output*, Revue économique, BNB, 2005-2.

contribuent négativement. Parmi ceux-ci, c'est pour les services que la part représentée par les salaires dans la structure des coûts est la plus élevée: elle représente 44 p.c. du prix hors TVA.

Par ailleurs, une analyse plus détaillée des catégories de produits qui contribuent positivement au différentiel d'inflation fait apparaître que l'évolution des coûts salariaux n'a exercé qu'un rôle infime voire inexistant. La contribution prononcée des produits pétroliers à l'inflation en Belgique s'explique en effet par le fait que les variations des prix de ces produits sur le marché international ont traditionnellement un effet à court terme plus important sur l'IPCH belge en raison de leur pondération plus élevée et des accises plus faibles auxquelles ils sont soumis⁽¹⁾. La contribution significative du gaz et de l'électricité s'explique quant à elle par l'accélération, depuis le début de 2007, de la transmission des fluctuations des prix des matières premières énergétiques aux prix à la consommation en Belgique; par les facteurs temporaires exposés ci-dessus, qui exercent une pression haussière supplémentaire sur les prix de l'électricité; et par la nette élévation des coûts de distribution et de transport du gaz et de l'électricité. Ce dernier facteur apporte à lui seul une contribution de 0,3 point de pourcentage au différentiel d'inflation avec la zone euro. Enfin, la contribution plus importante des produits alimentaires transformés découle en partie des hausses des prix du tabac observées en mars et avril 2007. Eu égard à la disparition de ce facteur des

chiffres de l'inflation de mars et d'avril 2008, la contribution de cette catégorie de produits au différentiel d'inflation avec la zone euro s'est récemment réduite. La partie résiduelle de cette contribution traduit le constat selon lequel le renchérissement des pains et céréales a été significativement plus élevé que dans la zone euro, en plus du fait que les habitudes de consommation spécifiques à la Belgique sont plutôt défavorables dans les circonstances actuelles (pondération accrue des pains et céréales et du beurre).

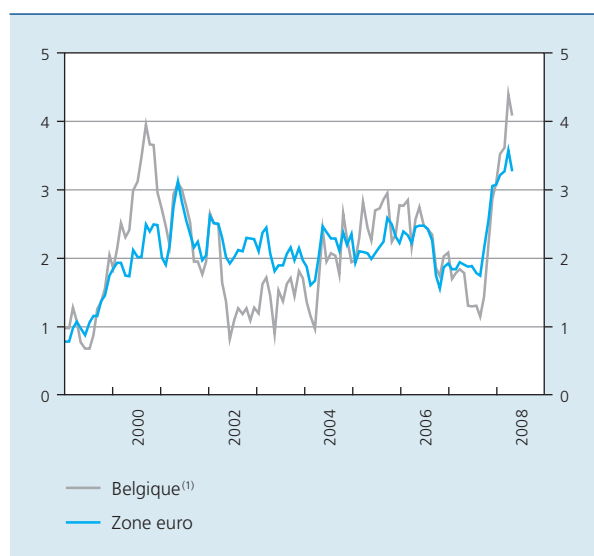
Depuis la création de l'union monétaire, des épisodes éphémères au cours desquels l'inflation en Belgique était nettement supérieure à celle de la zone euro ont été enregistrés, notamment en 2000. Cependant, il y a également eu des périodes où l'inflation en Belgique était inférieure à celle de la zone euro, comme en 2002 ou plus récemment encore en 2007. Par solde, l'inflation en Belgique n'a dès lors pas présenté une tendance systématique à s'écarter à la hausse de celle de la zone euro. Ainsi, l'inflation en Belgique s'est en moyenne établie à 2 p.c. entre 1999 et 2007, contre 2,1 p.c. dans la zone euro. L'évolution des salaires est dans une large mesure à l'origine de la prestation favorable de l'inflation – les raisons pour lesquelles l'évolution des salaires est restée modérée au cours de cette période, en dépit de l'existence d'un mécanisme d'indexation, sont analysées ci-après.

2. Risque de déclenchement d'une spirale prix-salaires

L'analyse qui précède a clairement fait apparaître que ni l'accélération de l'inflation enregistrée jusqu'en avril 2008 ni l'écart positif avec la zone euro qui s'en est suivi ne sont dus au mécanisme d'indexation appliqué en Belgique. Qui plus est, depuis la création de l'union monétaire, ce mécanisme n'a induit aucune déviation structurelle à la hausse de l'inflation en Belgique par rapport à celle de la zone euro, où la plupart des pays sont caractérisés par l'absence de mécanisme d'indexation automatique. S'il a été possible, ces dernières années, de concilier l'indexation des salaires avec une évolution des salaires et de l'inflation qu'il convient de qualifier de modérée, c'est essentiellement grâce aux deux caractéristiques principales du système belge décrites ci-dessus, qui ont pour objectif d'atténuer les effets indésirables de l'indexation des salaires et de mieux faire concorder celle-ci avec le fonctionnement de l'UEM. Ce constat ne doit néanmoins pas engendrer un sentiment d'autosatisfaction, ni donner

GRAPHIQUE 5 INFLATION EN BELGIQUE ET DANS LA ZONE EURO

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



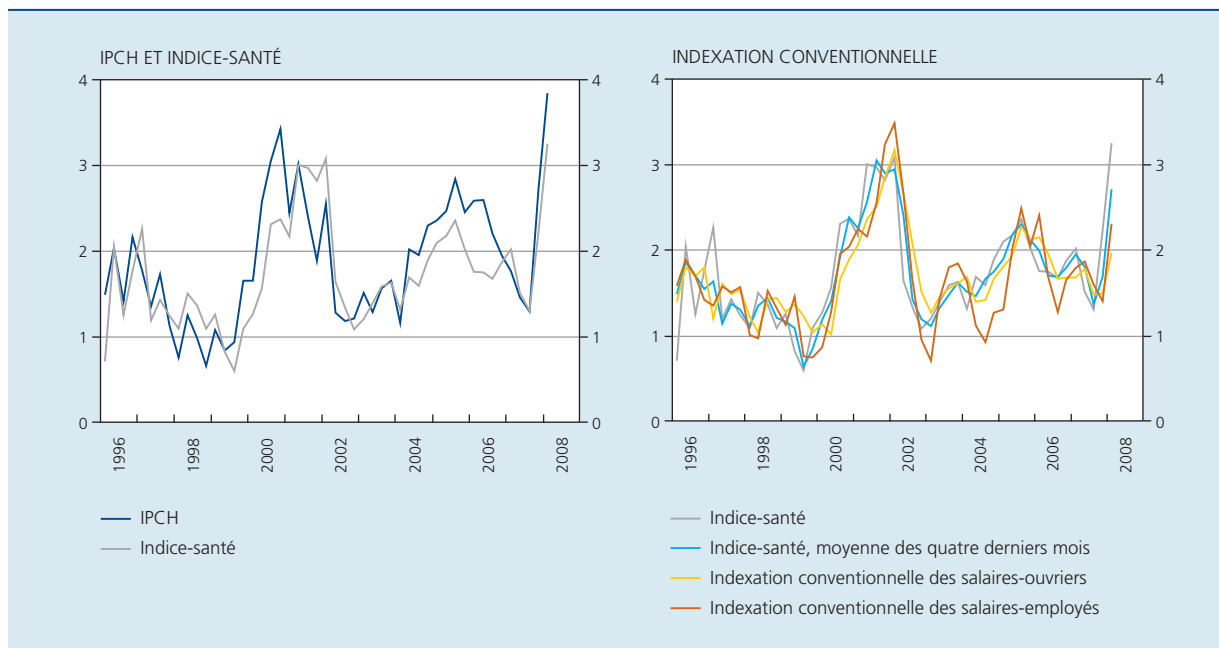
Source : CE.

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

(1) Pour plus de détails, voir Annexe B de l'article *L'évolution de l'inflation en Belgique: une analyse de la Banque nationale de Belgique réalisée à la demande du gouvernement fédéral*, publié dans la Revue économique, BNB, édition spéciale, avril 2008.

GRAPHIQUE 6 MÉCANISME D'INDEXATION

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



Sources : DGSIE, SPF Emploi, BNB.

l'impression que l'indexation des salaires est absolument inoffensive pour l'évolution future des coûts salariaux et, par conséquent, de l'inflation.

La première caractéristique importante du système belge d'indexation des salaires est qu'il se réfère, depuis 1994, à l'indice-santé. Ce dernier ne mesure pas l'intégralité de l'évolution des prix à la consommation, puisque l'essence, le diesel, les boissons alcoolisées et le tabac en sont exclus. De ce fait, le risque de déclenchement d'une spirale prix-salaires en réaction à un choc pétrolier est réduit. Ainsi, sur l'ensemble de la période 1999-2007, il est apparu que la hausse cumulée de l'indice-santé a été 2 points de pourcentage moins élevée que l'inflation totale, affichant 17,3 contre 19,3 p.c. Les décalages de l'indice-santé ont toujours coïncidé avec des renchérissements substantiels du pétrole brut, comme en 2000 et entre 2004 et 2006. C'est notamment pour cette raison que la progression de l'indice-santé a aussi été inférieure à l'inflation totale ces derniers temps : il a présenté un écart moyen de 0,5 point de pourcentage entre octobre 2007 et avril 2008.

L'indice-santé n'élimine toutefois pas entièrement l'incidence des chocs pétroliers, étant donné qu'il tient compte du mazout de chauffage, du gaz et de l'électricité, dont les prix sont également sensibles aux fluctuations des cours du pétrole brut. Sur l'ensemble de la période 1999-2007,

l'indice-santé n'a neutralisé qu'environ trois cinquièmes de la hausse des prix de l'énergie. Outre la transmission normale des variations des cours du pétrole sur les trois produits cités qui s'est d'ailleurs nettement accélérée dernièrement dans le cas du gaz, l'indice-santé est entraîné à la hausse, dans l'état actuel des choses, par les autres facteurs responsables de la hausse des prix du gaz et de l'électricité, comme par exemple les coûts de distribution et de transport, ainsi que par l'accélération de l'inflation des produits alimentaires transformés. Par conséquent, la progression de l'indice-santé observée depuis la mi-2007 s'est nettement renforcée, pour atteindre 3,3 p.c. au premier trimestre de 2008. En avril, le rythme d'accroissement de cet indice affichait même 3,7 p.c.

Dès lors, l'indexation des salaires aussi bien des ouvriers que des employés a également commencé à s'accélérer, quoiqu'avec un léger décalage. Ce dernier s'explique par le fait que la loi prévoit que l'indexation doit se baser sur l'indice-santé moyen des quatre derniers mois. En outre, les modalités précises de l'indexation sont fixées dans des CCT sectorielles, ce qui peut engendrer un retard supplémentaire⁽¹⁾. Le fait que l'indexation n'ait commencé

(1) Il existe globalement deux méthodes : soit l'indexation est réalisée à périodicité fixe (tous les six mois ou une fois par an, par exemple), soit elle s'effectue lorsque certains seuils (indices pivots) sont dépassés.

à s'accélérer légèrement qu'au premier trimestre de 2008 constitue un argument supplémentaire amenant à conclure que l'accélération de l'inflation ne peut, pour l'instant, pas être imputée à l'indexation. Cette réaction retardée des salaires permet néanmoins d'affirmer dès à présent que l'indexation continuera à tout le moins de s'accélérer au deuxième trimestre de 2008.

Ceci étant, on ne peut conclure qu'une telle accélération résultera nécessairement en un dérapage. En effet, une deuxième caractéristique importante de l'indexation en Belgique est son incorporation, par la loi de 1996 relative à la promotion de l'emploi et à la sauvegarde préventive de la compétitivité, dans un cadre plus large régissant l'évolution des salaires dans le secteur privé. Les partenaires sociaux sont de ce fait invités à prendre en compte l'incidence du mécanisme d'indexation lorsqu'ils déterminent les augmentations salariales réelles et ainsi concilier l'indexation avec une évolution salariale totale modérée qui en principe doit être alignée sur l'évolution des coûts salariaux nominaux des trois principaux partenaires commerciaux.

Lors de la détermination de la marge disponible pour les augmentations salariales réelles, les partenaires sociaux tiennent en effet compte de l'évolution attendue de l'inflation au moment où ils négocient la norme d'augmentation nominale pour la période de deux ans couverte par un accord interprofessionnel. Compte tenu du mécanisme d'indexation automatique des salaires pendant la durée de l'accord, la hausse *ex post* des salaires nominaux est néanmoins susceptible de s'écarter de la progression initialement prévue si l'inflation réalisée diffère de l'inflation anticipée. Ainsi, l'influence des indexations sur les augmentations salariales en 2008 sera nettement supérieure à celle attendue au moment des négociations portant sur les accords pour la période 2007-2008. Lors des négociations sectorielles au printemps 2007, les prévisions d'inflation, en ce compris celles de la Banque, étaient en effet bien plus favorables que l'évolution effective de l'inflation. Dans la pratique, toutefois, on constate ces dernières années qu'un certain nombre de secteurs, qui représentent environ un quart des travailleurs du secteur privé, optent pour des accords dits *all-in* (tout inclus), dont l'un des objectifs est notamment de déterminer une croissance réelle négociée qui peut être réduite en cas d'indexation plus rapide que prévu lors de la conclusion des conventions collectives au niveau sectoriel, comme c'est actuellement le cas. Le risque de voir une spirale prix-salaires se déclencher est ainsi limité au cours de la période couverte par l'accord. Par contre, au moment où un nouveau cycle de négociations s'amorce, cette protection disparaît et il revient aux négociateurs de prendre en compte ce risque. C'est également le moment où les

négociateurs des secteurs n'ayant pas conclu d'accords *all-in* sont invités par la loi de 1996 à prendre ce risque en considération et à infléchir les conséquences des automatismes non désirés dans la formation salariale.

Ainsi, les négociations salariales prévues à l'automne pour la période 2009-2010 offrent aux partenaires sociaux la possibilité de tenir compte de l'incidence de l'indexation attendue pour cette période lors de la détermination de la marge disponible pour les augmentations salariales réelles. En outre, la loi de 1996 dispose que si l'augmentation des coûts salariaux en Belgique devait déraiper par rapport aux trois pays voisins, par exemple parce que, contrairement aux prévisions initiales, l'indexation se serait fortement accélérée au cours de la période 2007-2008, un tel dérapage devrait, en tout cas, être pris en considération lorsque les partenaires sociaux négocient – pour le nouvel accord – la marge disponible pour les augmentations salariales.

C'est précisément parce qu'elle est intégrée dans un cadre plus large que l'indexation des salaires – déjà partiellement protégée des effets néfastes d'un choc pétrolier par l'application de l'indice-santé – devient moins automatique qu'il n'y paraît. Par le passé, ces mécanismes de protection ont contribué à maintenir modérée l'évolution des salaires, et par conséquent, celle de l'inflation. Pour l'avenir, il est de la plus haute importance d'éviter que l'accélération actuelle de l'inflation ne se perpétue en étant alimentée par des effets de second tour dans la formation tant des salaires que des prix. Personne ne tirerait profit d'un tel processus déclenchant une spirale inflationniste néfaste qui, toutes autres choses restant égales, détériorerait tour à tour les marges bénéficiaires des entreprises et le revenu réel des travailleurs. Une telle variabilité dans l'évolution respective des marges bénéficiaires des entreprises et du revenu réel des travailleurs est inefficace et, partant, nuisible pour l'activité économique; c'est précisément l'une des raisons pour lesquelles la politique monétaire accorde autant d'importance à la sauvegarde de la stabilité des prix. Dans une petite économie ouverte faisant partie d'une union monétaire, une telle spirale peut par ailleurs conduire à une perte de compétitivité vis-à-vis de l'étranger et peser ainsi encore davantage sur l'activité économique et sur l'emploi.

Conclusion

Le présent article a examiné l'accélération récente de l'inflation enregistrée en Belgique et s'est penché, dans ce contexte, sur deux questions relatives au rôle qu'a joué le mécanisme d'indexation, à savoir la mesure dans laquelle il est responsable du processus inflationniste en cours et

s'il entretiendra celui-ci par le déclenchement d'une spirale prix-salaires.

S'agissant de la première question, l'analyse présentée ci-dessus permet de formuler une réponse claire: ni l'accélération de l'inflation ni l'écart positif avec la zone euro ne peuvent jusqu'à présent être imputés au mécanisme d'indexation appliqué en Belgique. L'accélération de l'inflation s'explique en effet intégralement par les fortes poussées des prix des biens énergétiques et des produits alimentaires transformés, alors que pour trois quarts des produits composant le panier de consommation, en particulier les biens non énergétiques et les services, aucune accélération de l'inflation n'a, pour l'heure, été constatée. Qui plus est, c'est précisément pour cette dernière catégorie de produits que l'importance des coûts salariaux en tant que déterminant de l'inflation est la plus élevée. La présente étude a démontré que l'évolution des prix des produits alimentaires transformés et des biens énergétiques avait été largement influencée par les nets renchérissements des matières premières sur le marché mondial. C'est surtout dans le cas des biens énergétiques que leurs répercussions ont été plus prononcées en Belgique que dans la zone euro. Des études antérieures avaient déjà démontré que les fluctuations du cours du pétrole brut exerçaient une incidence à court terme plus importante sur l'IPCH belge en raison de la pondération plus élevée des produits pétroliers et des accises plus faibles auxquelles ils sont soumis. En outre, depuis le début de 2007,

la transmission des variations des prix des matières premières énergétiques aux prix à la consommation du gaz et de l'électricité enregistrés dans l'IPCH s'est vivement accélérée en Belgique. De plus, ces derniers produits ont encore nettement renchéri au début de 2008 en raison de l'augmentation sensible des tarifs de transport et de distribution.

Quant à la seconde question, il est apparu que, dans les circonstances actuelles et en dépit d'une incidence modératrice indéniable, l'application de l'indice-santé n'a pu empêcher une accélération des hausses des salaires découlant de l'indexation au premier trimestre de 2008. La loi de 1996 relative à la promotion de l'emploi et à la sauvegarde préventive de la compétitivité intègre toutefois les pratiques d'indexation en Belgique dans un cadre plus large régissant l'évolution des salaires dans le secteur privé. Plus particulièrement, le cycle de négociations salariales portant sur 2009 et 2010 prévu en automne offre aux partenaires sociaux la possibilité de tenir compte de l'indexation lorsqu'ils déterminent les augmentations salariales et de poursuivre ainsi la tendance amorcée ces dernières années, qui consiste à concilier l'indexation avec une évolution salariale responsable. Ces conditions offrent la possibilité d'éviter une spirale prix-salaires, de contribuer à la préservation de la compétitivité et de l'emploi et de faire en sorte que l'inflation belge ne continue pas durablement de s'écarter à la hausse de celle de la zone euro.

Mouvements bruts de l'emploi et activités internationales des entreprises

Ch. Piette
M. Pisu^(*)

Introduction

En raison du degré d'ouverture élevé de l'économie, il est généralement admis que l'évolution de l'emploi en Belgique est largement affectée par les échanges commerciaux et par les décisions stratégiques des entreprises multinationales qui y sont établies. Cette question se pose actuellement avec davantage d'acuité, dans un contexte marqué par une implication accrue de pays à bas coûts salariaux sur les marchés internationaux, et par l'attrait qu'ils exercent sur les investisseurs étrangers.

Le présent article résume les résultats d'une étude empirique menée sur ce sujet. La principale originalité de celle-ci réside dans le fait qu'elle a été réalisée au moyen d'une base de données microéconomiques, qui regroupe des informations portant individuellement sur les entreprises non financières établies sur le territoire belge. Elle comprend diverses données extraites de comptes annuels déposés à la Centrale des bilans et d'autres informations, également collectées par la Banque nationale de Belgique, relatives au commerce international de biens et aux investissements directs étrangers (IDE).

Un avantage lié à l'utilisation de données microéconomiques est qu'elles permettent de tenir compte de l'hétérogénéité des entreprises. Même au sein de secteurs délimités d'une manière très fine, d'importantes disparités entre les entreprises peuvent en effet être mises au jour. En particulier, de telles données permettent d'analyser l'évolution de l'emploi en opérant une distinction entre les gains d'emplois attribuables à certaines entreprises et, simultanément, les pertes imputables à d'autres.

Ces variations brutes de l'emploi, qui tendent à être largement plus élevées que les variations nettes, ne peuvent pas être appréhendées par les statistiques agrégées, telles celles issues des comptes nationaux. Leur prise en compte revêt une certaine importance, dans la mesure où elles sont caractéristiques du redéploiement de la main-d'œuvre entre les entreprises dans le cadre des mutations de l'activité économique. Outre l'impact du commerce international et des IDE sur le niveau de l'emploi dans les entreprises belges, cette étude s'attache à évaluer leur rôle dans ce processus.

L'article est structuré comme suit. La 1^{ère} section fournit une brève description de la base de données utilisée, ainsi qu'un aperçu de la population d'entreprises qu'elle couvre. La 2^e section vise à rendre compte de l'importance des activités internationales au sein de cette population, tant en matière de commerce extérieur qu'en matière d'investissements directs. L'impact de ces activités sur l'évolution de l'emploi est évalué dans un premier temps au moyen de statistiques descriptives dans la section 3. La robustesse de ces résultats est ensuite vérifiée sur la base d'une analyse économétrique dans la section 4. Les principaux enseignements de l'étude sont synthétisés dans la conclusion.

^(*) Les auteurs remercient Luc Dresse pour ses précieux conseils. Ils tiennent également à remercier Roger De Boeck, Jean-Marc Troch, Jean-Marie Van den Berghe et George Van Gastel, ainsi que les services Analyse Microéconomique et Statistiques Extérieures de la Banque nationale de Belgique pour l'aide inestimable qu'ils leur ont apportée lors de la mise au point de la base de données utilisée pour cette étude.

1. Description des données

La base de données utilisée pour cette étude a été constituée au départ de trois sources d'informations rassemblées par la Banque dans le cadre de ses missions statistiques et d'intérêt général, et traitées dans le respect de leur caractère confidentiel. Ces trois sources sont :

- les comptes annuels déposés à la Centrale des bilans par les entreprises de droit belge, desquels sont extraites les données relatives au nombre de salariés exprimé en équivalents temps plein (ETP), à la productivité et à la rentabilité ;
- les résultats de l'enquête sur les investissements directs. Conduite chaque année depuis 1997 par la Banque, celle-ci recense les sociétés détenant au minimum 10 p.c. du capital d'une entreprise non résidente ou détenues à hauteur du même pourcentage par une entreprise étrangère. Elle permet ainsi de distinguer les établissements en Belgique d'entreprises étrangères et les multinationales belges – c'est-à-dire les entreprises qui possèdent des participations dans des sociétés étrangères sans être elles-mêmes détenues par un actionnaire étranger – des entreprises n'ayant aucun lien d'investissement significatif avec des non-résidents ;
- les données du commerce extérieur, que la Banque collecte depuis janvier 1995 pour le compte de l'Institut des Comptes Nationaux. Couvrant les échanges de biens entre la Belgique et le reste du monde, elles permettent d'identifier les entreprises impliquées dans le commerce international.

Au total, six groupes mutuellement exclusifs d'entreprises ont été constitués pour les besoins de l'analyse, à savoir les établissements d'entreprises étrangères et les multinationales belges; puis, parmi celles qui n'ont pas de relation d'IDE, les entreprises exportatrices, les entreprises importatrices, et celles à la fois exportatrices et importatrices; enfin, les entreprises dites « purement locales ». Il convient cependant de noter que les établissements d'entreprises étrangères et les multinationales belges sont, dans la plupart des cas, également exportateurs et/ou importateurs de biens.

Compte tenu de la disponibilité des données, l'analyse porte sur une période débutant en 1997, soit l'année pour laquelle l'enquête sur les investissements directs a livré ses premiers résultats, et se terminant en 2005.

Pour l'année 2005, quelque 316.360 entreprises belges ont déposé des comptes annuels auprès de la Centrale des bilans. L'analyse porte toutefois sur les entreprises qui emploient au minimum un salarié à temps plein ou à temps partiel, qui sont les seules pertinentes pour expliquer l'évolution de l'emploi salarié. Ainsi, le nombre d'entreprises prises en considération s'élève à environ 138.000.

Il importe de noter que les statistiques agrégées pouvant être établies sur la base de cette population d'entreprises ne sont pas entièrement comparables avec d'autres sources, en particulier les comptes nationaux. Alors que les données de la Centrale des bilans ne concernent que

TABEAU 1 VENTILATION PAR BRANCHE D'ACTIVITÉ DE LA POPULATION D'ENTREPRISES
(pourcentages du total, sauf mention contraire)

	Nombre d'entreprises		Emplois en ETP		<i>p.m.</i> Nombre de salariés selon les comptes nationaux ⁽¹⁾	
	1997	2005	1997	2005	1997	2005
Agriculture, pêche et extraction	1,9	2,1	0,8	0,9	1,2	1,3
Industrie manufacturière	14,6	11,4	35,0	28,5	29,9	25,1
Recyclage, infrastructures et construction	13,7	13,4	11,0	10,5	10,1	9,5
Services	69,6	73,0	53,1	60,0	58,7	64,1
Commerce de gros et de détail	33,9	31,2	20,1	21,3	19,2	20,9
Autres services	35,6	41,9	33,0	38,8	39,5	43,2
Total	100	100	100	100	100	100
<i>p.m.</i> Nombre total (en milliers)	109	138	1.655	1.848	2.094	2.283

Sources : ICN, BNB (Centrale des bilans).

(1) L'emploi salarié dans les administrations publiques, les services non marchands et les institutions financières a été exclu de manière à obtenir une couverture sectorielle analogue à celle des données de la Centrale des bilans.

les entreprises non financières, les comptes nationaux portent également sur les entreprises financières, ainsi que sur les services non marchands et les administrations publiques. Par ailleurs, les données des comptes nationaux relatives à l'emploi salarié sont établies sur la base des données de la sécurité sociale. Enfin, les statistiques des comptes nationaux ne sont pas exprimées en termes de nombre d'emplois en équivalents temps plein, à l'inverse des chiffres relatifs à l'emploi dont il a été fait usage dans cet article.

En dépit de ces différences méthodologiques, l'agrégation des données microéconomiques présente des similitudes avec les statistiques des comptes nationaux, qui se reflètent notamment dans la répartition sectorielle de l'emploi. D'après les deux sources, les activités de services représentent la majorité de l'emploi salarié en Belgique. En 2005, elles représentaient 73 p.c. du nombre d'entreprises et 60 p.c. des salariés en ETP selon les données microéconomiques, contre 64,1 p.c. du nombre de salariés suivant les comptes nationaux. En termes d'emploi salarié, l'importance des entreprises de commerce est en outre non négligeable. Pour leur part, les entreprises industrielles correspondent à 11,4 p.c. du nombre total d'entreprises. Avec une contribution de 28,5 p.c. de l'emploi salarié en ETP selon les données microéconomiques, et de 25,1 p.c. selon les comptes nationaux, elles sont toutefois en moyenne de plus grande taille que les entreprises de services.

En outre, comme pour les comptes nationaux, la comparaison des chiffres de 2005 avec ceux de 1997 met en exergue la réduction de l'emploi dans l'industrie manufacturière, d'une part, et l'importance croissante des activités de services, d'autre part. De fait, la part de l'industrie dans le total du nombre de salariés du secteur marchand a reculé de 6,5 points de pourcentage suivant les données microéconomiques et de 4,8 points selon les comptes nationaux. Sur la base de ces similitudes, il apparaît que des données microéconomiques, comme celles employées ici, peuvent fournir des éléments d'explication à des phénomènes observables au niveau macroéconomique et ce, même si leur couverture n'est pas entièrement identique à celle des statistiques les plus couramment utilisées.

Trois branches d'activité principale sont considérées dans la présente étude, en raison de leur implication significative dans le commerce international et/ou dans les relations d'IDE.

Les entreprises de l'industrie manufacturière et celles du commerce réalisent ensemble quelque 90 p.c. des exportations et des importations de marchandises. L'industrie domine du côté des exportations, avec une part de 67 p.c. contre 25,3 p.c. pour le commerce. S'agissant des importations, la répartition entre les deux branches d'activité est plus équilibrée, avec une part de 45,8 p.c. pour l'industrie manufacturière et de 42,8 p.c. pour le commerce, en raison du rôle des entreprises de cette dernière branche dans l'acheminement de biens produits à l'étranger et destinés à satisfaire la demande en Belgique.

TABLEAU 2 VENTILATION PAR BRANCHE D'ACTIVITÉ DU COMMERCE EXTÉRIEUR DE BIENS ET DES INVESTISSEMENTS DIRECTS ÉTRANGERS

(données pour 2005 ; pourcentages du total)

	Commerce extérieur		Encours des investissements directs étrangers ⁽¹⁾	
	Exportations	Importations	de la Belgique	en Belgique
Agriculture, pêche et extraction	0,5	0,2	1,2	2,2
Industrie manufacturière	67,0	45,8	24,7	19,2
Recyclage, infrastructures et construction	4,9	8,4	2,7	2,9
Services	27,6	45,5	71,3	75,6
Commerce de gros et de détail	25,3	42,8	5,3	8,2
Autres services	2,3	2,8	66,1	67,4
dont: centres de coordination	0,0	0,0	33,1	28,7
Total	100	100	100	100

Source : BNB.

(1) Hors ceux attribuables aux établissements de crédit ; y compris les capitaux propres détenus via des liens d'appartenance indirects et les prêts interentreprises.

L'implication des autres entreprises de services dans le commerce international de biens (importations de biens d'équipement, etc.) est marginale. Par ailleurs, il n'existe pas de données microéconomiques concernant le commerce international de services. Toutefois, ce dernier demeure limité au regard du commerce international de biens: selon les statistiques de la balance des paiements, il représentait 17 p.c. des flux commerciaux entre la Belgique et le reste du monde au cours de la période 1997-2005. En revanche, les activités de services autres que le commerce, notamment les centres de coordination, sont à l'origine de la majeure partie des encours des entrées et des sorties d'IDE de la Belgique. C'est pourquoi elles sont prises en considération dans la présente étude.

Les trois branches d'activité – industrie manufacturière, commerce et autres services – seront en outre traitées de manière distincte, les interactions entre le commerce international, les IDE et l'emploi étant déterminées par des facteurs spécifiques à chacun d'entre eux. En particulier, alors que la branche du commerce se limite le plus souvent à un rôle d'intermédiaire entre les producteurs et les consommateurs, les entreprises industrielles ont la possibilité de sous-traiter une partie de leur production à l'étranger ce qui peut avoir des répercussions plus importantes en termes d'emploi dans le pays d'origine. La décision de disposer de filiales à l'étranger est principalement motivée par la volonté de desservir des nouveaux marchés dans le cas du commerce. Pour les entreprises industrielles et certaines entreprises de services, elle peut également résulter de la recherche de meilleures conditions de production, en délocalisant une partie de leur chaîne de valeur ajoutée.

2. Les entreprises actives sur les marchés internationaux

2.1 Concentration des activités internationales

Les statistiques agrégées établies sur la base des données microéconomiques permettent d'opérer une distinction entre les entreprises purement locales, les entreprises exportatrices et/ou importatrices, les multinationales belges et les établissements d'entreprises étrangères. Il en ressort qu'un nombre relativement restreint d'entreprises exercent l'une ou l'autre forme d'activité internationale via le commerce ou les investissements directs. Toutefois, ces entreprises présentent une taille importante en termes d'emploi.

Les entreprises purement locales représentent un peu plus de 80 p.c. de la population. Néanmoins, cette proportion varie sensiblement d'un secteur à l'autre. Dans l'industrie et le commerce, les entreprises orientées uniquement vers les marchés locaux correspondent à respectivement 58,7 et 65,4 p.c. du total. En revanche, elles dominent largement – à hauteur de 92,8 p.c. – les autres activités de services, notamment en raison de l'importance des services aux personnes (Horeca, etc.) et aux entreprises.

Les chiffres relatifs à l'industrie manufacturière reflètent en outre la fragmentation internationale de la chaîne de production. Les entreprises qui réalisent à la fois des exportations et des importations représentent 21,2 p.c. du nombre total des entreprises industrielles, tandis que les entreprises uniquement exportatrices ou uniquement

TABLEAU 3 VENTILATION PAR CATÉGORIE D'ENTREPRISES
(données pour 2005; pourcentages du total)

	Total		Industrie manufacturière		Commerce de gros et de détail		Autres services	
	Nombre d'entreprises	Emplois en ETP	Nombre d'entreprises	Emplois en ETP	Nombre d'entreprises	Emplois en ETP	Nombre d'entreprises	Emplois en ETP
Entreprises purement locales . . .	80,3	35,9	58,7	10,8	65,4	27,0	92,8	51,5
Entreprises exportatrices	3,6	3,1	7,0	2,7	5,8	5,3	1,6	2,1
Entreprises importatrices	6,9	7,6	8,4	5,0	14,0	12,4	2,5	5,7
Entreprises exportatrices et importatrices	7,6	17,8	21,2	30,0	13,4	25,4	1,6	7,5
Multinationales belges	0,3	10,2	1,0	10,9	0,2	7,7	0,3	13,6
Entreprises étrangères	1,3	25,3	3,6	40,6	1,2	22,2	1,2	19,6
Total	100	100	100	100	100	100	100	100

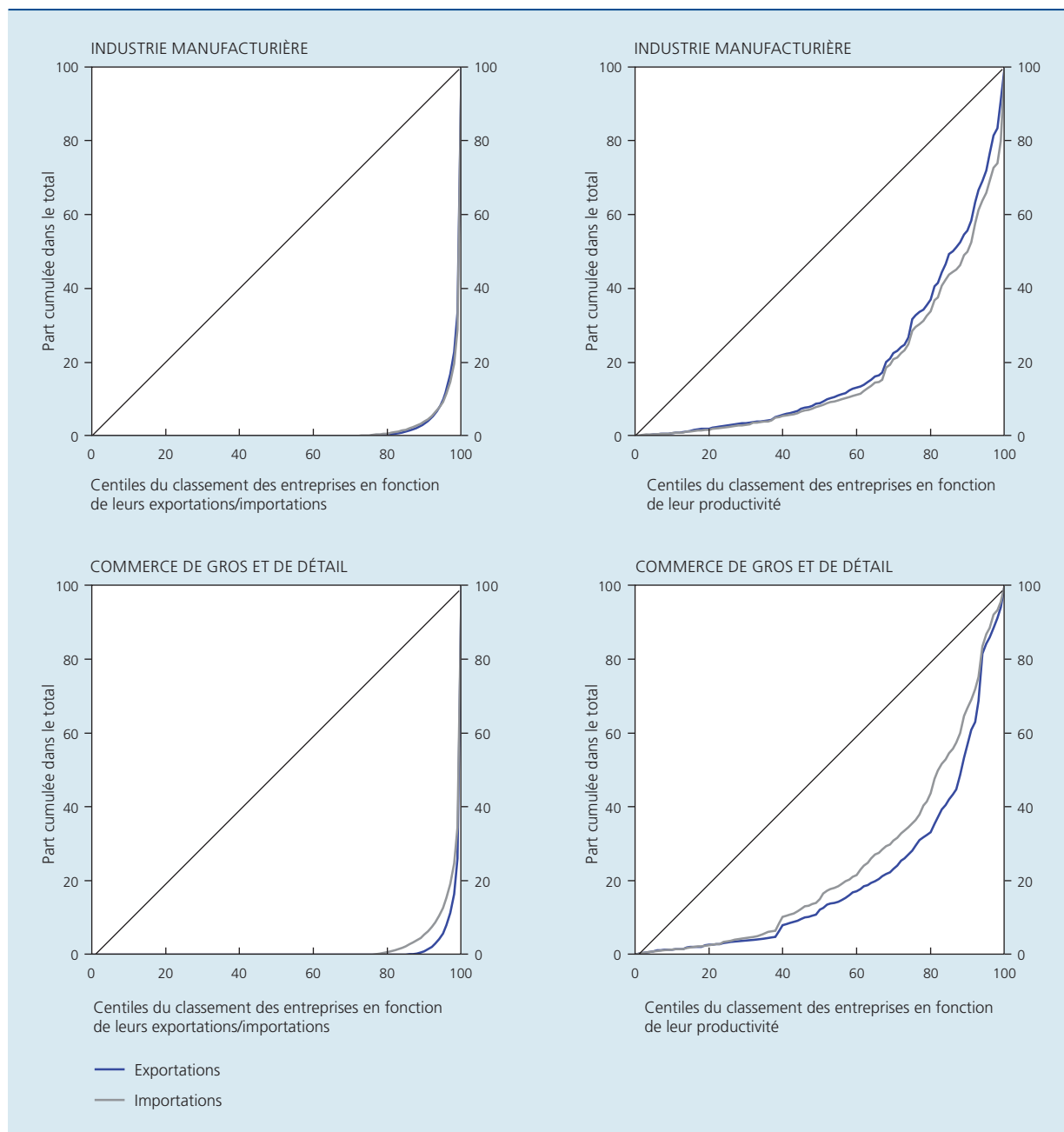
Source: BNB.

importatrices n'en représentent respectivement que 7 et 8,4 p.c. Les entreprises uniquement importatrices sont plus nombreuses dans le secteur du commerce, en raison du rôle de ces entreprises dans l'acheminement de biens de consommation destinés au marché local.

Les entreprises actives sur les marchés internationaux emploient en moyenne plus de salariés, ce qui reflète l'importance relativement plus grande qu'elles revêtent

dans l'économie belge. C'est particulièrement le cas des établissements d'entreprises étrangères qui, bien que ne totalisant que 1,3 p.c. du nombre d'entreprises, occupent 25,3 p.c. des salariés des entreprises résidentes. Leur poids est le plus élevé dans l'industrie manufacturière, où ils représentent 40,6 p.c. de l'emploi. Une grande partie de l'emploi dans le commerce et dans les autres services leur est également imputable.

GRAPHIQUE 1 CONCENTRATION DES FLUX COMMERCIAUX PARMIS LES ENTREPRISES LES PLUS PRODUCTIVES (résultats pour 2005)



Source : BNB.

Le fait que les relations commerciales et d'investissement avec l'étranger ne concernent qu'un nombre restreint d'entreprises se traduit également par un degré de concentration élevé du volume des exportations et des importations de la Belgique. La concentration des flux commerciaux des deux secteurs dans lesquels ils sont significatifs, à savoir l'industrie manufacturière et le commerce, peut être illustrée au moyen de courbes de Lorenz.

Dans les deux secteurs considérés, plus de 90 p.c. des échanges extérieurs de marchandises sont le fait de moins de 10 p.c. des entreprises. Ce sont d'ailleurs essentiellement les entreprises les plus productives qui sont actives dans ce domaine. Dans l'industrie, les entreprises situées dans le dernier décile du classement établi en fonction des niveaux de productivité ont réalisé, en 2005, 44 p.c. des exportations et 50 p.c. des importations. Un phénomène semblable est également observable dans le secteur du commerce, où la concentration des importations est toutefois moins prononcée que dans l'industrie.

2.2 Particularités des entreprises actives sur les marchés internationaux

Plusieurs études empiriques confirment que les entreprises les plus productives sont aussi les plus actives sur les marchés internationaux et la littérature théorique en explique les raisons.

Fondée sur une approche microéconomique, selon laquelle des entreprises présentant des caractéristiques hétérogènes peuvent coexister au sein d'une même branche d'activité en raison d'une concurrence imparfaite sur les marchés de biens, les modèles théoriques prédisent que seules les entreprises les plus productives sont susceptibles de faire face aux coûts liés à l'accession aux marchés étrangers⁽¹⁾. Dans le cas des exportations, ces coûts découlent notamment des études de marché, de la recherche de partenaires en vue de mettre en place un réseau de distribution, de la nécessité d'adapter les produits aux préférences locales ou de les rendre conformes aux normes de qualité étrangères, etc. Dans le cas des importations, l'existence de coûts fixes résulte par exemple de la recherche de fournisseurs étrangers. Outre ces différents coûts fixes, le commerce international de marchandises entraîne un certain nombre de coûts variables liés notamment au transport des marchandises et aux tarifs douaniers – qui peuvent être évités grâce à des investissements directs, en établissant des unités de production à proximité des marchés à desservir. En règle générale, les coûts afférents aux investissements directs sont plus élevés que ceux liés aux exportations, puisqu'ils

concernent soit la création d'une ou plusieurs filiales à l'étranger, soit l'acquisition de participations dans des sociétés existantes. Pour cette raison, les modèles théoriques prédisent que, lorsque l'opportunité de vendre une partie de leur production à l'étranger se présente, les entreprises les plus productives, qui disposent des ressources financières les plus importantes, le feront par le biais d'investissements directs et celles dont la productivité se situe à un niveau intermédiaire en exportant. Les entreprises les moins productives, quant à elles, ne resteront actives qu'à l'échelon local.

Du point de vue empirique, l'utilisation de données microéconomiques pour le Royaume-Uni, l'Irlande et l'Allemagne, notamment, a permis de montrer, sur la base de la distribution de la productivité du travail propre à chaque catégorie d'entreprises, que les multinationales sont en général plus productives que les entreprises exportatrices, celles-ci étant elles-mêmes plus productives que les entreprises purement locales⁽²⁾.

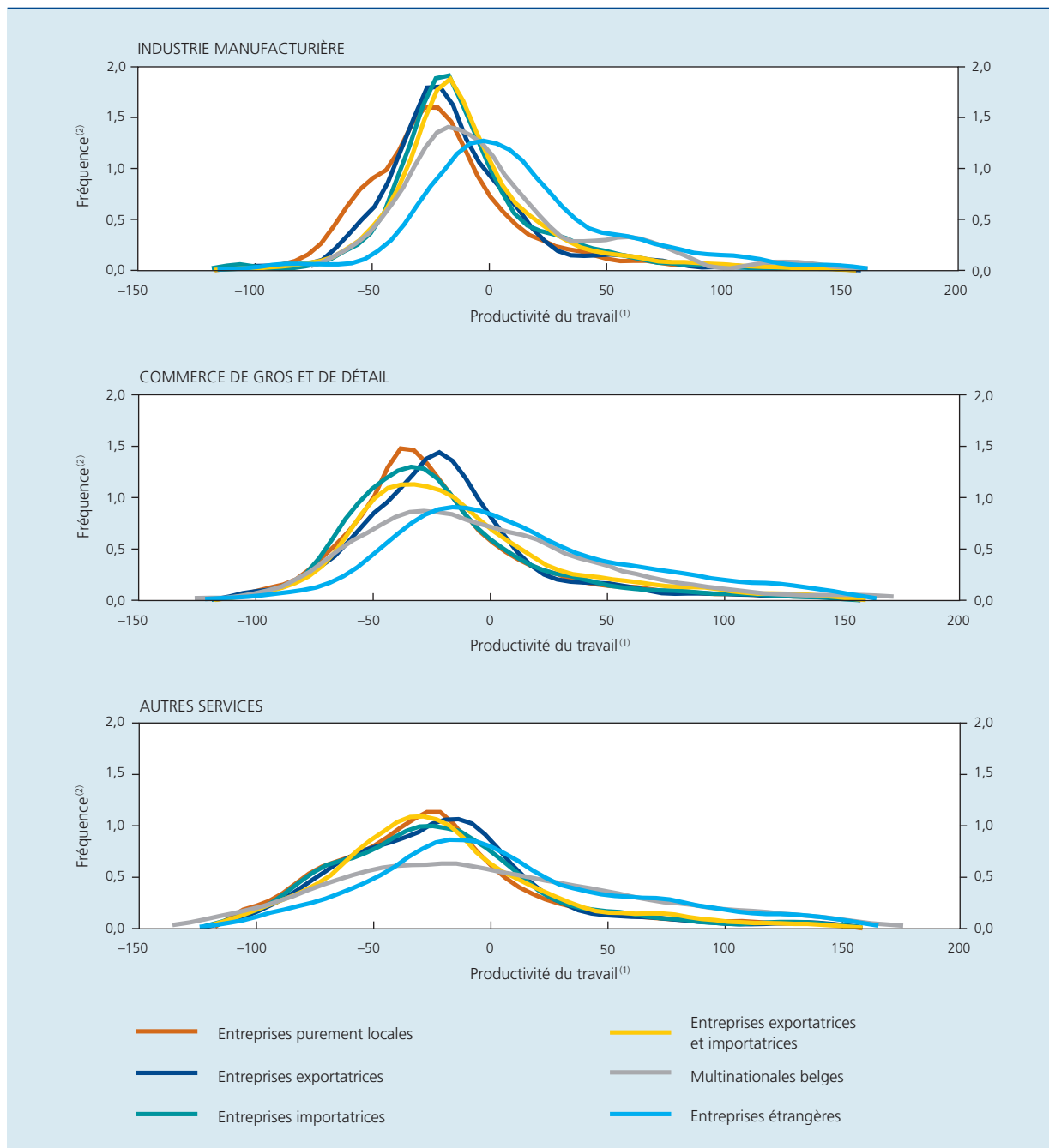
Une analyse similaire a été effectuée à partir des données disponibles pour la Belgique. À cet égard, il convient de noter que, grâce à l'utilisation des données de la Centrale des bilans, la population des entreprises couvertes est beaucoup plus large que celle des échantillons utilisés dans les études portant sur les autres pays. La distribution de la productivité du travail propre à chaque catégorie d'entreprises a été reproduite séparément pour l'industrie manufacturière, le commerce et les autres services. Une telle approche permet de tenir compte de l'hétérogénéité des entreprises appartenant à une même catégorie, le niveau de la productivité y variant en effet fortement. Du fait de cette hétérogénéité, des indicateurs plus conventionnels, comme la productivité moyenne ou médiane, seraient peu représentatifs.

Dans l'industrie manufacturière, les distributions de la productivité du travail présentent une hiérarchie assez nette. Avec des courbes de distribution déphasées vers la droite par rapport à celles des autres catégories d'entreprises, les établissements d'entreprises étrangères et les multinationales belges se caractérisent par un avantage de productivité significatif. Ils sont suivis par les entreprises à la fois exportatrices et importatrices ainsi que par les entreprises uniquement importatrices, dont les courbes de distribution se confondent. Ces dernières possèdent un avantage productif sur les entreprises uniquement exportatrices. Enfin, les entreprises purement

(1) Cf. notamment Melitz (2003), Helpman, Melitz et Yeaple (2004) ainsi que Kasahara et Laphan (2007).

(2) Cf. Girma, Kneller et Pisu (2005) pour le Royaume-Uni, Girma, Gorg et Strobl (2004) pour l'Irlande ainsi que Arnold et Hussinger (2005) pour l'Allemagne.

GRAPHIQUE 2 DISTRIBUTION DE LA PRODUCTIVITÉ DU TRAVAIL PAR CATÉGORIE D'ENTREPRISES
(résultats pour 2005)



Source : BNB.

- (1) Valeur ajoutée par équivalent temps plein, en milliers d'euros; écart entre le résultat de l'entreprise et la productivité moyenne de la branche (NACE à deux chiffres) à laquelle elle appartient. Par souci de clarté, les entreprises se situant en dessous du 5^e centile et au-dessus du 95^e ne sont pas représentées dans les distributions de la productivité.
(2) Exprimée en pourcentage.

locales apparaissent comme étant les moins productives. La productivité plus élevée des établissements d'entreprises étrangères et des multinationales belges est aussi très nette dans le secteur du commerce de gros et de détail. Il est toutefois plus difficile d'y déceler un ordre

hiérarchique clair entre les niveaux de la productivité des autres catégories d'entreprises, les courbes de distribution étant relativement proches. Un tel profil se retrouve parmi les entreprises opérant dans les autres activités de services.

De façon générale, la manière dont les niveaux de la productivité du travail des entreprises belges se démarquent les uns par rapport aux autres est cohérente avec les résultats déjà obtenus pour d'autres pays. Cette constatation concerne principalement les établissements d'entreprises étrangères et les multinationales belges, ce qui tend à confirmer que les coûts fixes liés aux investissements étrangers sont supérieurs à ceux liés au commerce extérieur. L'absence de hiérarchie claire entre les distributions de la productivité des autres catégories d'entreprises dans le commerce et dans les autres activités de services, peut quant à elle refléter des coûts fixes liés à l'implication sur les marchés internationaux moindres que ceux encourus par les entreprises industrielles, si bien que les entreprises de services moins productives peuvent plus aisément exporter et importer des biens.

3. Évolution de l'emploi entre 1997 et 2005

Le commerce international et l'investissement étranger sont souvent perçus comme des facteurs exerçant une influence considérable – et souvent négative – sur l'emploi dans les pays industrialisés. De fait, les IDE peuvent constituer une modalité de délocalisation d'activités et sont dès lors souvent associés dans les esprits à des pertes d'emplois dans ces pays. Il en va de même pour les importations, en particulier lorsque celles-ci sont liées à la sous-traitance d'une partie des activités de production dans des pays à bas coûts. Témoignant du dynamisme des entreprises, les exportations sont, en revanche, supposées être bénéfiques pour l'emploi intérieur.

L'objectif de cette section est de vérifier s'il existe effectivement des différences significatives en termes d'évolution de l'emploi entre les entreprises qui sont uniquement actives sur les marchés locaux et celles qui, à des degrés divers, sont également tournées vers les marchés internationaux.

L'analyse repose pour l'essentiel sur un examen des mouvements bruts de l'emploi: elle considère les gains et les pertes bruts d'emplois de façon séparée. Les premiers correspondent au total des emplois créés dans les entreprises ayant augmenté le nombre de leurs salariés au cours d'une période donnée, tandis que les secondes concernent les destructions d'emplois imputables aux entreprises ayant procédé à des réductions de personnel au cours de la même période. Contrairement à une approche reposant uniquement sur l'examen des variations nettes, cette méthode permet de mesurer l'ampleur des réallocations d'emplois au sein de chaque secteur et de chaque catégorie d'entreprises. De fait, il est souvent

constaté que certaines entreprises accroissent l'effectif de leur personnel au cours d'une période déterminée, tandis que d'autres, pourtant actives dans le même secteur, procèdent à des licenciements. L'importance de ce processus est toutefois susceptible de varier suivant les entreprises, certaines ayant un niveau d'emploi plus stable que d'autres.

3.1 Variations nettes, mouvements bruts et rotation des emplois

Les statistiques reprises dans le tableau 4 montrent l'importance des variations nettes de l'emploi dans l'économie belge. Dans le total des trois branches prises en considération, des créations nettes d'emplois, à hauteur en moyenne de 9.513 ETP par an, ont été observées entre 1997 et 2005. Ce résultat masque des évolutions divergentes selon les branches d'activité, d'une part, et, au sein de chacune d'entre elles, selon l'implication des entreprises dans des activités internationales, d'autre part.

Dans l'industrie manufacturière, l'emploi s'est réduit à concurrence de 7.946 ETP par an entre 1997 et 2005. Bien qu'elles ne représentent qu'environ un dixième de l'emploi du secteur, cette évolution est principalement imputable aux entreprises orientées uniquement vers le marché intérieur. Les multinationales belges et les établissements d'entreprises étrangères ont également contribué au déclin de l'emploi industriel, en réduisant leurs effectifs de respectivement 1.068 et 2.173 ETP par an. Ce déclin a toutefois été atténué par les entreprises importatrices et, de manière plus marquée, par les entreprises à la fois importatrices et exportatrices, puisque leurs effectifs se sont élargis de respectivement 656 et 2.256 ETP par an. Les variations nettes d'emplois dans les entreprises exportatrices ont pour leur part été relativement faibles.

Dans le secteur du commerce, l'emploi a crû à hauteur de 4.787 ETP par an. Toutes les catégories d'entreprises ont contribué à cette augmentation, à l'exception des entreprises purement locales, dont le nombre de salariés s'est réduit de 3.048 ETP par an. Les autres activités de services ont enregistré la hausse la plus importante de l'emploi, avec une moyenne de 12.671 ETP par an. Dans ce secteur, seules les multinationales belges ont diminué l'effectif de leur personnel. Cette évolution est toutefois principalement liée à des réductions d'emplois dans un nombre très restreint d'entreprises actives dans les transports et la communication.

Les variations nettes s'avèrent relativement modérées lorsqu'elles sont comparées aux mouvements bruts de l'emploi enregistrés au niveau des entreprises. Ceux-ci

TABLEAU 4 ÉVOLUTION NETTE DE L'EMPLOI
 (moyennes des variations annuelles entre 1997 et 2005, en ETP)

	Entreprises purement locales	Entreprises exportatrices	Entreprises importatrices	Entreprises exportatrices et importatrices	Multinationales belges	Entreprises étrangères	Total
Industrie manufacturière	-7.645	28	656	2.256	-1.068	-2.173	-7.946
Commerce de gros et de détail . .	-3.048	700	1.018	2.828	1.461	1.829	4.787
Autres services	6.152	432	1.911	2.202	-1.140	3.115	12.671
Total des trois secteurs	-4.542	1.160	3.586	7.285	-747	2.771	9.513

Source: BNB.

sont dix fois plus élevés que le résultat net, avec par an des gains de l'ordre de 113.946 ETP et des pertes de quelque 104.433 ETP. Mesurée par la somme des gains et des pertes bruts, la rotation des emplois a ainsi été de 218.378 ETP par an. Elle résulte en grande partie des réallocations d'emplois dans les services autres que ceux liés au commerce, cette branche étant, il est vrai, la principale pourvoyeuse d'emplois. Il importe par ailleurs de noter que chaque catégorie d'entreprises affiche en même temps des gains et des pertes d'emplois, même si les gains sont supérieurs aux pertes pour certaines et inférieurs pour d'autres. Dans chaque secteur, la majorité de la rotation des emplois peut être imputée aux entreprises purement locales (cf. infra).

Un examen détaillé des gains et des pertes permet en outre d'apprécier l'impact exercé par les ouvertures et les fermetures d'entreprises sur l'évolution de l'emploi. Entre 1997 et 2005, l'apparition de nouvelles entreprises a donné lieu à la création de 17.364 ETP par an, soit 15 p.c. du total des gains bruts d'emplois. La disparition d'entreprises a quant à elle entraîné la suppression de 7.827 ETP, soit 7 p.c. du total des pertes brutes d'emplois. Ces proportions ne varient pas de manière significative en fonction des branches d'activité. La majorité des emplois créés à la suite de la constitution de nouvelles sociétés est toutefois concentrée dans les entreprises purement locales, où elles ont contribué aux gains bruts d'emplois à hauteur de 23 p.c. De fait, la plupart des nouvelles entreprises ne s'engagent pas dans des relations commerciales avec des partenaires étrangers dès le début de leurs activités.

TABLEAU 5 MOUVEMENTS BRUTS DE L'EMPLOI
 (moyennes des variations annuelles entre 1997 et 2005, en ETP)

	Gains bruts (1)	Pertes brutes (2)	Variations nettes (1) - (2)	Rotation (1) + (2)
Industrie manufacturière	27.666	35.611	-7.946	63.277
dont: démographie des entreprises ⁽¹⁾	4.675	2.516	2.159	7.191
Commerce de gros et de détail	28.487	23.700	4.787	52.187
dont: démographie des entreprises ⁽¹⁾	3.949	1.554	2.395	5.503
Autres services	57.793	45.122	12.671	102.915
dont: démographie des entreprises ⁽¹⁾	8.740	3.757	4.983	12.497
Total des trois secteurs	113.946	104.433	9.513	218.378
dont: démographie des entreprises⁽¹⁾	17.364	7.827	9.537	25.191

Source: BNB.

(1) Gains bruts d'emplois dans les entreprises nouvelles et pertes brutes d'emplois dans les entreprises ayant cessé leur activité, respectivement.

3.2 Taux de gains et de pertes d'emplois

L'impact du commerce international et des investissements directs sur l'évolution de l'emploi peut être plus facilement appréhendé en calculant des taux de gains et de pertes bruts d'emplois propres à chaque catégorie d'entreprises. La méthode mise au point par Davis et Haltiwanger (1992)⁽¹⁾ est utilisée à cette fin. Les taux annuels moyens de gains et de pertes bruts calculés à l'échelle des entreprises sur la période 1997-2005 sont représentés pour les différentes catégories d'entreprises dans le graphique 3.

D'une manière générale, les taux de gains et de pertes bruts font ressortir les mêmes tendances quant à l'évolution nette de l'emploi que celles déjà décrites précédemment. Ainsi, dans l'industrie manufacturière, les pertes brutes d'emplois sont supérieures aux gains bruts dans la plupart des catégories d'entreprises, le centre du cercle les représentant étant le plus souvent situé sous la diagonale. Les pertes nettes, qui peuvent être approximées par la différence entre les taux de pertes et les taux de gains, ont été plus prononcées dans les entreprises n'exerçant aucune forme d'activité internationale. Les gains bruts d'emplois ont en revanche été plus élevés que les pertes brutes parmi les entreprises importatrices et, dans une mesure moindre, les entreprises à la fois exportatrices et importatrices. Les données suggèrent donc que les importations de biens intermédiaires par des entreprises industrielles contribuent à leur développement et, partant, à la création de nouveaux emplois.

Dans les activités de services, presque toutes les catégories d'entreprises ont créé plus d'emplois qu'elles n'en ont supprimés. Parmi les différents types d'entreprises de commerce, seules les entreprises purement locales – qui représentent la part la plus importante de l'emploi du secteur – ont réduit le nombre de leurs salariés⁽²⁾. En d'autres termes, l'implication dans les échanges extérieurs

de marchandises et l'établissement de filiales à l'étranger favorisent également le développement de ce type d'activité.

La distinction entre les entreprises impliquées dans le commerce international et celles qui ne le sont pas est moins pertinente dans le cas des autres entreprises de services. Contrairement à ce qui est observé dans le secteur du commerce, il n'existe d'ailleurs pas de différence significative en termes d'évolution nette de l'emploi entre les premières et les secondes, les gains bruts étant le plus souvent supérieurs aux pertes brutes. La seule exception concerne les multinationales belges, qui ont globalement réduit l'effectif de leur personnel entre 1997 et 2005. Comme déjà évoqué, ces pertes d'emplois ne concernent cependant qu'un nombre restreint d'entreprises de taille importante et sont surtout concentrées dans les services de transport et de communication, les multinationales belges représentant par ailleurs une part relativement faible du total de l'emploi dans les activités de services.

En résumé, dans les secteurs concernés par le commerce international de biens, à savoir l'industrie manufacturière et les activités de distribution, les exportations et, dans une mesure plus large, les importations semblent donc aller de pair avec des évolutions plus favorables en termes d'emploi. Ce résultat reflète en partie ceux d'une étude réalisée par Coucke et Sleuwaegen (2006) sur la base de données relatives aux entreprises industrielles belges. Ces auteurs démontrent que les entreprises faisant appel à des fournisseurs étrangers augmentent leurs chances de survie. Variant suivant les secteurs, la relation entre l'évolution de l'emploi et les investissements directs apparaît plus ambiguë.

Alors que, sur les graphiques, la position des cercles par rapport à la diagonale reflète l'évolution nette de l'emploi, la distance par rapport à l'origine représente l'importance des mouvements bruts. Les différences entre les entreprises purement locales et les autres types d'entreprises sont beaucoup plus marquées à cet égard. Dans chacune des trois branches d'activité, les taux de gains et de pertes d'emplois sont largement plus élevés dans les entreprises purement locales, ce qui signifie que ces entreprises affichent un taux de rotation des emplois supérieur à celui des entreprises appartenant aux autres catégories. En outre, la rotation des emplois diminue à mesure que l'ouverture aux échanges internationaux s'élargit. Ainsi, tant dans l'industrie que dans le commerce, les entreprises qui réalisent à la fois des exportations et des importations ont des taux de rotation plus faibles que les entreprises uniquement exportatrices ou uniquement importatrices. De la même façon, les entreprises étrangères et les multinationales belges ont,

(1) Pour chaque entreprise, le taux de croissance de l'emploi est calculé au moyen de la formule: $g_{i,t} = \frac{e_{i,t} - e_{i,t-1}}{n_{i,t}}$, où $e_{i,t}$ représente le nombre de salariés employés

par l'entreprise i durant l'année t et $n_{i,t} = (e_{i,t} + e_{i,t-1})/2$. Ce mode de calcul offre l'avantage de borner les taux de croissance à 2 dans le cas des ouvertures de nouvelles entreprises et à -2 dans le cas des fermetures d'entreprises. Les taux de croissance de faible ampleur demeurent quant à eux proches de ceux obtenus avec la méthode traditionnelle. Les taux de gains et de pertes propres à un groupe d'entreprises sont calculés sur la base de moyennes pondérées, par la part de chaque entreprise dans le nombre total d'emplois, des taux de croissance individuels positifs et négatifs. Les formules utilisées pour calculer les taux moyens de gains et de pertes bruts sont respectivement:

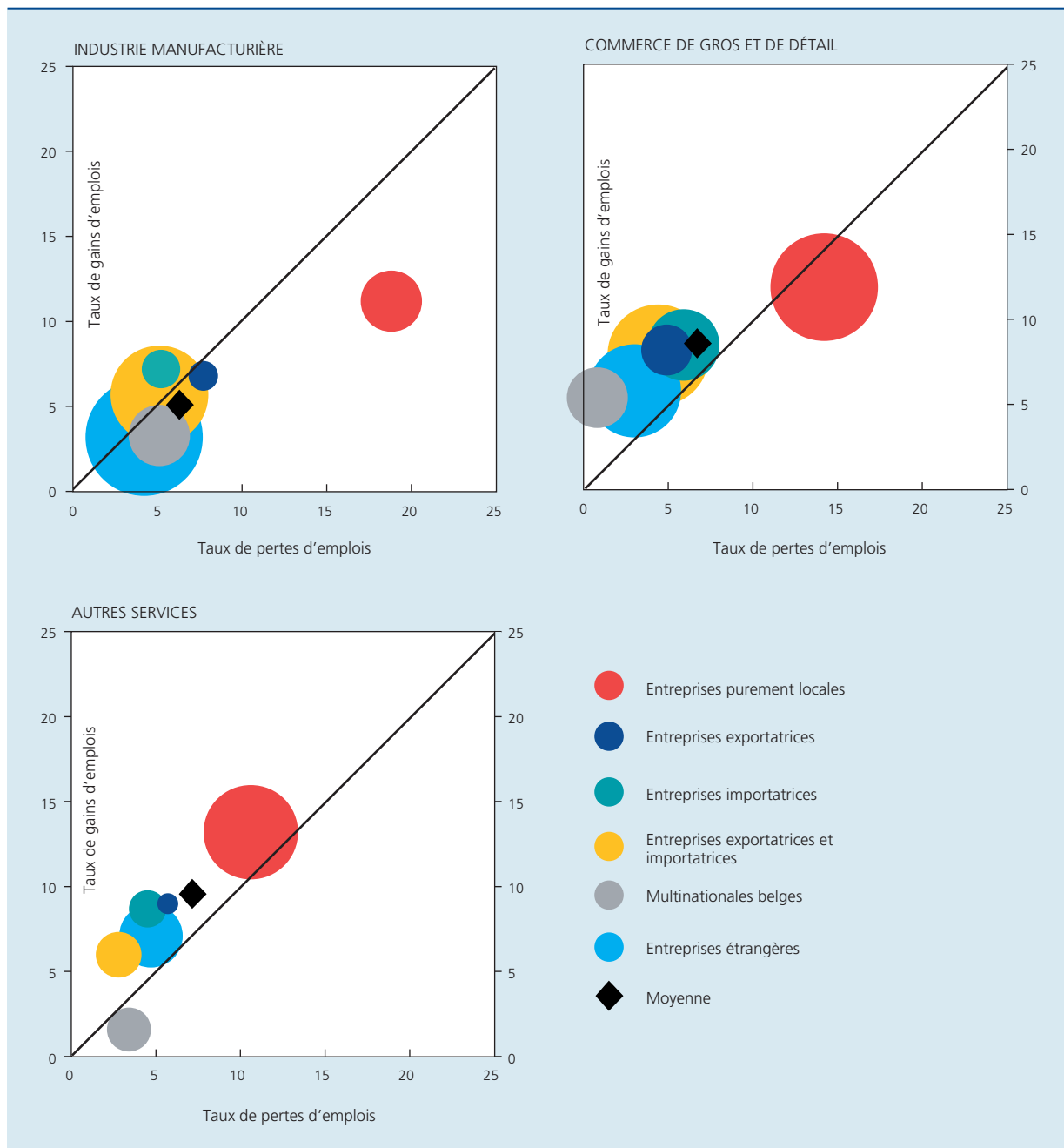
$$\text{Gains bruts}_{i,t} = \sum \frac{n_{i,t}}{N_t} g_{i,t} \quad \text{pour tout } g_{i,t} > 0$$

$$\text{Pertés brutes}_{i,t} = \sum \frac{n_{i,t}}{N_t} |g_{i,t}| \quad \text{pour tout } g_{i,t} < 0$$

où $N_t = \sum (e_{i,t} + e_{i,t-1})/2$ correspond au total des emplois dans le groupe d'entreprises en question.

(2) Il convient de noter que la réduction de l'emploi salarié dans cette catégorie d'entreprises s'est également accompagnée d'une diminution de l'emploi indépendant – qui n'est pas couvert par la base de données utilisée ici – dans le même secteur. Selon les comptes nationaux, cette baisse a été de l'ordre de 2,6 p.c. par an au cours de la période 1997-2005.

GRAPHIQUE 3 TAUX DE GAINS ET DE PERTES BRUTS D'EMPLOIS
(moyennes des pourcentages de variation annuelle entre 1997 et 2005)



Source : BNB.

Note : La taille des cercles est proportionnelle au nombre de salariés en ETP dans chaque groupe d'entreprises. Les losanges indiquent les intersections entre les taux de gains et de pertes moyens de chaque secteur, toutes catégories d'entreprises confondues. Les diagonales représentent l'ensemble des points où les taux de gains sont égaux aux taux de pertes.

en règle générale, des taux de rotation inférieurs à ceux des autres types d'entreprises.

La volatilité plus importante de l'emploi dans les entreprises orientées uniquement vers le marché belge peut induire une incertitude plus grande quant au maintien des

postes de travail occupés par les salariés. Le commerce international et, dans une mesure plus large, les relations d'investissement direct avec l'étranger tendent, quant à eux, à réduire cette incertitude. La rotation moindre des emplois dans les entreprises actives à l'échelon international suggère qu'une présence simultanée sur des marchés

différents aide à limiter le risque pour les entreprises. Dans le cas des entreprises exportatrices, cela permet de compenser une éventuelle atonie de la demande locale par une croissance des ventes plus dynamique sur des marchés étrangers. Cette notion de diversification du risque est aussi applicable aux importateurs, qui peuvent substituer des biens intermédiaires produits par un sous-traitant situé à l'étranger à ceux disponibles auprès de fournisseurs locaux pour faire face à de possibles augmentations des prix ou à une pénurie des inputs vendus par ceux-ci. Les entreprises multinationales sont celles pour lesquelles les possibilités de diversification sont les plus larges. De fait, elles sont en général présentes sur un nombre plus important de marchés que les entreprises exportatrices ne disposant pas de filiales en dehors de leur pays d'origine.

4. Analyse économétrique

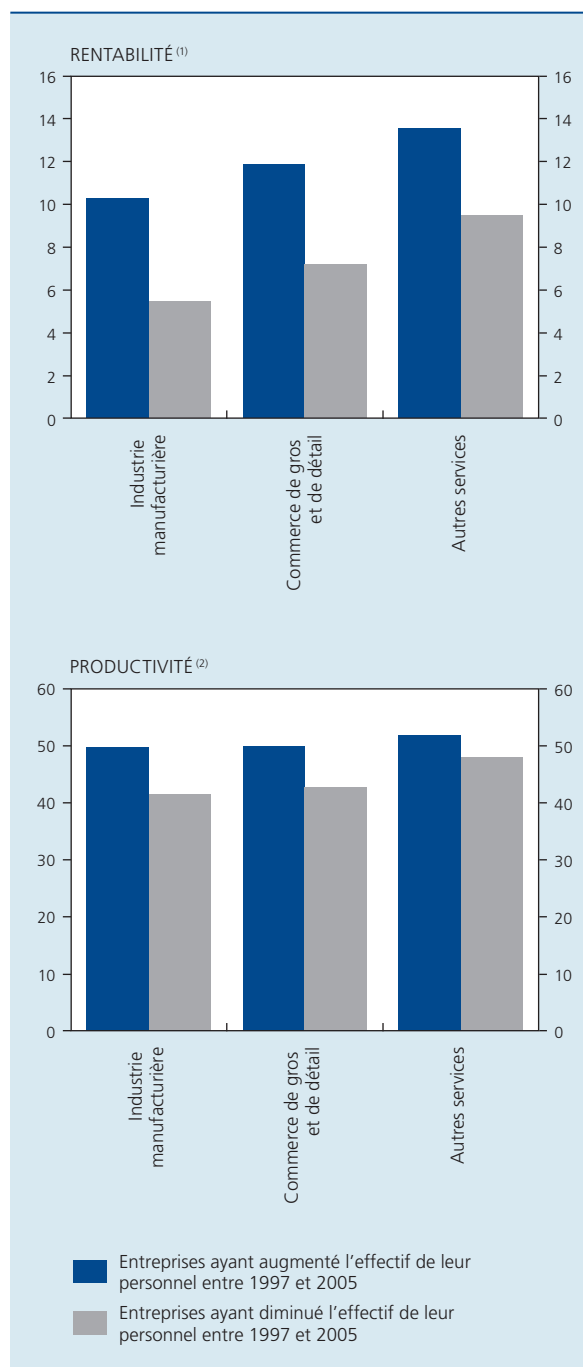
Les résultats de l'analyse descriptive présentée dans la section précédente ont mis en exergue des évolutions en matière d'emploi qui diffèrent en fonction du degré d'internationalisation des entreprises. Il va cependant de soi que les gains et les pertes d'emplois peuvent être affectés par d'autres facteurs que le commerce extérieur et les IDE.

Ces facteurs peuvent notamment être liés à l'environnement économique, lequel dépend par exemple de la situation conjoncturelle et de la branche dans laquelle l'entreprise exerce son activité, certaines branches présentant des perspectives de développement plus favorables que d'autres. La manière dont une entreprise fait évoluer l'effectif de son personnel est aussi largement dépendante de ses caractéristiques propres, telles que son niveau de rentabilité. Ainsi, les entreprises les plus rentables sont davantage susceptibles de dégager de nouvelles ressources financières pour se développer et créer de nouveaux postes de travail, tandis que les entreprises les moins rentables sont plus souvent amenées à réduire leurs activités, voire à y mettre fin, entraînant des pertes d'emplois. Il en va de même pour les capacités compétitives des entreprises et l'efficacité avec laquelle elles organisent leur chaîne de production, les entreprises les plus productives ayant des perspectives de rentabilité plus prometteuses.

Ces assertions sont confirmées par les données. En effet, les entreprises ayant augmenté le nombre de leurs employés entre 1997 et 2005 ont généralement des niveaux de rentabilité et de productivité supérieurs à ceux des entreprises qui ont réduit le nombre de leurs salariés au cours de la même période. Le lien est cependant plus prononcé en ce qui concerne la rentabilité.

GRAPHIQUE 4 LIEN ENTRE ÉVOLUTION DE L'EMPLOI, RENTABILITÉ ET PRODUCTIVITÉ

(valeurs médianes)



Source : BNB.

(1) Mesurée sur la base du rapport entre les bénéfices de l'exercice après impôts et les fonds propres.

(2) Mesurée sur la base de la valeur ajoutée par employé en équivalent temps plein et exprimée en milliers d'euros.

Une autre caractéristique pouvant être associée à des évolutions différenciées de l'emploi entre plusieurs entreprises est leur taille, celle-ci étant le reflet de leur stade de développement. En règle générale, les entreprises de taille

importante sont souvent plus anciennes et mieux ancrées sur leurs marchés que celles qui débutent leurs activités. Elles affichent dès lors des perspectives de croissance moins incertaines, ce qui leur permet d'offrir une plus grande stabilité d'emploi à leurs salariés. Les entreprises qui débutent leurs activités ont, quant à elles, tendance à accroître plus rapidement le nombre de leurs employés durant les premières années de leur existence, si elles parviennent à s'imposer sur un marché. En revanche, elles détruisent proportionnellement plus de postes de travail en cas d'échec.

En contrôlant les effets exercés par ces différents facteurs, l'analyse économétrique permet d'obtenir une évaluation plus fiable de l'impact du commerce extérieur et des IDE sur l'évolution de l'emploi. L'approche suivie ici consiste à estimer par la méthode des moindres carrés ordinaires une série d'équations liant l'évolution de l'emploi dans chaque entreprise à son degré d'implication sur les marchés internationaux, ainsi qu'aux autres facteurs évoqués plus haut. L'équation du taux de croissance de l'emploi dans une entreprise individuelle, désignée par l'indice « *i* », est donc spécifiée comme suit :

$$g_{i,t} = \alpha + \beta \text{type}_{i,t} + \gamma \text{taille}_{i,t} + \delta \text{rentabilité}_{i,t} + \eta \text{productivité}_{i,t} + \theta \text{branche}_i + t + \varepsilon_{i,t}$$

où $g_{i,t}$ représente le taux de croissance de l'emploi dans l'entreprise au cours de l'année t , calculé au moyen de la méthode de Davis et Haltiwanger.

Les résultats pour les différentes catégories d'entreprises reprises sous la variable « type », à savoir les entreprises exportatrices, les entreprises importatrices, celles qui sont à la fois exportatrices et importatrices, les multinationales belges et les établissements d'entreprises étrangères sont exprimés en différence de taux de croissance par rapport à la catégorie des entreprises purement locales, qui fait office de référence.

En ce qui concerne les autres variables explicatives, la variable « taille » est mesurée sur la base du nombre d'emplois, la rentabilité au moyen du ratio entre les bénéfices de l'exercice après impôts et les fonds propres. La productivité est, quant à elle, définie comme la valeur ajoutée par travailleur. Enfin, la variable « branche », qui constitue un ensemble de variables binaires pour chaque branche d'activité de la nomenclature NACE à quatre chiffres, et la variable temporelle « t », ont été incluses parmi les variables explicatives afin de contrôler les effets sectoriel et conjoncturel.

Cette équation a été estimée tant pour les taux de croissance nette de l'emploi que pour les taux de gains et de pertes bruts. L'objectif poursuivi est de permettre une meilleure identification des canaux par lesquels le commerce international et les IDE influent sur l'évolution de l'emploi. Les résultats des estimations, réalisées pour chacun des trois secteurs pris en considération, sont présentés dans le tableau 6. Afin de s'assurer de leur robustesse, les mêmes estimations ont été menées sur la base d'un échantillon excluant les ouvertures et les fermetures d'entreprises.

D'une manière générale, les résultats économétriques confirment ceux de l'analyse descriptive. Après contrôle des effets exercés par les autres facteurs, les entreprises actives sur les marchés étrangers affichent dans la plupart des cas une croissance nette de l'emploi significativement supérieure à celle des entreprises purement locales. En d'autres termes, la participation d'une entreprise aux échanges extérieurs de biens et/ou à des relations d'investissement direct va effectivement le plus souvent de pair avec une progression plus importante du nombre de ses employés.

En tenant compte des ouvertures et des fermetures d'entreprises, les résultats obtenus pour l'industrie manufacturière indiquent une croissance de l'emploi plus forte parmi les firmes importatrices, avec un taux de variation annuelle du nombre de salariés supérieur de 5,9 points de pourcentage à celui des entreprises purement locales. Cette différence est également très importante dans les entreprises qui sont à la fois exportatrices et importatrices, dont le surcroît de croissance de l'emploi s'élève à 5,2 points de pourcentage. Elle est moindre dans les entreprises uniquement exportatrices, dont la croissance de l'emploi n'est supérieure à celle des entreprises purement locales qu'à hauteur de 1,9 point de pourcentage. Par ailleurs, le fait qu'une entreprise industrielle détienne des filiales à l'étranger ou qu'elle soit elle-même détenue, en partie ou en totalité, par une entreprise étrangère est également associé à une progression plus forte de l'emploi. Cela signifie notamment que la mise en place de filiales à l'étranger par des entreprises industrielles belges ne nuit en général pas au maintien de postes de travail en Belgique mais, au contraire, tend à y accélérer le développement de leurs activités.

Le surcroît de croissance de l'emploi lié au commerce international et aux IDE est moins élevé dans les activités de services que dans l'industrie, mais reste toujours plus important dans les entreprises importatrices, qu'elles soient également exportatrices ou non. Dans le cas du secteur du commerce, il est non significatif pour les multinationales belges et les établissements d'entreprises

TABEAU 6 IMPACT DES ACTIVITÉS INTERNATIONALES SUR LES GAINS ET LES PERTES D'EMPLOIS

(estimations par la méthode des moindres carrés ordinaires sur la période 1998-2005; coefficients exprimés en points de pourcentage)

	Résultats incluant les ouvertures et les fermetures d'entreprises			Résultats excluant les ouvertures et les fermetures d'entreprises		
	Taux de gains nets d'emplois	Taux de gains bruts d'emplois	Taux de pertes brutes d'emplois	Taux de gains nets d'emplois	Taux de gains bruts d'emplois	Taux de pertes brutes d'emplois
Industrie manufacturière						
Entreprises exportatrices	1,9	-6,9	-14,0	6,7	-0,8	-15,7
Entreprises importatrices	5,9	-5,2	-17,5	9,9	-	-18,8
Entreprises exportatrices et importatrices	5,2	-6,8	-19,6	9,7	-0,8	-21,4
Multinationales belges	4,2	-10,0	-23,0	8,2	-4,1	-23,4
Entreprises étrangères	2,6	-12,4	-23,8	7,5	-5,0	-24,6
Commerce de gros et de détail						
Entreprises exportatrices	1,7	-7,4	-13,5	7,0	-0,9	-15,4
Entreprises importatrices	3,1	-6,6	-16,4	8,3	-	-17,8
Entreprises exportatrices et importatrices	2,4	-7,5	-16,9	8,4	-	-19,6
Multinationales belges	-	-10,1	-16,6	3,7	-4,0	-18,1
Entreprises étrangères	-	-10,2	-19,0	4,9	-2,8	-19,9
Autres services						
Entreprises exportatrices	-	-7,0	-11,5	5,3	-	-12,3
Entreprises importatrices	2,5	-4,8	-10,2	7,2	1,4	-11,4
Entreprises exportatrices et importatrices	1,6	-6,5	-11,7	7,4	1,0	-13,2
Multinationales belges	-4,7	-11,4	-12,2	-	-2,9	-9,4
Entreprises étrangères	-5,4	-10,0	-9,5	-1,2	-4,0	-9,6

Notes: Les chiffres mentionnés dans ce tableau s'interprètent en termes de différence par rapport aux entreprises purement locales. Les tirets correspondent aux coefficients dont la valeur n'est pas significativement différente de zéro à un niveau de 5 p.c., c'est-à-dire les cas où l'impact sur l'emploi du type d'activité internationale concerné n'est pas significativement différent de celui d'une activité purement locale. Par souci de concision, les coefficients relatifs à la taille des entreprises, à la rentabilité et à la productivité, ainsi que ceux liés aux effets propres à chaque branche d'activité et aux effets temporels ne sont pas repris.

étrangères, c'est-à-dire que ceux-ci augmentent leur effectif au même rythme que les entreprises purement locales. Dans les autres activités de services, ils le font même à un rythme inférieur.

Les estimations des équations distinctes pour les gains et les pertes bruts d'emplois confirment, eux aussi, l'un des constats de l'analyse descriptive, à savoir que les entreprises actives sur les marchés internationaux se caractérisent par une volatilité de l'emploi inférieure à celle des entreprises purement locales et ce tant dans l'industrie manufacturière que dans les services. De fait, les coefficients attachés aux différents types d'entreprises indiquent que celles ayant des liens commerciaux ou d'investissement direct avec l'étranger ont, en moyenne, des taux de gains et de pertes d'emplois beaucoup moins élevés que les entreprises purement locales, indépendamment de l'effet

de taille. Dans l'industrie manufacturière et le commerce, cet effet est plus marqué pour les multinationales belges et les établissements d'entreprises étrangères, où les rotations des emplois sont par conséquent plus faibles. Les résultats économétriques montrent aussi que l'incidence positive du commerce extérieur et des IDE sur l'évolution de l'emploi s'exerce davantage au travers d'une réduction des pertes d'emplois, leur effet étant plus sensible sur les pertes brutes d'emplois, qu'au travers d'une augmentation des gains.

Les résultats diffèrent quelque peu s'il est fait abstraction des ouvertures et des fermetures d'entreprises. Par rapport à ceux obtenus sur la base de l'échantillon les incorporant, les différences les plus frappantes concernent les coefficients des équations relatives aux taux de gains nets et bruts d'emplois, qui sont plus élevés. En effet, la

catégorie des entreprises purement locales concentrant une grande partie des entreprises nouvellement créées, l'exclusion des mouvements dus à la démographie des entreprises a principalement pour résultat de réduire les taux de rotation des emplois pour cette catégorie. En corollaire, par rapport à cette référence, les résultats des autres catégories d'entreprises sont rehaussés.

En dépit de ces différences, les conclusions concernant les effets du commerce extérieur et des IDE sur l'évolution de l'emploi dans les entreprises restent identiques. Les constats d'une croissance de l'emploi plus élevée et d'une rotation des emplois plus faible dans les entreprises actives sur le plan international peuvent donc être considérés comme robustes.

Conclusion

Traditionnellement, le rôle des échanges extérieurs dans le fonctionnement de l'économie est examiné selon une approche macroéconomique. Elle porte notamment sur la position globale de l'économie en matière d'ouverture internationale, de compétitivité ou de performances à l'exportation. À l'instar d'autres champs de la recherche économique, il apparaît qu'une approche microéconomique permet de renforcer les fondements de cette analyse, en prenant en compte la diversité des situations individuelles des entreprises.

Les résultats présentés ici pour la Belgique confirment largement ceux disponibles pour d'autres pays. Par le croisement des données de la Centrale des bilans, du commerce extérieur et de l'enquête sur les investissements directs, ils reposent sur un échantillon très large – voire presque exhaustif – de sociétés non financières, là où d'autres études concernent plutôt les grandes entreprises de l'industrie manufacturière.

Les résultats montrent que seule une proportion relativement réduite des entreprises établies en Belgique est impliquée dans le commerce international. Une part encore plus faible d'entre elles appartient à des groupes multinationaux. Ces entreprises se distinguent cependant par un niveau de productivité plus élevé et par une taille plus grande que les entreprises orientées exclusivement sur le marché local.

Par ailleurs, même en contrôlant les effets d'autres facteurs tels que la branche d'activité, la situation conjoncturelle ou la taille de l'entreprise, il en ressort que les entreprises entretenant des liens commerciaux ou d'investissement direct avec l'étranger se démarquent par une croissance plus élevée de l'emploi. Cette différence est

plus particulièrement prononcée en ce qui concerne les entreprises importatrices, que celles-ci opèrent dans l'industrie ou dans le secteur du commerce. Les entreprises importatrices ont ainsi quelque peu atténué le déclin de l'emploi dans l'industrie belge. Cela suggère que le recours à la sous-traitance internationale permet aux entreprises d'orienter leur production vers des produits à plus haute valeur ajoutée, pour lesquels elles disposent de meilleurs avantages compétitifs. Il convient toutefois de préciser que les résultats relatifs aux gains et aux pertes d'emplois exposés dans cet article peuvent présenter des tendances qui divergent en fonction des niveaux de qualification des salariés. La sous-traitance internationale, comme l'implantation d'unités de production à l'étranger, peut en effet donner lieu à une augmentation de la demande de main-d'œuvre hautement qualifiée au détriment de celle disposant d'un niveau de qualification moins élevé.

Cette étude met également au jour une relation robuste entre les activités internationales des entreprises belges et un taux de rotation plus bas des emplois. Les entreprises multinationales et les entreprises impliquées dans le commerce extérieur affichent, en moyenne, des taux de gains et de pertes d'emplois d'une ampleur moindre que ceux des entreprises tournées uniquement vers les marchés locaux. Cette volatilité plus limitée de l'emploi peut être attribuée aux possibilités de diversification offertes aux entreprises présentes, en plus du marché intérieur, sur les marchés étrangers. Du fait de cette diversification, tant le commerce extérieur que les investissements directs permettent aux salariés de bénéficier d'emplois plus stables.

Au total, les résultats indiquent donc que les entreprises qui s'inscrivent dans la tendance à la globalisation obtiennent de meilleurs résultats que celles qui l'ignorent. Toutefois, les coûts initiaux liés à l'ouverture internationale leur imposent d'avoir au préalable atteint un niveau de productivité suffisant. Pour favoriser le développement extérieur, et partant asseoir les activités et l'emploi dans l'économie, l'action des entreprises et des pouvoirs publics devrait donc porter à la fois sur l'accroissement de la productivité et sur la réduction des barrières aux échanges extérieurs.

Bibliographie

Arnold J.M. et K. Hussinger (2005), *Export behaviour and firm productivity in German manufacturing: A firm-level analysis*, Review of World Economics, 141(2), 219-243.

Aw B.Y. et A.R. Hwang (1995), *Productivity and the export market: A firm-level analysis*, Journal of Development Economics, 47(2), 313-332.

Bernard A.B. et J. Bradford Jensen (1995), *Exporters, jobs and wages in U.S. manufacturing, 1976-87*, Brookings Papers on Economic Activity: Microeconomics, 67-119.

Coucke K. et L. Sleuwaegen (2006), *Exit in globalising industries: The role of international (out)sourcing*, Vlerick Leuven Gent Working Paper Series 2006/14.

Davis S.J. et J.C. Haltiwanger (1992), *Gross job creation, gross job destruction, and employment reallocation*, Quarterly Journal of Economics, 107(3), 819-863.

Girma S., H. Gorg et E. Strobl (2004), *Exports, international investment, and plant performance: Evidence from a non-parametric test*, Economic Letters, 83, 317-324.

Girma S., R. Kneller et M. Pisu (2005), *Export versus FDI: An empirical test*, Review of World Economics, 141(2), 193-218.

Helpman E., M. Melitz et S. Yeaple (2004), *Export versus FDI with heterogeneous firms*, American Economic Review, 94(1), 300-316.

Kasahara H. et B. Laphan (2007), *Does the use of imported intermediates increase productivity? Plant level evidence*, mimeo, The University of Western Ontario.

Melitz M.J. (2003), *The impact of trade on intra-industry reallocations and aggregate industry productivity*, Econometrica, 71(6), 1695-1725.

Pisu M. (2008), *Job creation, job destruction and firms' international trade involvement*, NBB, Working Paper, 130.

Les transactions financières des secteurs non financiers belges avec l'étranger

V. Baugnet
P. Stinglhamber
M.-D. Zachary

Introduction

La Belgique est une petite économie ouverte où, non seulement les exportations et les importations de biens et services sont importantes, mais où il en va de même des flux financiers avec l'étranger. Pourtant, les transactions financières des secteurs résidents avec le reste du monde ont été rarement abordées dans les analyses récentes. Au cours des dernières années cependant, et plus spécifiquement depuis l'introduction de l'euro, ces transactions ont modifié en profondeur la structure du patrimoine financier des secteurs institutionnels belges. Le présent article a pour objet d'examiner les actifs détenus et les engagements contractés à l'étranger par les secteurs non financiers belges et de décrire leur évolution au fil du temps. Il apporte dès lors des éléments d'information sur la façon dont ces secteurs ont participé à l'intégration financière internationale.

Dans un premier temps, la position extérieure nette de la Belgique, de même que son évolution au cours des dix dernières années, sont analysées: les effets de prix dans les développements observés sont ainsi isolés.

Dans la suite de l'article, les transactions des particuliers, des sociétés non financières et des administrations publiques belges avec le reste du monde sont détaillées. L'évolution de la part de marché du reste du monde dans les actifs et les engagements de ces secteurs est examinée, de même que les instruments et transactions sous-jacents à ces mouvements.

1. Position extérieure nette de la Belgique

1.1 Situation à la fin de 2007

Définie comme la différence entre les avoirs et les engagements des secteurs résidents vis-à-vis du reste du monde, la position extérieure nette de la Belgique est largement positive. À la fin de 2007, elle s'établissait à 147,1 milliards d'euros, grâce à la position extérieure nette des particuliers et des sociétés financières. À cette période, leurs soldes financiers respectifs vis-à-vis du reste du monde s'élevaient en effet à 146,8 et 243,9 milliards d'euros. En revanche, les sociétés non financières et les administrations publiques enregistraient à la fin de 2007 des engagements financiers nets, à hauteur de respectivement 91,3 et 152,3 milliards d'euros, vis-à-vis de l'étranger.

1.2 Évolution au cours des dix dernières années

Au cours des dix dernières années, la position extérieure nette de la Belgique s'est renforcée, passant de 84,1 milliards d'euros à la fin de 1997 à 147,1 milliards, ce qui représentait respectivement 38 et 44,4 p.c. du PIB.

À la fin de 1997, cette position était exclusivement attribuable au solde financier positif des particuliers vis-à-vis de l'étranger, qui atteignait 179,8 milliards d'euros. Les autres secteurs de l'économie présentaient pour leur part une position extérieure nette négative – de 28,5 milliards

TABEAU 1 POSITION EXTÉRIÈRE NETTE DE LA BELGIQUE: SITUATION À LA FIN DE 1997 ET À LA FIN DE 2007
(milliards d'euros, sauf mention contraire)

	Actifs		Engagements		Solde		Solde en p.c. du PIB	
	1997	2007	1997	2007	1997	2007	1997	2007
Particuliers	179,8	146,8	-	-	179,8	146,8	81,3	44,3
Sociétés non financières	101,5	444,7	130,0	536,0	-28,5	-91,3	-12,9	-27,5
Administrations publiques	1,2	3,1	61,4	155,4	-60,2	-152,3	-27,2	-45,9
Sociétés financières	304,0	1087,1	311,1	843,2	-7,1	243,9	-3,2	73,6
Total	586,5	1681,7	502,5	1534,6	84,1	147,1	38,0	44,4

Source : BNB.

pour les sociétés non financières, de 60,2 milliards pour les administrations publiques et de 7,1 milliards pour les sociétés financières.

L'évolution entre 1997 et 2007 est remarquable. Le principal changement a concerné les sociétés financières, qui, d'une position extérieure nette légèrement négative en 1997, sont passées, en l'espace de dix ans, à une

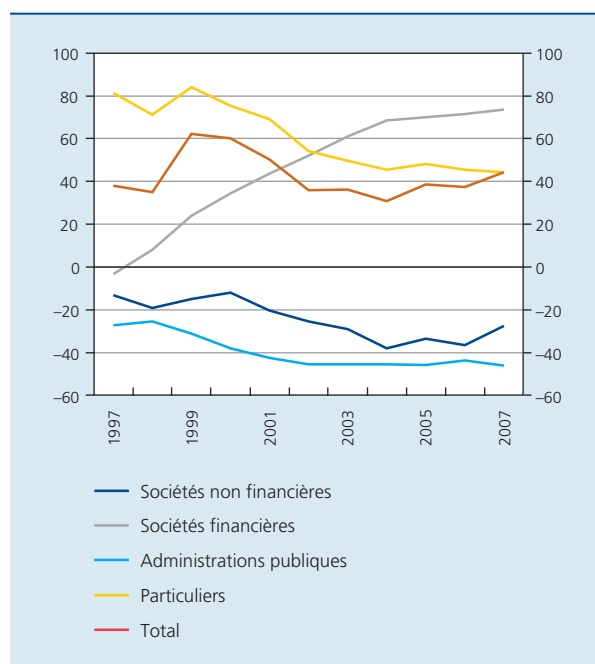
position extérieure nette largement positive. Par ailleurs, si l'on examine uniquement les établissements de crédit, il apparaît que ce changement s'est produit sur un nombre d'années plus réduit, globalement de 1999 à 2004.

Plusieurs éléments ont contribué à cette évolution. En premier lieu, l'internationalisation progressive et croissante du secteur des institutions financières y a pris une part active. En effet, au cours des dernières années, les établissements de crédit belges ont progressivement étendu leurs activités à l'étranger, en raison des possibilités limitées de croissance sur le marché domestique. Cette internationalisation s'était déjà traduite par la création dans les années 1990 de groupes binationaux avec les établissements de crédit de pays voisins, et a plus récemment conduit à des acquisitions en Europe centrale et de l'Est, ainsi qu'en Turquie. Par ailleurs, à la suite du passage à l'euro, le Trésor a accru la diversification des placements des titres publics de l'État. Les institutions financières belges ont elles aussi diversifié leur portefeuille-titres et ont remplacé des titres publics belges par des titres étrangers.

Tous ces changements expliquent que les établissements de crédit belges ont considérablement augmenté tant leurs actifs que leurs engagements financiers vis-à-vis du reste du monde. Alors que leurs actifs financiers bruts se chiffraient à 249,3 milliards d'euros à la fin de 1997, ils s'élevaient à 786,7 milliards à la fin de 2007. De même, leurs engagements financiers bruts sont passés de 284,5 milliards d'euros à la fin de 1997 à 677 milliards à la fin de 2007.

La hausse des engagements des banques à l'étranger a été moindre que celle de leurs actifs, notamment en raison d'une modification en profondeur des relations

GRAPHIQUE 1 ÉVOLUTION DE LA POSITION EXTÉRIÈRE NETTE DES SECTEURS BELGES
(pourcentages du PIB)



Source : BNB.

particulières que la Belgique entretient avec le Luxembourg et les Pays-Bas du point de vue financier au cours des dernières années. Les placements importants des résidents belges au Luxembourg et aux Pays-Bas apportaient aux banques de ces pays un afflux de francs belges, avec lesquels elles accordaient des crédits interbancaires aux banques belges⁽¹⁾. Le passage à l'euro et, surtout, la mise en œuvre de la directive européenne sur la fiscalité de l'épargne (voir section 2.1.) ont mis un frein à cette pratique, ce qui a dès lors réduit l'endettement extérieur du secteur financier belge.

Force est également de constater que les placements ainsi que les engagements vis-à-vis du reste du monde ont pris de plus en plus d'ampleur au fil du temps pour l'ensemble des différents secteurs belges, à l'exception toutefois des particuliers. Alors qu'à la fin de 1997, leur position extérieure nette représentait 81,3 p.c. du PIB, elle n'atteignait plus que 44,3 p.c. du PIB à la fin de 2007. En revanche, les engagements financiers nets des sociétés non financières vis-à-vis du reste du monde s'élevaient à la fin de 1997 à 12,9 p.c. du PIB, contre 27,5 p.c. du PIB dix ans plus tard. Les administrations publiques se sont également davantage tournées vers l'étranger: leurs engagements financiers nets atteignaient, à la fin de 1997, 27,2 p.c. du PIB, contre 45,9 p.c. à la fin de 2007. Comme on l'a indiqué plus haut, c'est pour les sociétés financières que la situation a le plus changé: alors que leurs engagements financiers nets s'élevaient à 3,2 p.c. du PIB à la fin de 1997, les sociétés financières belges détenaient, à la fin de 2007, des actifs financiers nets sur le reste du monde pour l'équivalent de 73,6 p.c. du PIB.

(1) Les banques luxembourgeoises pouvaient aussi utiliser ces fonds pour souscrire directement des certificats du Trésor belge.

(2) Les autres instruments (titres à revenu fixe, crédits) sont enregistrés au prix d'acquisition. Toutefois, ceux-ci peuvent subir des variations de prix par l'intermédiaire des fluctuations de change.

1.3 Transactions financières et effets prix

Les comptes financiers recensent l'encours du patrimoine financier en fin de période et les flux d'actifs et d'engagements financiers (soit, au sens du SEC 95, les transactions financières) au cours d'une période. Cependant, la variation de l'encours des actifs et des engagements financiers d'une année à l'autre ne correspond pas au flux enregistré entre ces deux dates. En effet, l'encours des actions, tel qu'il est issu des comptes financiers, est calculé à la fin de chaque année aux prix du marché⁽²⁾ (c'est-à-dire sur la base des valeurs relevées à la fin de chaque période). Outre le volume observé des transactions, il intègre des réévaluations des prix des actifs et des engagements survenues pendant l'année. Celles-ci peuvent avoir pour origine la valorisation des actifs ou la prise en compte de fluctuations des cours de change. Les variations d'encours incluent également les autres changements de volume (par exemple, des reclassements sectoriels, des glissements entre instruments financiers ou des événements exceptionnels).

L'analyse de la position financière des différents secteurs de l'économie implique de pouvoir isoler les effets prix des transactions en volume dans l'observation des évolutions financières. Selon leur ampleur, les variations des prix financiers dans un sens ou dans l'autre auront un impact souvent non négligeable sur l'évolution de l'encours du portefeuille financier des secteurs institutionnels belges.

Pour estimer l'effet des réévaluations au cours des dix dernières années, il convient de reconstituer, sur la base de l'encours observé à la fin de 1997, un encours théorique ne tenant compte que des flux dans les montants placés chaque année (autrement dit les flux cumulés de 1998 à 2007, soit l'effet exclusivement dû aux transactions).

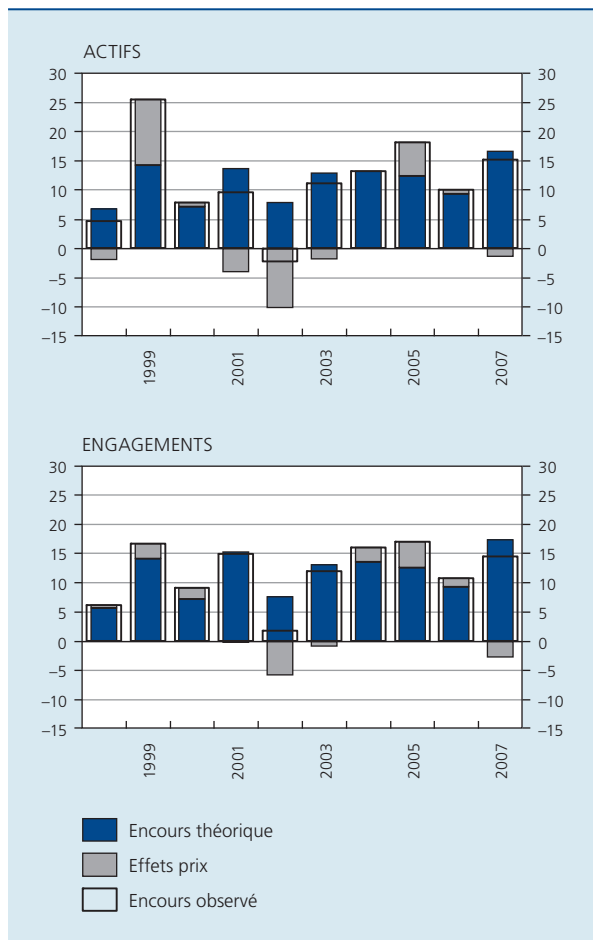
TABLEAU 2 DÉCOMPOSITION DES VARIATIONS D'ENCOURS ENTRE FIN 1997 ET FIN 2007
EN EFFETS PRIX ET EN TRANSACTIONS FINANCIÈRES
(milliards d'euros)

	Actifs		Engagements	
	Transactions financières	Effets prix	Transactions financières	Effets prix
Particuliers	-6,0	-27,0	-	-
Sociétés non financières	331,4	11,8	358,3	47,7
Administrations publiques	2,6	-0,7	83,3	10,7
Sociétés financières	793,1	-10,0	567,8	-35,7
Total	1.121,1	-25,9	1.009,4	22,8

Source: BNB.

GRAPHIQUE 2 IMPORTANCE DES EFFETS PRIX ET DES TRANSACTIONS FINANCIÈRES DANS LES VARIATIONS D'ENCOURS DURANT LA DERNIÈRE DÉCENNIE

(pourcentages de variation annuelle)



Source : BNB.

En comparant les variations respectives des encours théorique et observé, on obtient une estimation de l'importance des fluctuations des prix financiers (soit l'effet prix) dans l'évolution de l'encours observé.

Si la variation de l'encours est inférieure (supérieure) aux flux cumulés, on en conclut que l'encours en fin de période a été tiré vers le bas (vers le haut) par un effet prix négatif (positif). En ce qui concerne les actifs, ces réévaluations se sont chiffrées à -25,9 milliards d'euros au cours des dix dernières années pour l'ensemble des secteurs de l'économie belge. Du côté des engagements, elles ont atteint 22,8 milliards d'euros.

(1) En 1998, un nouveau système de collecte de données a été mis en place pour les comptes financiers, ce qui a eu une incidence notamment sur la comptabilisation des changements de volume autres que les flux. L'entrée en vigueur de ce nouveau système entraîne une rupture de série dans les données.

Les secteurs confrontés à des effets prix négatifs significatifs sont ceux des particuliers, dans la constitution d'actifs, et des sociétés financières, dans la constitution d'actifs et d'engagements. Ceci reflète sans doute l'attrait des particuliers pour les actifs à rendement élevé, notamment ceux libellés en devises, mais dont le risque (par exemple de change) peut se révéler important en cas d'appréciation de l'euro, comme cela a été le cas au cours des dernières années. Les opérations des sociétés financières avec l'étranger auraient, quant à elles, été affectées par les différents épisodes de turbulences financières survenus à la fin de la période considérée (baisse du cours de leurs actions et du cours de change du dollar des États-Unis).

Le graphique 2 illustre l'importance des effets prix sur les variations d'encours durant la dernière décennie. En 1999⁽¹⁾, les effets prix ont été positifs, traduisant l'embellie boursière. Ces effets prix ont diminué en 2000 à la suite de l'éclatement de la bulle technologique et de l'effondrement des cours boursiers, tirant par conséquent l'encours observé vers le bas. Ils sont devenus négatifs entre 2001 et 2003. En 2002, au creux de la vague, le prix des actifs financiers a reculé de 10,2 p.c. entraînant une baisse de 2,3 p.c. de l'encours observé, malgré une variation positive des flux financiers. Au cours de cette même année, le prix des engagements financiers s'est également réduit de 5,8 p.c., ce qui tempérait d'autant la hausse des flux.

Entre 2004 et 2006, l'augmentation de l'encours observé des actifs financiers s'explique à la fois par le gonflement des flux et par le redressement des prix. Il en va de même de la croissance des engagements financiers au cours de cette période.

En 2007, alors que le volume des transactions augmentait assez fortement, les effets prix ont à nouveau été négatifs tant pour les actifs que pour les engagements, probablement en raison des différents épisodes de turbulences sur les marchés financiers.

2. Transactions financières vis-à-vis du reste du monde

2.1 Particuliers

2.1.1 Engagements financiers souscrits à l'étranger

Les comptes financiers ne recensent pas, faute d'informations, les engagements financiers à l'étranger des ménages belges. Ceux-ci seraient, selon toute vraisemblance, d'une ampleur négligeable, reflétant l'actuelle

segmentation du marché du crédit aux particuliers à l'échelle européenne. A contrario, les particuliers belges ont depuis longtemps pris l'habitude d'acquiescer des actifs financiers auprès de contreparties étrangères. La section suivante est consacrée à l'analyse de ces instruments financiers détenus à l'étranger.

2.1.2 Actifs financiers détenus à l'étranger

Cette section s'intéresse à l'évolution récente des avoirs détenus à l'étranger par les ménages belges, à la lumière des nombreux événements susceptibles d'avoir influencé les comportements en matière d'épargne au cours des dix dernières années : introduction de l'euro, création d'Euro-next, déclaration libératoire unique, directive européenne sur la fiscalité de l'épargne, etc.

2.1.2.1 Remarques méthodologiques

Selon la méthodologie des comptes financiers, le caractère étranger d'un actif est exclusivement déterminé par le pays de résidence du débiteur : ni la devise dans laquelle il est libellé, ni le lieu où il est détenu ne sont pris en considération. Ainsi, par exemple, un dépôt en dollar sur un compte détenu auprès d'une banque belge sera considéré comme un avoir intérieur, tandis que des obligations ou des actions américaines détenues sur un compte-titres ouvert auprès de cette même banque seront répertoriées comme des avoirs étrangers. Cette méthode pose un problème dans le cas des organismes de placement collectif (OPC) : les parts d'OPC de droit belge sont enregistrées comme des avoirs intérieurs, même si ces OPC ont un portefeuille de titres étrangers ; inversement, les parts d'OPC de droit étranger détenues par des résidents belges et dont le portefeuille est composé de titres belges sont classées parmi les actifs à l'étranger. Aussi, pour les besoins de l'analyse, cette règle sera-t-elle contournée : on considérera comme avoirs extérieurs les placements des ménages en parts d'OPC de droit belge ou étranger investis en titres étrangers et comme avoirs intérieurs les placements en parts d'OPC de droit belge ou étranger investis en titres belges⁽¹⁾.

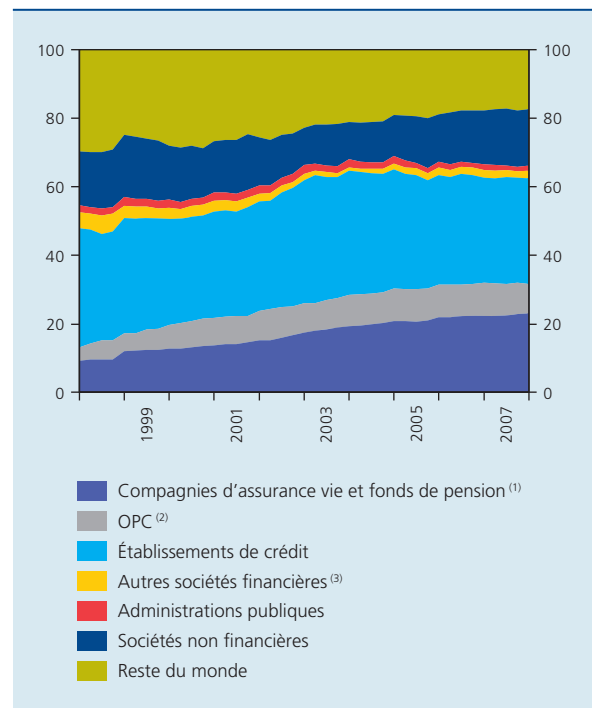
D'une manière générale, les chiffres relatifs aux avoirs des ménages sur l'étranger doivent être interprétés avec prudence. En effet, dans les comptes financiers belges, les actifs des particuliers sont le plus souvent estimés par solde, ce qui implique que toute erreur dans le recensement d'actifs financiers d'autres secteurs a inévitablement

une incidence sur les données des particuliers. En outre, les chiffres d'encours sont établis, pour l'essentiel, sur la base des flux cumulés de la balance des paiements, qui font ensuite l'objet d'une revalorisation fondée sur diverses hypothèses. Les arbitrages de portefeuille opérés entre actifs détenus à l'étranger (par exemple, l'acquisition d'actions étrangères financée au départ d'un dépôt à vue auprès d'une banque étrangère) échappent par conséquent à tout recensement, ce qui biaise sans doute dans une certaine mesure l'analyse de la répartition par instrument des créances détenues sur l'étranger.

2.1.2.2 Évolution globale de la détention d'actifs à l'étranger

Au terme de l'année 2007, les créances sur l'étranger représentaient 17 p.c. du portefeuille financier des ménages belges. Le reste du monde constitue ainsi le troisième canal de placement des investisseurs particuliers. Il est devancé par deux sous-secteurs domestiques : les établissements de crédit (31 p.c. des avoirs) et les compagnies d'assurance vie et les fonds de pension (23 p.c.). Les placements désintermédiés en actions et obligations

GRAPHIQUE 3 ACTIFS FINANCIERS DES PARTICULIERS :
VENTILATION PAR SECTEUR DE CONTREPARTIE
(données à fin de trimestre, pourcentages de l'encours total)



Source : BNB.

(1) Y compris les fonds d'épargne-pension.

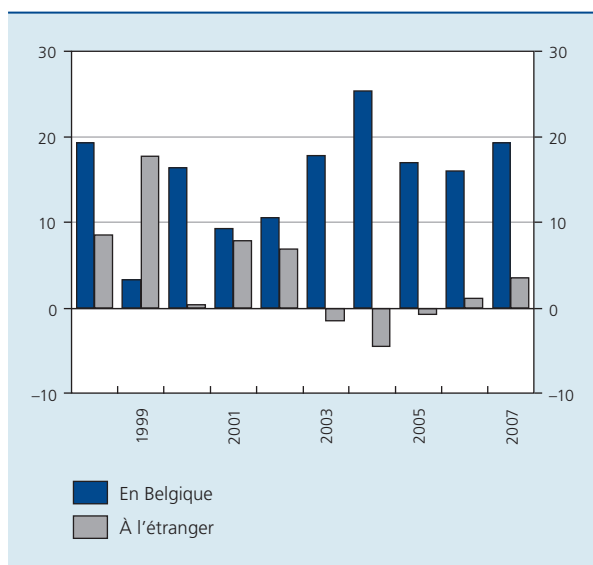
(2) À l'exception des fonds d'épargne-pension.

(3) Cette catégorie comprend la BNB, les auxiliaires financiers, les branches « non-vie » des compagnies d'assurances, ainsi que les intermédiaires financiers non repris sous d'autres rubriques.

(1) Cette correction n'intervient que dans l'analyse subséquente des transactions financières. Par souci de cohérence vis-à-vis des comptes financiers en général, et de la section 1 du présent article en particulier, les données d'encours ne sont pas corrigées.

GRAPHIQUE 4 FORMATION D'ACTIFS FINANCIERS PAR LES PARTICULIERS

(flux, milliards d'euros)



Source : BNB.

de sociétés non financières se montaient à 16 p.c. au 31 décembre 2007, et les parts d'OPC de droit belge à 9 p.c. Enfin, les engagements des administrations publiques et des entités reprises dans la catégorie « autres sociétés financières » ne représentaient, à la fin de 2007, qu'une contrepartie directe mineure des actifs financiers des particuliers.

Quoique toujours importante, la part des actifs extérieurs a très nettement diminué au cours des dix dernières années: à la fin de 1997, les créances sur le reste du

monde représentaient encore 30 p.c. du portefeuille des ménages. En l'espace de dix ans, la proportion d'avoirs étrangers a donc reculé de plus de 10 points de pourcentage. Cette diminution est aussi perceptible en valeur absolue: comme indiqué dans la section 1.2, l'encours des actifs financiers des particuliers détenus à l'étranger est revenu de 179,8 milliards d'euros à la fin de 1997 à 146,8 milliards à la fin de 2007.

Au cours des dix dernières années, l'évolution des transactions financières des ménages belges avec l'étranger a été marquée par deux phases:

- Jusqu'en 1999, les Belges procédaient à des exportations de capitaux rivalisant avec le montant des actifs financiers constitués en Belgique.
- À partir de l'an 2000, les flux de placements à l'étranger ont été systématiquement – et souvent très nettement – inférieurs à la formation d'actifs domestiques.

2.1.2.3 Évolution par catégorie d'actifs

Cette évolution globale masque toutefois des variations diamétralement opposées selon la catégorie d'actifs envisagée. Ainsi, l'encours des actifs porteurs d'intérêts (dépôts, titres à revenu fixe et OPC monétaires et obligataires), qui représentaient quelque 70 p.c. du portefeuille des ménages à l'étranger en 1997, a vu depuis lors son poids diminuer de moitié. A contrario, les actions et parts d'OPC d'actions, qui ne représentaient il y a dix ans que 12 p.c. des avoirs étrangers, forment à présent la catégorie majoritaire dans le portefeuille étranger des ménages (42 p.c.). Enfin, les provisions techniques d'assurance, encore négligeables en 1997, s'élèvent désormais à 13 p.c. des avoirs financiers à l'étranger des ménages belges.

TABEAU 3 ACTIFS FINANCIERS ÉTRANGERS DES PARTICULIERS: VENTILATION PAR INSTRUMENT

(encours à fin de période)

	1997			2007		
	milliards d'euros	p.c. du total	p.c. du PIB	milliards d'euros	p.c. du total	p.c. du PIB
Actifs porteurs d'intérêts	126,8	70,5	57,4	49,3	33,6	14,9
Actions et parts d'OPC d'actions	22,2	12,3	10,0	61,6	42,0	18,6
Provisions techniques d'assurance	2,7	1,5	1,2	19,1	13,0	5,8
Autres ⁽¹⁾	28,1	15,6	12,7	16,8	11,4	5,1
Total	179,8	100,0	81,3	146,8	100,0	44,3

Source : BNB.

(1) Cette rubrique comprend principalement les erreurs et omissions, ainsi que les parts d'OPC non reprises dans les autres catégories du tableau et le numéraire.

Pour identifier les déterminants de ces évolutions, les paragraphes suivants s'attachent à décomposer, année par année, les flux des transactions financières des ménages belges avec le reste du monde selon le type d'instrument financier utilisé. L'analyse compare ainsi successivement la constitution en Belgique et à l'étranger d'actifs porteurs d'intérêts, d'actions et parts d'OPC d'actions et de provisions techniques d'assurance.

a) Les actifs porteurs d'intérêts

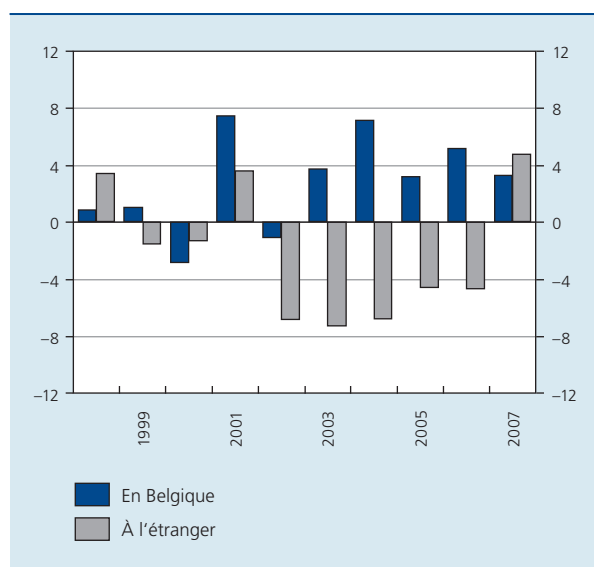
Si l'on examine l'évolution des placements porteurs d'intérêts des particuliers belges, on constate que la constitution d'avoirs étrangers a sensiblement ralenti à partir de 1998 et que sa prépondérance sur la formation d'actifs intérieurs porteurs d'intérêts s'est rapidement estompée. En 2001, les ménages belges ont pour la première fois très nettement surpondéré les placements domestiques dans leur portefeuille d'actifs porteurs d'intérêts. De 2002 à 2006, les particuliers ont procédé chaque année à des rapatriements de ce type de capitaux, troquant leurs actifs porteurs d'intérêts détenus à l'étranger contre des actifs belges de même nature, comme en témoigne la symétrie graphique des flux de fonds. Cette évolution en sens opposé des placements étrangers et intérieurs porteurs d'intérêts traduirait une anticipation de la directive européenne sur la fiscalité de l'épargne, qui aurait de la sorte influencé le comportement d'épargne des particuliers

belges avant même son entrée en vigueur effective le 1^{er} juillet 2005. En 2007, les flux de placements à l'étranger en actifs porteurs d'intérêts ont retrouvé un niveau positif.

Dans cette comparaison, les actifs porteurs d'intérêts comprennent les dépôts, les titres à revenu fixe et les parts d'OPC monétaires ou investissant essentiellement en obligations. Ces catégories d'instruments n'ont pas été agrégées par hasard : elles constituent en effet une approximation des actifs porteurs d'intérêts régis par la directive européenne sur la fiscalité de l'épargne⁽¹⁾. Étant donné que l'accord politique sur les points principaux de la directive était déjà arrêté en 2000, beaucoup de particuliers ont pu ajuster leur portefeuille d'actifs financiers de façon anticipée, en dépit de l'incertitude quant à la date d'entrée en vigueur de la directive. La déclaration libératoire unique (DLU) peut également avoir incité certains ménages à procéder à un réaménagement de leurs avoirs avant l'introduction effective de la directive.

Cependant, l'influence de l'éventuelle anticipation de l'entrée en vigueur de la directive sur la fiscalité de l'épargne sur le comportement d'investissement des particuliers belges est difficile à isoler, car d'autres facteurs ont pu également jouer. Outre l'appréciation des opportunités sur les marchés financiers, le choix des particuliers est aussi déterminé par des facteurs techniques ou fiscaux : le développement de produits domestiques défiscalisés, le fait de privilégier ou non les titres dématérialisés, l'efficacité de la lutte contre la fraude ou l'évasion fiscale, l'application de régimes plus ou moins stricts en matière de droits de succession, etc. Force est de constater que, depuis quelques années, un certain nombre d'évolutions au niveau de ces facteurs ont été de nature à rendre moins attractive, pour les particuliers, la détention d'actifs financiers à l'étranger.

GRAPHIQUE 5 FORMATION D'ACTIFS PORTEURS D'INTÉRÊTS⁽¹⁾
PAR LES PARTICULIERS
(flux, milliards d'euros)



Source : BNB.

(1) Il s'agit des dépôts, des titres à revenu fixe et des parts d'OPC monétaires et obligataires.

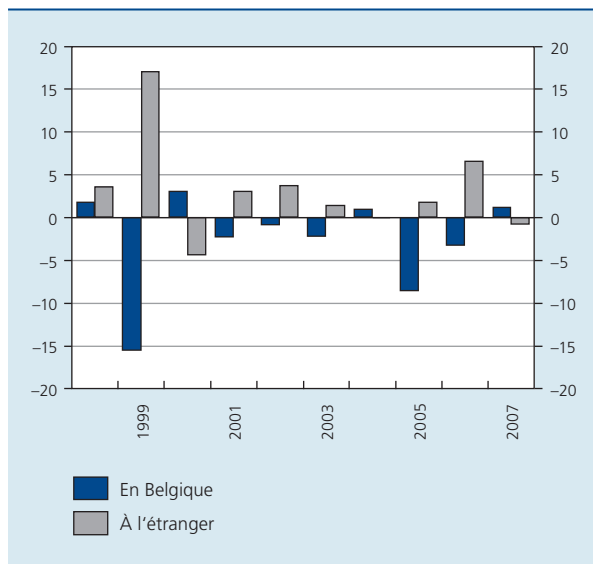
b) Les actions et parts d'OPC d'actions

La comparaison des acquisitions nettes d'actions et parts d'OPC d'actions belges et étrangères par les ménages belges fournit d'autres renseignements intéressants. Ainsi, la préférence très nette affichée en 1999 pour les placements à l'étranger est à mettre sur le compte d'achats massifs d'actions et parts d'OPC d'actions émises par des entreprises étrangères. Ces investissements auraient notamment été financés par la revente d'actions et parts d'OPC d'actions belges. Ce n'est pas un hasard si cet engouement a coïncidé avec l'introduction de l'euro.

(1) En réalité, tous les titres à revenu fixe ont été pris en considération, y compris les obligations émises avant le 1^{er} mars 2001 qui n'entrent pas dans le champ d'application de la directive. Les placements en fonds mixtes qui investissent pour plus de 40 p.c. en obligations ne sont en revanche pas couverts par la définition retenue dans cette partie de l'analyse relative aux actifs porteurs d'intérêts.

GRAPHIQUE 6 ACQUISITION NETTE D' ACTIONS ET PARTS D' OPC D' ACTIONS PAR LES PARTICULIERS

(flux, milliards d'euros)



Source : BNB.

Dorénavant, l'univers d'investissement des ménages s'ouvrirait, pour un risque de change et des commissions de change réduits à néant, à un éventail de valeurs beaucoup plus variées et liquides que celles cotées sur la seule bourse de Bruxelles. Les investisseurs se seraient dès lors détournés des valeurs belges pour s'orienter davantage vers les principales actions de la zone euro.

Il faut dire que la fin des années 1990 a été marquée par l'euphorie affichée vis-à-vis des entreprises technologiques et de télécommunications, deux secteurs à l'époque très peu représentés sur la place de Bruxelles, caractérisée par une surpondération des sociétés financières. Par la suite, l'explosion de cette bulle spéculative aurait dû logiquement freiner l'intérêt des investisseurs pour les actions et parts d'OPC d'actions étrangères. Cela semble avoir été le cas au cours de l'année 2000, où les particuliers ont renoué, quoique timidement, avec l'acquisition nette d'actions et parts d'OPC d'actions belges. Cependant, le 22 septembre 2000, un pas supplémentaire vers l'intégration des marchés financiers était franchi avec la création d'Euronext, qui facilitait un peu plus encore l'accès aux bourses française et néerlandaise. Aussi, depuis 2001, les ménages ont-ils presque chaque année privilégié les valeurs étrangères au détriment des valeurs belges.

La décennie écoulée a par ailleurs été marquée par plusieurs opérations de rachat de sociétés cotées belges par de grandes entreprises étrangères. Ces mouvements

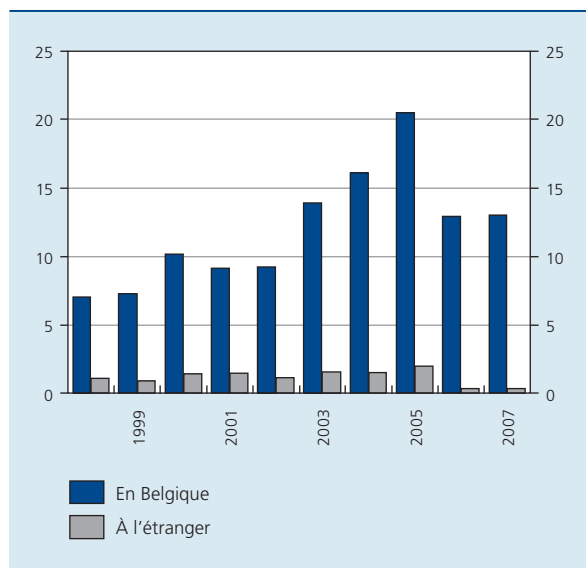
se sont traduits par des glissements entre contreparties domestiques et étrangères dans le portefeuille d'actions des particuliers belges. En 2005, par exemple, l'offre publique d'achat lancée par Suez sur Electrabel a donné lieu à la cession d'actions belges en échange d'actions étrangères. Des ajustements de ce type, également observés entre les actions Petrofina et Total en 1999, ont indéniablement contribué à renforcer la place des valeurs étrangères dans le portefeuille des ménages belges. Ils reflètent toutefois une réelle volonté de diversification internationale du portefeuille dans le chef des particuliers, dans la mesure où ceux-ci n'ont pas massivement revendu leurs positions devenues étrangères pour les réinvestir dans des actions belges.

c) Les provisions techniques d'assurance

Les comptes financiers ne donnent qu'une image partielle de la souscription à l'étranger de provisions techniques d'assurance. En effet, faute d'informations, seuls les montants souscrits auprès de compagnies établies au Luxembourg sont actuellement recensés, au moyen des données du Commissariat luxembourgeois aux assurances. Il semblerait, quoi qu'il en soit, que la constitution de provisions techniques d'assurance à l'étranger demeure très limitée par rapport aux primes versées à des compagnies établies en Belgique et contrôlées par la CBFA, qui bénéficient souvent d'un cadre fiscal favorable.

GRAPHIQUE 7 CONSTITUTION DE PROVISIONS TECHNIQUES D' ASSURANCE

(flux, milliards d'euros)



Source : BNB.

Il est intéressant de remarquer la tendance à la hausse des provisions constituées tant en Belgique qu'au Luxembourg au cours des dix dernières années. Les placements en assurances semblent donc avoir échappé aux arbitrages de type « Belgique versus reste du monde » qui ont caractérisé, en sens contraire, tant les actifs porteurs d'intérêts que les actions et parts d'OPC d'actions. Ainsi, le net repli qui a mis fin, en 2006, à cette tendance haussière a touché les placements en produits d'assurance belges mais aussi étrangers. Ce reflux est lié à l'introduction, le 1^{er} janvier 2006, d'une taxe de 1,1 p.c. sur les primes alimentant les polices individuelles d'assurance vie. Il apparaît, certes, qu'une partie des ménages avait anticipé cette mesure, en effectuant à la fin de l'année précédente des versements initialement prévus en 2006. Quoiqu'il en soit, il semble acquis que bon nombre d'épargnants ont préféré placer leurs économies dans des produits financiers alternatifs.

2.2 Sociétés non financières

2.2.1 Vue d'ensemble

L'encours des engagements des entreprises belges à l'étranger a fortement augmenté au cours de la dernière décennie, passant de 130 milliards d'euros à la fin de 1997 à 536 milliards à la fin de 2007. À ce moment, environ trois quarts de ces engagements prenaient la forme d'actions.

En valeur absolue, les avoirs extérieurs bruts des entreprises belges s'établissaient à 444,7 milliards d'euros à la fin de 2007 contre 101,5 milliards à la fin de 1997.

Au 31 décembre 2007, quelque 46 p.c. de ces actifs étaient constitués d'actions et 38 p.c. de créances interentreprises.

La part du secteur non résident dans le total des engagements des sociétés non financières est ainsi passée de 24 à plus de 37 p.c. au cours des dix dernières années. Cette hausse a eu comme corollaire un rétrécissement de la part des secteurs résidents, notamment celle du secteur financier (composé des établissements de crédit et des autres intermédiaires financiers), qui est revenue de 25 à 10 p.c. du total, et celle des ménages, qui a reculé de 17 à 10 p.c. du total. Ceci traduit, d'une part, la faible croissance de 2001 à 2005 – voire la contraction de 2002 à 2004 – des crédits octroyés par les banques belges aux entreprises résidentes et, d'autre part, la succession d'effets prix négatifs encourus par les ménages belges sur leur détention d'actions émises par des entreprises belges, plus particulièrement de 2000 à 2003.

À l'actif du bilan des entreprises belges, la part de l'étranger s'est également étoffée par rapport aux autres secteurs de contrepartie, passant de 28 à 39 p.c. du total entre 1997 et 2007. Ici aussi, c'est le secteur financier résident qui a vu sa part relative enregistrer la baisse la plus significative, de 27 à 12 p.c. du total.

Enfin, il convient de souligner que les liens financiers entre entreprises belges – qui sont pour l'essentiel noués entre entreprises apparentées faisant partie d'un même groupe et qui sont intégralement recensés dans les comptes financiers non consolidés établis par la Banque – se sont pour leur part intensifiés au cours des dix dernières années. Ainsi, au 31 décembre 2007, on estimait que

TABLEAU 4 ENGAGEMENTS FINANCIERS DES ENTREPRISES BELGES À L'ÉTRANGER: VENTILATION PAR INSTRUMENT
(encours à fin de période)

	1997			2007		
	milliards d'euros	p.c. du total	p.c. du PIB	milliards d'euros	p.c. du total	p.c. du PIB
Actions	74,0	57,0	33,5	404,9	75,5	122,2
Crédits non bancaires	32,5	25,0	14,7	56,2	10,5	16,9
Crédits bancaires	10,8	8,3	4,9	50,9	9,5	15,4
Titres à revenu fixe	3,6	2,8	1,6	24,0	4,5	7,2
Autres ⁽¹⁾	9,0	7,0	4,1	0,0	0,0	0,0
Total	130,0	100,0	58,8	536,0	100,0	161,7

Source: BNB.

(1) Cette rubrique comprend les erreurs et omissions du compte financier de la Belgique vis-à-vis du reste du monde.

TABEAU 5 ACTIFS FINANCIERS DES ENTREPRISES BELGES À L'ÉTRANGER: VENTILATION PAR INSTRUMENT
(encours à fin de période)

	1997			2007		
	milliards d'euros	p.c. du total	p.c. du PIB	milliards d'euros	p.c. du total	p.c. du PIB
Actions	46,5	45,8	21,0	205,7	46,3	62,1
Crédits non bancaires	23,5	23,1	10,6	169,9	38,2	51,2
Crédits bancaires	6,2	6,1	2,8	36,1	8,1	10,9
Titres à revenu fixe	1,2	1,2	0,5	7,6	1,7	2,3
Autres ⁽¹⁾	24,2	23,8	10,9	25,4	5,7	7,7
Total	101,5	100,0	45,9	444,7	100,0	134,2

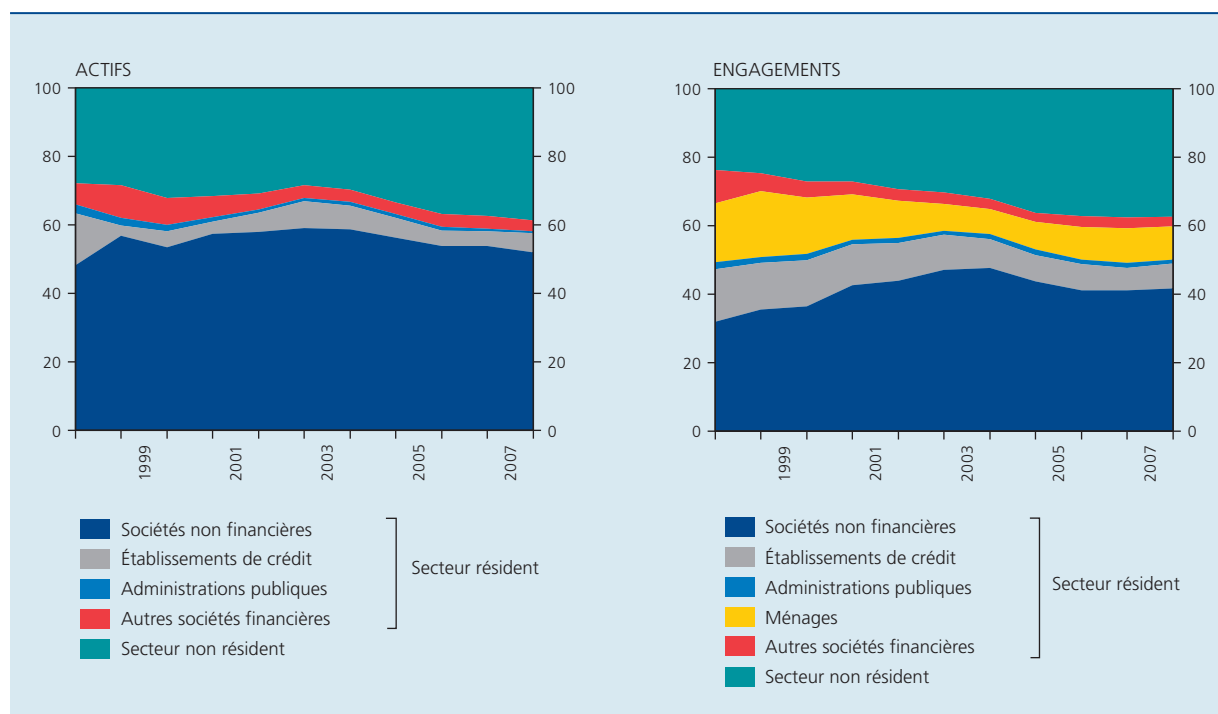
Source: BNB.

(1) Cette rubrique comprend les erreurs et omissions du compte financier de la Belgique vis-à-vis du reste du monde.

42 p.c. des engagements des entreprises belges avaient comme contrepartie une autre entreprise non financière résidente (contre 32 p.c. à la fin de 1997), tandis que cette proportion était de 52 p.c. au niveau de leurs actifs financiers (contre 48 p.c. à la fin de 1997).

La position extérieure nette des entreprises belges s'est ainsi creusée de manière régulière entre 2001 et 2004, avant de se stabiliser. Au 31 décembre 2007, elle s'élevait à 91 milliards d'euros, soit 28 p.c. du PIB, contre 28 milliards, soit 13 p.c. du PIB, dix ans auparavant.

GRAPHIQUE 8 ACTIFS ET ENGAGEMENTS FINANCIERS DES SOCIÉTÉS NON FINANCIÈRES: VENTILATION PAR SECTEUR DE CONTREPARTIE
(encours à fin de période, pourcentages du total)



Source: BNB.

2.2.2 Investissements directs et prêts interentreprises : le rôle des centres de coordination

Comme expliqué à la section 1.3, l'évolution de la position extérieure nette exprimée en encours résulte de l'accumulation des flux financiers nets et d'éventuels effets prix. Au cours de la dernière décennie, à l'exception des années 1998, 2000 et 2005, la valeur des nouveaux engagements a été systématiquement supérieure à celle des nouveaux actifs constitués sur l'étranger ; autrement dit, des entrées nettes de capitaux ont généralement été enregistrées, qui sont à la source de l'augmentation régulière de l'endettement extérieur net des entreprises belges.

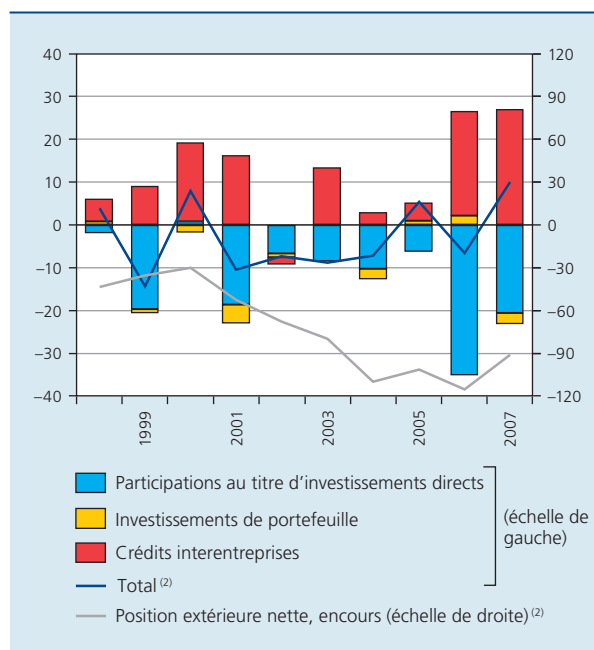
L'examen de la ventilation par instrument des flux financiers vis-à-vis de l'étranger indique la prédominance, au niveau des engagements extérieurs nets, des prises de participation au titre d'investissements directs étrangers (IDE) alors que les crédits interentreprises jouent un rôle important au niveau des avoirs extérieurs nets. Cette situation trouve en partie son origine dans la présence sur notre territoire des centres de coordination, dont le statut

fiscal particulièrement attractif est toutefois en cours de démantèlement.

Pour rappel, en vertu d'un régime fiscal privilégié, les centres de coordination établis en Belgique assumaient généralement la fonction de « banquier interne » au sein d'un groupe multinational. Les entreprises prenaient des participations dans leur centre de coordination, et en recevaient des dividendes exonérés d'impôt. Quand elles avaient besoin d'argent frais, elles empruntaient auprès du centre, contre des intérêts déductibles au titre de charges. Sur la base d'estimations internes réalisées par la Banque, il s'avère que les flux financiers transitant par les centres de coordination ont représenté environ 33 p.c. des investissements directs de l'étranger en Belgique et 36 p.c. des investissements directs de la Belgique à l'étranger sur la période 1995-2005.

En marge des fonds transitant par les centres de coordination, il convient de rappeler que les échanges de participations entre entreprises belges et étrangères, reflet des mouvements de fusions-acquisitions, ont été intenses au cours de la dernière décennie. Ayant souvent débouché sur l'absorption de grandes sociétés belges par des multinationales européennes (souvent françaises), ces opérations se sont traduites par des flux entrants d'IDE et ont concouru à la détérioration de la position extérieure nette des sociétés belges cibles, dont l'actionnariat est passé entre des mains étrangères. Il n'est pas à exclure qu'une fois la fusion-acquisition effectuée, la société étrangère qui contrôle désormais la société belge continue à injecter du capital dans la société et ses éventuelles filiales, ce qui provoque des flux entrants d'IDE supplémentaires et contribue à la détérioration de la position extérieure nette des entreprises.

GRAPHIQUE 9 PRINCIPALES OPÉRATIONS NON BANCAIRES
INFLUENÇANT LA POSITION EXTÉRIEURE NETTE
DES ENTREPRISES
(flux nets ⁽¹⁾, milliards d'euros, sauf mention contraire)



Source : BNB.

(1) Une valeur positive correspond à la constitution d'un avoir extérieur net suite à une sortie de capitaux. Une valeur négative correspond à un engagement extérieur net et donne lieu à une entrée de capitaux.

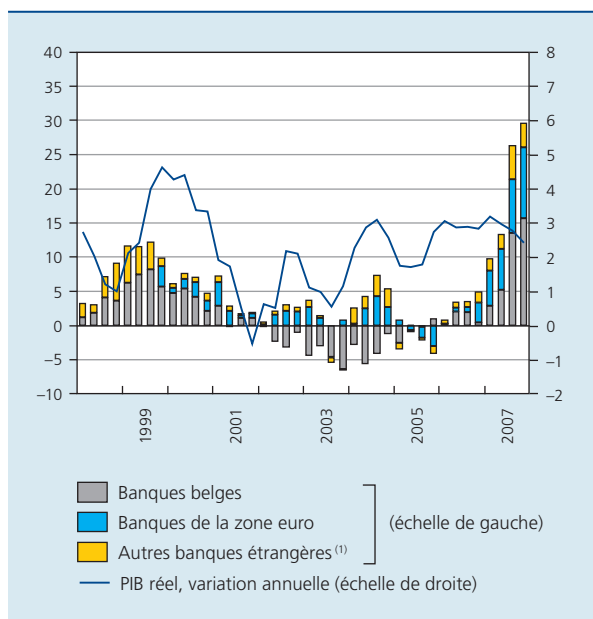
(2) Les lignes Total et Position extérieure nette prennent en considération l'ensemble des opérations avec l'étranger, et pas seulement celles détaillées ici. En l'occurrence, elles comprennent aussi les opérations entre les entreprises belges et les banques étrangères (crédits et dépôts) ainsi que les émissions de titres à revenu fixe par des entreprises belges qui sont souscrites par l'étranger.

2.2.3 Le rôle croissant des opérations bancaires avec le reste du monde

La position extérieure nette des entreprises dépend également des crédits qui leur sont octroyés par des banques étrangères ainsi que de la formation d'éventuels dépôts auprès de ces mêmes banques. Les entreprises belges ont fait de plus en plus appel aux banques étrangères pour couvrir leur besoin de financement au cours de la dernière décennie. Ainsi, de 1998 à 2007, ces dernières ont octroyé l'équivalent de 51 milliards d'euros de nouveaux crédits bancaires aux entreprises belges, alors que les banques belges n'en ont octroyés que 36 milliards. De 2002 à 2004, l'apport de fonds par les banques étrangères (9,6 milliards d'euros) aux entreprises belges a quasiment compensé la baisse de 10 milliards des crédits accordés par les banques belges. Par conséquent, la part des prêteurs étrangers dans l'encours global de créances

GRAPHIQUE 10 CRÉDIT BANCAIRE AUX SOCIÉTÉS NON FINANCIÈRES, VENTILATION GÉOGRAPHIQUE DES PRÊTEURS ET ÉVOLUTION CONJONCTURELLE

(contribution au taux de croissance annuel du crédit bancaire, sauf mention contraire)



Source : BNB.

(1) Jusqu'au troisième trimestre de 1999, les crédits octroyés par les « autres banques étrangères » comprennent les crédits octroyés par les banques de la zone euro.

bancaires aux entreprises belges est passée de 12 p.c. à la fin de 1997 à 35 p.c. à la fin de 2007.

L'internationalisation grandissante des entreprises, les fusions et acquisitions, l'élimination des entraves à la libre circulation des services et l'introduction de l'euro sont d'importants facteurs ayant contribué à cette évolution. Les banques implantées dans le reste de la zone euro ont en effet été les principales pourvoyeuses de crédits aux entreprises belges, étant à l'origine d'environ deux tiers des crédits bancaires souscrits à l'étranger. Il faut en outre rappeler que l'internationalisation des services bancaires est probablement plus poussée encore que les chiffres ne le reflètent puisque les prêts octroyés par des filiales de banques étrangères établies sur le territoire belge à des entreprises résidentes sont considérées comme des opérations entre résidents. La section 1.2 montre par ailleurs que les banques belges ont de leur côté aussi manifesté une volonté de diversification et d'extension des opérations en dehors du marché national au cours de la dernière décennie.

2.3 Administrations publiques

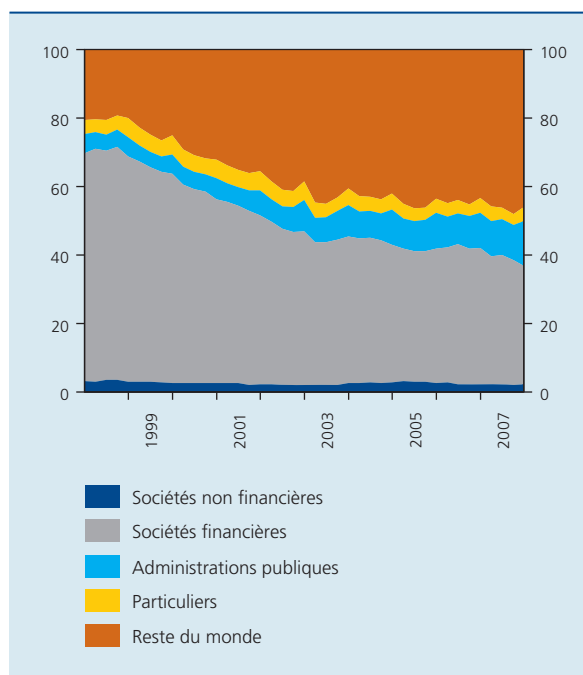
Les engagements financiers bruts des administrations publiques se chiffraient, à la fin de 2007, à 337 milliards d'euros (soit 101,7 p.c. du PIB). Les deux principaux détenteurs de la dette publique belge sont les institutions financières résidentes, à concurrence de 116,3 milliards, et le reste du monde, pour un total de 155,4 milliards. Leur part relative a cependant fortement évolué au cours des dix dernières années. Estimés à 61,4 milliards à la fin de 1997, les actifs financiers du reste du monde sur les administrations publiques belges (pour leur grande majorité, plus de 95 p.c., des titres émis par l'État belge) se sont progressivement accrus depuis 1999. Cette évolution s'est produite au détriment des établissements de crédit belges.

À la fin de 2007, 46 p.c. de la dette publique belge étaient détenus par le reste du monde, 35 p.c. par les sociétés financières résidentes, 13 p.c. par les administrations publiques, 4 p.c. par les particuliers et 2 p.c. par les sociétés non financières résidentes.

À titre de comparaison, les actifs financiers que les administrations publiques belges détiennent sur l'étranger sont d'une ampleur très modeste. En effet, en fin

GRAPHIQUE 11 ENGAGEMENTS FINANCIERS DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES : VENTILATION PAR SECTEUR DE CONTREPARTIE

(données à fin de trimestre, pourcentages de l'encours total)



Source : BNB.

d'année, les pouvoirs publics sont incités⁽¹⁾ à placer leurs avoirs à long terme en titres publics belges et ceux à court terme sur un compte courant ouvert au nom du Trésor auprès de la BNB, de façon à ce que la dette brute consolidée de la Belgique soit la plus faible possible et facilite le respect des objectifs de Maastricht en termes de dette publique.

Les actifs des administrations publiques belges sur l'étranger représentaient 3,1 milliards d'euros à la fin de 2007. Ils étaient pour l'essentiel constitués de prêts d'État à l'État, de placements des administrations locales en part d'OPC et de créances sur l'Union européenne.

Concernant les engagements financiers des administrations publiques belges, l'administration fédérale est responsable de 99,1 p.c. de la dette publique détenue à l'étranger, soit 154 milliards d'euros. La dette des communautés et régions vis-à-vis de l'étranger est très faible : elle ne représentait que 1,4 milliard à la fin de 2007. Les administrations locales et les organismes de sécurité sociale n'avaient aucun engagement financier vis-à-vis du reste du monde à cette même période.

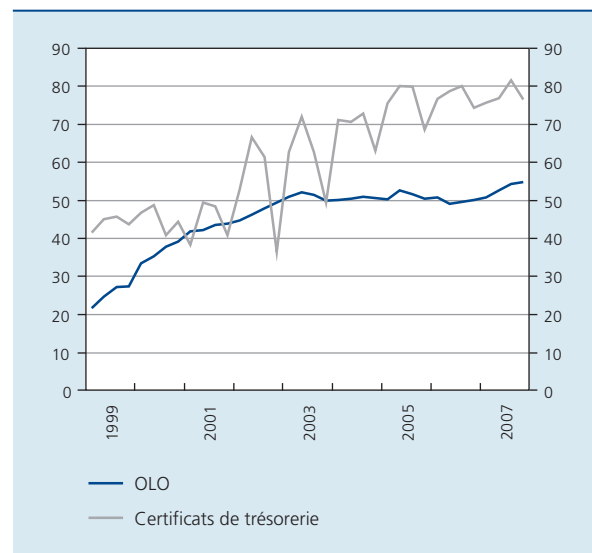
Il convient de rappeler que la dette des administrations publiques est essentiellement constituée de titres, obligations linéaires (OLO) et certificats de trésorerie. Quelques crédits sont également comptabilisés.

La part des titres de la dette publique belge détenue à l'étranger est devenue de plus en plus importante au cours des dernières années. Alors que la proportion des OLO détenues à l'étranger était d'environ 20 p.c. au début de 1999, elle atteignait près de 55 p.c. à la fin de 2007. La part des certificats de trésorerie détenue par le reste du monde a également suivi une tendance haussière, passant de 42 p.c. au début de 1999 à près de 77 p.c. à la fin de 2007. Cette situation reflète la forte demande de l'étranger induite par la rareté relative de titres publics en euro à court terme obtenant un bon *rating* auprès des agences de notation.

Cette évolution appelle plusieurs commentaires. Tout d'abord, le Trésor a mis en place, depuis plusieurs années, une stratégie visant à gérer plus efficacement la dette de l'État. Cette stratégie passe notamment par une volonté de diversification des titres de la dette, afin d'assurer la liquidité des valeurs émises à l'intention des investisseurs professionnels (OLO et certificats de trésorerie). Afin d'assurer cette liquidité, le Trésor a conclu des contrats avec des *primary dealers* et des *recognized dealers*, qui

GRAPHIQUE 12 PART DÉTENUE À L'ÉTRANGER DES OLO ET DES CERTIFICATS DE TRÉSORERIE ÉMIS PAR L'ÉTAT BELGE

(données à fin de trimestre, pourcentages du total)



Source : BNB.

sont chargés de promouvoir les titres de la dette publique belge et d'animer les marchés primaire et secondaire (pour plus de détails, voir le Rapport 2007 de la BNB, encadré 16). Une meilleure liquidité des titres exerce en effet une incidence positive sur la fixation du prix des instruments financiers et, par conséquent, sur le coût de la dette.

Enfin, on retiendra que l'intérêt des investisseurs étrangers pour les titres de la dette publique belge s'est maintenu au cours des dernières années, notamment en raison de la poursuite d'une politique relativement saine des finances publiques, ce qui a conduit les agences de notation à relever la notation des titres de la dette publique belge.

Conclusion

Le caractère ouvert de l'économie belge se manifeste également dans les relations financières que le pays a nouées avec l'étranger. À la fin de 2007, les avoirs extérieurs nets de la Belgique atteignaient 44,4 p.c. du PIB.

Au cours des dix dernières années, les actifs financiers nets de la Belgique ont considérablement augmenté, dans le contexte du passage à la monnaie unique et du processus d'intégration financière et de mondialisation en cours. La mesure dans laquelle les différents secteurs non

(1) Arrêté royal du 15 juillet 1997 visant à adapter le cadre légal relatif aux placements des administrations publiques (M.B. du 25 juillet 1997).

financiers se sont adaptés à ces évolutions varie sensiblement d'un secteur à l'autre.

Les administrations publiques constituent le secteur dont la part de la dette détenue par le reste du monde a le plus augmenté: cette dernière est en effet passée de près de 20 p.c. à la fin de 1997 à quelque 46 p.c. à la fin de 2007. Au moment de l'introduction de l'euro sur les marchés financiers, il était impératif que le Trésor élargît sa base d'investissement: il y est parvenu notamment grâce à une diversification adéquate du corps des *primary dealers* et des *recognized dealers*.

Les sociétés non financières, qui entretiennent traditionnellement des liens financiers très étroits à l'échelle internationale, ont vu la part du reste du monde dans leurs transactions financières progresser régulièrement entre 1997 et 2007: elle est passée de 24 p.c. à plus de 37 p.c. pour les engagements financiers et de 28 à 39 p.c. pour les actifs financiers. Toutefois, ces ordres de grandeur sont considérablement influencés à la hausse par les centres de coordination établis en Belgique qui remplissent une fonction d'intermédiaire financier pour le

groupe multinational auquel ils appartiennent. Les échanges de participations entre sociétés belges et étrangères, reflétant les mouvements de fusions-acquisitions, ont été intenses au cours de la dernière décennie et ont aussi contribué à la croissance des investissements directs entre la Belgique et le reste du monde. Il convient enfin de souligner que les banques étrangères, et plus particulièrement celles situées dans la zone euro, octroyent un volume croissant de crédits aux entreprises belges.

La part des actifs étrangers dans le portefeuille des ménages est revenue de 30 p.c. à la fin de 1997 à 17 p.c. à la fin de 2007. L'introduction de la directive européenne sur la fiscalité de l'épargne, le 1^{er} juillet 2005, n'y est bien entendu pas étrangère: en effet, il n'est désormais plus possible pour les particuliers d'échapper à l'impôt sur les revenus mobiliers des actifs porteurs d'intérêts détenus à l'étranger, ce qui a finalement entraîné le rapatriement de ces avoirs. En revanche, les flux de placements à l'étranger en actifs non porteurs d'intérêts ont été positifs au cours des dix dernières années. Enfin il importe encore de souligner que la part de l'étranger dans les engagements des particuliers demeure négligeable.

Utilité et efficacité des règles budgétaires et des institutions budgétaires indépendantes

L. Van Meensel
D. Dury

Introduction

Il est largement admis que des finances publiques saines constituent l'une des conditions essentielles à la stabilité des prix et à une croissance vigoureuse et durable qui soit favorable à l'emploi. L'expérience passée, notamment en Belgique, a par ailleurs démontré dans quelle mesure une économie pouvait pâtir d'un manque de discipline budgétaire. En outre, il est de plus en plus reconnu que les règles budgétaires et les institutions budgétaires indépendantes, autres que les gouvernements et les parlements, peuvent largement contribuer à une politique budgétaire saine. Dans le contexte de la réforme du pacte de stabilité et de croissance, le Conseil européen a d'ailleurs souligné en mars 2005 qu'il convenait de compléter les engagements pris par les États membres au titre du pacte de stabilité et de croissance par des règles budgétaires nationales et de confier à des institutions nationales un rôle accru en matière de surveillance budgétaire.

Le présent article analyse l'utilité et l'efficacité des règles budgétaires et des institutions budgétaires indépendantes. Le premier chapitre parcourt les arguments avancés par la littérature spécialisée en politique économique en faveur des unes et des autres. Le deuxième chapitre se concentre sur les règles budgétaires. Celles-ci sont examinées à l'échelle européenne ainsi qu'au niveau des États membres de l'UE, la situation en Belgique faisant l'objet d'une attention particulière. La mesure dans laquelle ces règles budgétaires ont véritablement permis d'accroître la discipline budgétaire est notamment appréciée. Ce chapitre se clôture par une discussion des caractéristiques

que doivent idéalement présenter des règles budgétaires. Le troisième chapitre se penche sur les institutions budgétaires indépendantes. Il passe en revue les institutions existantes, l'incidence qu'elles ont eue sur la politique budgétaire et les conditions à leur succès. Enfin, les principales conclusions sont synthétisées.

1. Utilité des règles budgétaires et des institutions budgétaires indépendantes

L'expérience passée a démontré que la politique budgétaire ne correspondait pas nécessairement à ce que l'on qualifie de bonne gouvernance d'un point de vue macroéconomique. Ainsi, au cours des décennies écoulées, les administrations publiques de bon nombre de pays ont fréquemment laissé leurs dépenses s'accroître plus vivement que leurs recettes – même en période de prospérité économique – et ont dès lors parfois largement accru leurs niveaux d'endettement. La littérature attribue souvent ce manque de discipline budgétaire au « biais en faveur d'un déficit » (*deficit bias*). Elle indique par là que le processus décisionnel démocratique peut inciter à dévier d'une politique budgétaire optimale.

Ce biais en faveur d'un déficit trouverait notamment son origine dans l'horizon temporel trop court de la population et des décideurs politiques. En effet, il semblerait que la population voie essentiellement les avantages à court terme d'un abaissement des impôts ou d'une hausse des dépenses sans être toujours consciente des

éventuelles retombées budgétaires néfastes à long terme d'une politique budgétaire expansive. Les politiques auraient tendance à jouer sur ce plan en vue d'accroître leurs chances de réélection. De plus, il est possible que les décideurs aient tendance à avantager sciemment les générations actuelles et à déplacer le fardeau de l'endettement sur les générations à venir. Une autre explication du biais en faveur d'un déficit résiderait également dans ce que la théorie des jeux nomme le « problème de la mise en commun » (*common pool problem*). En matière de politique budgétaire, ce concept signifie que chaque « joueur » ou groupe d'intérêt veille à ses propres intérêts sans tenir compte des restrictions budgétaires générales. Ce problème est parfois mis en relation avec les gouvernements de coalition.

Le risque d'un manque de discipline budgétaire est encore plus important au sein d'une union monétaire. Si un pays ne fait pas partie d'une zone monétaire, les marchés financiers peuvent en principe décourager la mise en œuvre d'une politique budgétaire inadéquate par l'incorporation d'une prime de risque plus élevée dans les taux d'intérêt pour les autorités qui sont confrontées à des difficultés budgétaires. Au sein d'une union monétaire, ce mécanisme de sanction est quasiment inexistant étant donné que les répercussions sur les taux d'intérêt d'une politique budgétaire inadéquate dans un pays donné se limitent alors à un léger relèvement du taux d'intérêt commun, qui est nettement inférieur à la hausse des taux d'intérêt que ce pays enregistrerait s'il ne faisait pas partie d'une union monétaire. Ceci est d'autant plus vrai dans le cas d'un État membre de taille relativement faible. Ce raisonnement s'applique non seulement à une union monétaire, qui regroupe plusieurs pays, mais également à des pouvoirs locaux ou à des entités fédérées au sein d'un État fédéral.

La tendance permanente des administrations publiques à enregistrer des déficits budgétaires excessifs ainsi que les caractéristiques d'une union monétaire énumérées ci-dessus justifient l'existence de règles budgétaires et d'institutions budgétaires indépendantes. Les unes comme les autres devraient permettre de rééquilibrer les motivations des responsables politiques, d'imposer des limites à la politique budgétaire menée et d'introduire des mécanismes de coordination budgétaire. Les politiques seront en effet plus enclins à prendre des mesures d'économies impopulaires mais nécessaires s'ils peuvent s'appuyer sur les institutions budgétaires indépendantes ou sur les règles budgétaires en vigueur, surtout lorsque ces dernières sont imposées par un niveau de pouvoir supérieur.

2. Règles budgétaires

Une règle budgétaire peut se définir comme une restriction permanente imposée à la politique budgétaire sous la forme d'un indicateur synthétique relatif aux performances budgétaires (Kopits et Symanski, 1998). Elle consiste à fixer un objectif ou une limite numérique aux agrégats clés des finances publiques, tels que le solde budgétaire, les recettes et les dépenses publiques, ainsi que le niveau de la dette.

Cette partie présente les règles budgétaires existant aux différents niveaux de pouvoir. Tout d'abord, la norme budgétaire en vigueur au niveau de l'UE est décrite succinctement. Puis, les règles budgétaires qui étaient ou sont appliquées en Belgique font l'objet d'un examen approfondi. Ensuite sont exposés quelques résultats intéressants tirés d'une enquête portant sur les règles budgétaires nationales en vigueur au sein des différents États membres de l'UE. Enfin, le dernier point détaille les caractéristiques que doivent idéalement présenter des règles budgétaires.

2.1 Règles budgétaires au niveau de l'UE : normes de Maastricht et pacte de stabilité et de croissance⁽¹⁾

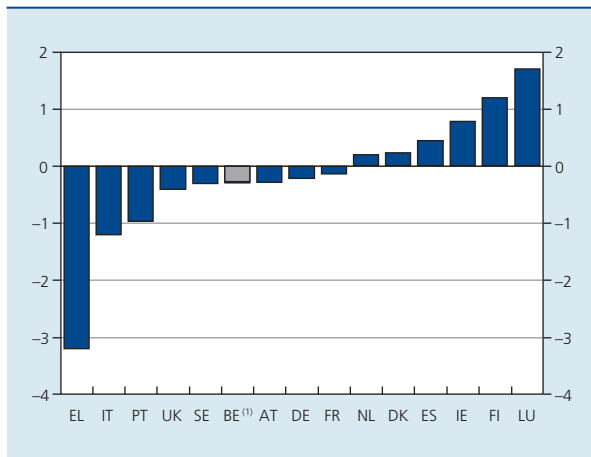
Le Traité instituant la Communauté européenne définit, dans le cadre des critères de convergence auxquels les États membres sont tenus de satisfaire pour adhérer à l'Union monétaire, des valeurs de référence pour le solde budgétaire et la dette publique. En 1992, un accord a été conclu en l'espèce sous la forme du Traité de Maastricht. Le déficit budgétaire ne peut en principe pas excéder 3 p.c. du PIB et la dette publique ne peut dépasser la limite de 60 p.c. du PIB, à moins que ce rapport ne diminue suffisamment et ne se rapproche de la valeur de référence à un rythme satisfaisant. Le Traité a instauré un mécanisme de correction lié à ces critères – à savoir la procédure concernant les déficits excessifs – dont l'objectif était de garantir le maintien de la discipline budgétaire après la création de l'union monétaire. Ces règles budgétaires, ainsi que les procédures préventives et correctrices qui les accompagnent, ont été précisées et renforcées par le pacte de stabilité et de croissance.

Dans le cadre du volet dit « préventif » du pacte, qui vise à empêcher l'apparition de déficits excessifs, les États membres doivent établir des programmes de stabilité ou de convergence dans lesquels sont définis des objectifs budgétaires à moyen terme. Sur la période 2001-2007, il appert que neuf des États membres de l'UE15 ne sont, en moyenne, pas parvenus à respecter les objectifs

(1) Les règles budgétaires au niveau de l'UE ne sont que très succinctement abordées ici, puisqu'elles ont déjà fait l'objet d'un examen approfondi dans l'article *Le pacte de stabilité et de croissance : une histoire mouvementée*, Revue économique, BNB, juin 2005.

GRAPHIQUE 1 OBJECTIFS BUDGÉTAIRES DES PROGRAMMES DE STABILITÉ OU DE CONVERGENCE ET RÉALISATIONS EFFECTIVES

(différence moyenne entre les soldes de financement réalisés des administrations publiques et les objectifs budgétaires pour l'année suivante, sur la période 2001-2007, en pourcentage du PIB)



Source : CE.

(1) Abstraction faite de l'incidence de la reprise par le Fonds de l'infrastructure ferroviaire de la majeure partie de la dette de la SNCB lors de la restructuration de cette dernière le 1^{er} janvier 2005, la Belgique ne se serait pas écartée, en moyenne, de ses objectifs budgétaires.

budgétaires qu'ils s'étaient fixés dans leurs programmes de stabilité ou de convergence. En Grèce, en Italie et au Portugal, les réalisations effectives se sont même, en moyenne, largement écartées de leurs objectifs⁽¹⁾. La Belgique a présenté des résultats bien meilleurs, mais, à l'instar du Royaume-Uni, de la Suède, de l'Autriche, de l'Allemagne et de la France, les réalisations se sont dans l'ensemble avérées moins favorables que les objectifs. À noter cependant qu'abstraction faite de l'incidence de la reprise, en 2005, de la majeure partie de la dette de la SNCB, la Belgique a globalement atteint les objectifs budgétaires qu'elle s'était fixés. Aux Pays-Bas, au Danemark, en Espagne, en Irlande, en Finlande et au Luxembourg, les soldes budgétaires réalisés ont en revanche été supérieurs aux objectifs annoncés.

2.2 Règles budgétaires en Belgique

En Belgique, des règles budgétaires ont été ou sont appliquées aux différents niveaux de pouvoir. Ces objectifs ou limites concernent à la fois l'ensemble des administrations publiques et les sous-secteurs de celles-ci. Ces règles budgétaires sont commentées puis brièvement évaluées ci-dessous.

(1) Toutefois, les soldes de financement de la Grèce et du Portugal ont été revus sensiblement à la baisse après qu'Eurostat eut constaté des manquements sérieux dans les comptes des administrations publiques de ces pays.

2.2.1 Aperçu des règles budgétaires en Belgique

OBJECTIFS EN MATIÈRE DE SOLDE DE FINANCEMENT DE L'ENSEMBLE DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES

Au début des années 1980, la situation des finances publiques était extrêmement préoccupante en Belgique. Le déficit budgétaire a même dépassé 15 p.c. du PIB en 1981, une année marquée par la récession, tandis que le ratio d'endettement augmentait fortement. D'importants progrès ont cependant été accomplis depuis lors dans le domaine de l'assainissement des finances publiques. Une première phase de consolidation a eu lieu de 1981 à 1987, années durant lesquelles le solde primaire corrigé des variations conjoncturelles – un indicateur approximatif de l'orientation de la politique budgétaire – s'est sensiblement amélioré. Une seconde phase de consolidation a débuté en 1992, après l'adoption du Traité de Maastricht, qui définit les critères de convergence – les « normes de Maastricht » –, lesquels étaient déterminants dans l'adhésion des États membres à l'union monétaire. Pour atteindre ces objectifs, les États membres devaient élaborer des programmes de convergence. Avec de tels programmes comme fil conducteur, la Belgique est parvenue à ramener le déficit de financement des administrations publiques sous la norme de 3 p.c. du PIB en 1997, de sorte qu'elle a pu entrer dans l'union monétaire.

En application du pacte de stabilité et de croissance, la Belgique a ensuite dû établir chaque année un programme de stabilité dans lequel sont définis des objectifs budgétaires à moyen terme. Le premier programme de stabilité, daté de décembre 1998, poursuivait l'objectif d'un démantèlement progressif des déficits, qui n'étaient alors plus que relativement limités. Conformément à l'accord gouvernemental fédéral de 1999, l'objectif est devenu quelque peu plus ambitieux dans le cadre du programme de stabilité suivant, et un équilibre budgétaire était visé pour 2002. Cet objectif d'équilibre a pu être atteint dès l'an 2000, grâce à une conjoncture très favorable. Les objectifs ont dès lors été durcis dans le cadre du programme suivant, et l'on a alors ambitionné des excédents budgétaires croissants – eu égard aux coûts budgétaires du vieillissement de la population. Les objectifs fixés préalablement ont toutefois été revus à la baisse, notamment en raison de la conjoncture défavorable qui a caractérisé la période 2001-2003, et l'on a avant tout tenté de maintenir l'équilibre budgétaire. L'on envisageait cependant de commencer à constituer des excédents budgétaires à partir de 2007. Pour cette année-là, on prévoyait un excédent budgétaire de 0,3 p.c. du PIB, qui progresserait ensuite chaque année de 0,2 p.c. du PIB.

TABEAU 1 OBJECTIFS EN MATIÈRE DE SOLDE BUDGÉTAIRE DANS LE CADRE DES PROGRAMMES DE STABILITÉ SUCCESSIFS DE LA BELGIQUE
(pourcentages du PIB)

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Décembre 1998	-1,3	-1,0	-0,7	-0,3									
Décembre 1999		-1,1	-0,5	0,0	0,2								
Décembre 2000			0,2	0,3	0,5	0,6	0,7						
Novembre 2001				0,0	0,5	0,6	0,7						
Novembre 2002					0,0	0,3	0,5						
Novembre 2003						0,0	0,0	0,0	0,3				
Décembre 2004							0,0	0,0	0,3	0,6			
Décembre 2005								0,0	0,3	0,5	0,7		
Décembre 2006									0,3	0,5	0,7	0,9	
Avril 2008										0,0	0,3	0,7	1,0
<i>p.m. Réalisations</i> ⁽¹⁾	-0,5	0,1	0,6	0,0	0,0	0,0	-2,3	0,3	-0,2				

Sources: ICN, SPF Budget et Contrôle de gestion, SPF Finances.

(1) Solde de financement de l'ensemble des administrations publiques selon la méthodologie utilisée dans le cadre de la procédure concernant les déficits excessifs.

Jusqu'en 2004, la Belgique est toujours parvenue à respecter les objectifs de son programme de stabilité. À cet égard, il convient cependant de souligner que, en l'espace de quelques années, les soldes budgétaires se sont sensiblement améliorés grâce à des mesures non récurrentes telles que les transferts en capital reçus en échange de la reprise d'obligations en matière de pension de certaines entreprises, la vente d'actifs immobiliers et des régularisations fiscales. En 2005, l'objectif n'a pas été atteint en raison de la reprise, par le Fonds de l'infrastructure ferroviaire, de la majeure partie de la dette de la SNCB lors de la restructuration de celle-ci. Abstraction faite de l'incidence de cette opération exceptionnelle, les comptes publics se seraient clôturés cette année-là sur un excédent de 0,1 p.c. du PIB. En 2006, le résultat a été bien meilleur qu'attendu. Par contre, l'objectif du programme de stabilité n'a pas été atteint en 2007, année où les comptes publics se sont clôturés par un léger déficit.

Le programme de stabilité d'avril 2008 vise un équilibre pour 2008 et pose comme objectif pour les années suivantes la constitution progressive d'un excédent budgétaire structurel, qui devrait atteindre 1 p.c. du PIB en 2011.

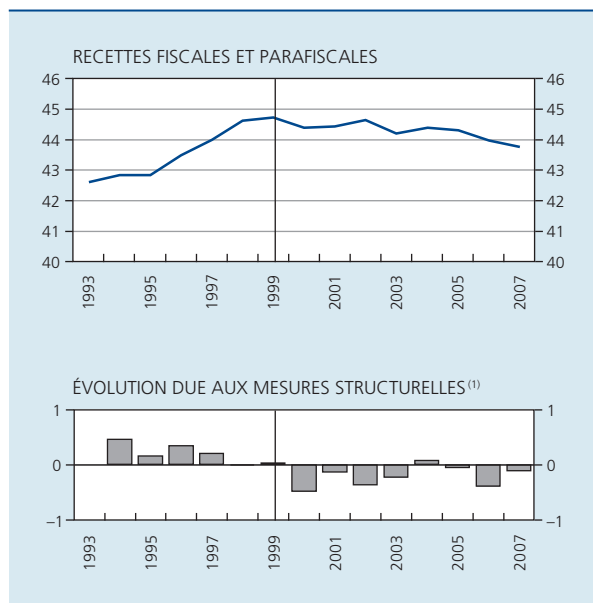
OBJECTIFS EN MATIÈRE DE RECETTES FISCALES ET PARAFISCALES

En prévision de l'assainissement budgétaire qui s'imposait pour répondre aux critères d'adhésion à l'union monétaire, il a été convenu dans l'accord de gouvernement fédéral de 1992 que les recettes fiscales et parafiscales devaient au moins évoluer parallèlement au PIB. Cet objectif a été répété dans l'accord de gouvernement de 1995. La norme en matière de recettes publiques a été ajustée dès que la Belgique a adhéré à l'union monétaire. Les accords de gouvernement fédéral de 1999 et de 2003 prévoyaient en effet qu'une marge budgétaire devait être dégagée afin d'alléger la pression fiscale et parafiscale.

Les recettes fiscales et parafiscales sont passées de 42,6 p.c. du PIB en 1993 à 44,7 p.c. en 1999 pour revenir à 43,8 p.c. en 2007. Ces évolutions s'expliquent, d'une part, par les mesures adoptées par le gouvernement sur les plans des impôts et des cotisations sociales et, d'autre part, par d'autres facteurs.

Au cours de la période 1992-1998, les mesures fiscales et parafiscales ont exercé une incidence à la hausse sur les recettes publiques. L'inverse s'est produit lors de la période débutant en 1999, lorsque les mesures visaient à réduire la pression fiscale et parafiscale. Seule l'année 2004 constitue une exception, étant donné que plusieurs

GRAPHIQUE 2 NORMES EN MATIÈRE DE RECETTES PUBLIQUES
(pourcentages du PIB)



Sources : ICN, SPF Finances, BNB.

(1) La réforme de l'impôt des sociétés en 2003 et l'introduction de la déduction fiscale pour capital à risque en 2006 ne sont pas prises en compte dans le calcul de ces chiffres, étant donné l'incertitude qui entoure leur incidence sur le budget. Lors de l'approbation de ces mesures, l'on est parti du principe qu'elles seraient neutres d'un point de vue budgétaire.

impôts indirects ont été relevés cette année-là⁽¹⁾. Dans l'ensemble, les mesures relatives aux impôts et aux cotisations sociales étaient dès lors conformes aux objectifs fixés préalablement.

NORME EN MATIÈRE DE DÉPENSES DU POUVOIR FÉDÉRAL

En Belgique, les finances publiques ont notamment été assainies au moyen de coupes dans les dépenses du pouvoir fédéral. Ainsi, dans le cadre des mesures visant à réduire le déficit budgétaire, l'accord de gouvernement fédéral de 1992 avait pour ambition de limiter la croissance réelle des dépenses publiques fédérales hors charges d'intérêts à un pourcentage égal ou inférieur à zéro. L'accord de gouvernement de 1995 confirmait cette norme de croissance réelle nulle, laquelle aurait dû en principe être applicable jusqu'en 1999. Dans les faits, la norme a été abandonnée en 1998, soit l'année suivant l'évaluation du respect des critères d'adhésion à l'union monétaire fixés par le Traité de Maastricht. Pour permettre l'application de cette norme – relativement stricte –, certaines catégories de dépenses ont été soumises à une restriction encore plus sévère. Il a ainsi été décidé d'utiliser une croissance nominale nulle pour le budget de la défense, la dotation publique à la sécurité sociale et les subsides octroyés aux entreprises

publiques. La contribution RNB à l'Union européenne a été exclue depuis 1996 du champ d'application de cette norme.

L'accord de gouvernement et le programme de stabilité de 1999 fixèrent un nouvel objectif. La croissance réelle des dépenses devait se limiter à 1,5 p.c.⁽²⁾. Cet objectif a été renforcé dans le cadre de la confection du budget 2003 et il a été décidé de circonscrire la croissance réelle des dépenses du pouvoir fédéral à 1,3 p.c. L'accord de gouvernement conclu en 2003 a encore restreint celle-ci à 1,2 p.c. Les « réinvestissements » dans les entreprises publiques n'étaient pas concernés par cette norme. L'accord de gouvernement de mars 2008 n'a fixé aucune norme générale explicite en matière de dépenses, à la différence du programme de stabilité d'avril 2008, qui exprime l'intention de réduire les dépenses en pourcentage du PIB.

Afin d'évaluer si ces normes en matière de dépenses ont atteint leurs objectifs, une comparaison a été réalisée avec la croissance réelle des dépenses telles qu'elles sont comptabilisées, selon le SEC 95, dans les comptes du pouvoir fédéral. Il convient à cet égard de souligner que ce n'est pas exactement sur cet agrégat que porte la norme en matière de dépenses fédérales. Celle-ci est en effet la plupart du temps définie à l'aide des dépenses enregistrées dans le budget fédéral⁽³⁾. Cette comparaison est cependant riche en enseignements. D'un point de vue économique, il est plus significatif de considérer les dépenses telles qu'elles sont enregistrées dans les comptes des administrations publiques selon le SEC 95 que les dépenses budgétaires au sens strict. Ces dernières sont en effet plus facilement manipulables par des opérations telles que les débudgétisations et les formes de financement alternatives. Tel est nettement moins le cas des comptes des administrations publiques établis selon le SEC 95, qui se basent sur des chiffres consolidés. Cette différence explique également pourquoi la norme en matière de dépenses fédérales a la plupart du temps été respectée *ex ante* sur la base des performances budgétaires, alors que la croissance des dépenses enregistrée dans les comptes des administrations publiques était généralement supérieure.

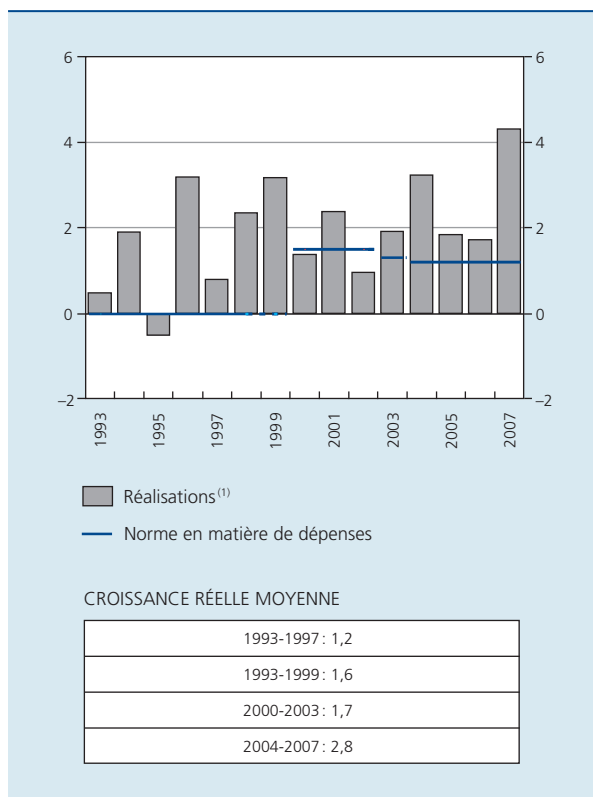
(1) Ainsi, la part des recettes de TVA prélevée en Belgique et revenant à l'État belge a augmenté en 2004 à hauteur de 0,1 p.c. du PIB, sous l'effet de la réforme du mode de financement de l'UE décidée lors du sommet de Berlin en mars 1999. Par ailleurs, la cotisation sur l'énergie frappant l'électricité, le mazout, le charbon, l'essence et le diesel ainsi que les accises sur le tabac et sur l'essence et le diesel (par le biais du système de cliquet) ont été majorées, tout comme l'avance que doit payer l'industrie pharmaceutique pour financer le dépassement du budget des médicaments.

(2) Le programme de stabilité de 1999 a formulé l'objectif de limiter la croissance réelle des dépenses à 1,5 p.c. pour l'ensemble des administrations publiques. Celui de 2000 a restreint cet objectif aux dépenses primaires des départements et de la sécurité sociale. Le programme de stabilité de 2001 précise que cette norme s'applique aux dépenses primaires qui relèvent de la responsabilité du pouvoir fédéral.

(3) La norme budgétaire comprenait également les transferts vers les autres sous-secteurs des administrations publiques, comme la dotation à la sécurité sociale. La comparaison est réalisée avec les dépenses fédérales établies selon le SEC 95, à l'exclusion des transferts vers les autres sous-secteurs.

GRAPHIQUE 3 DÉPENSES PRIMAIRES DU POUVOIR FÉDÉRAL

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



Sources : ICN, BNB.

(1) Croissance réelle corrigée de l'influence des facteurs non récurrents ou budgétairement neutres et des effets de l'indexation.

À l'exception de l'année 1995, la croissance réelle annuelle des dépenses du pouvoir fédéral, telle que renseignée dans les comptes des administrations publiques (SEC 95), a été supérieure à zéro. Au cours de la période 1993-1997, la progression est toutefois restée limitée à 1,2 p.c. Celle-ci étant sensiblement inférieure à la croissance tendancielle du PIB, les dépenses fédérales, exprimées en pourcentage du PIB, ont alors reculé. Comme indiqué ci-dessus, la norme n'a *de facto* plus été appliquée en 1998 et en 1999. L'augmentation des dépenses fédérales a été relativement soutenue durant ces deux années. Sur la période 2000-2003, la progression des dépenses fédérales en volume s'est limitée à 1,7 p.c. en moyenne, ce qui est à peine supérieur à la norme de croissance de 1,5 p.c. alors d'application. Par contre, durant la période 2004-2007, la norme en matière de dépenses a certes été ramenée à 1,2 p.c., mais la croissance réelle des dépenses du pouvoir fédéral durant cette période s'est accélérée pour atteindre 2,8 p.c. en moyenne, soit plus que la croissance tendancielle du PIB.

OBJECTIFS EN MATIÈRE DE DÉPENSES DE SOINS DE SANTÉ

Une norme en matière de dépenses de soins de santé a été introduite en 1994. La croissance réelle de ces dépenses devait être limitée à 1,5 p.c. par an. Il a été convenu dans l'accord de gouvernement fédéral conclu en 1999 de porter cette norme de croissance réelle à 2,5 p.c. L'accord de gouvernement de 2003 a une nouvelle fois relevé cette norme pour qu'elle atteigne 4,5 p.c. Par conséquent, l'objectif budgétaire, faisant initialement office de restriction budgétaire, est progressivement devenu un signal indiquant que les autorités étaient disposées à investir davantage dans les soins de santé. L'accord de gouvernement conclu en mars 2008 a confirmé la norme de croissance réelle de 4,5 p.c. des soins de santé, une partie de cette marge budgétaire devant néanmoins être consacrée à la constitution de réserves.

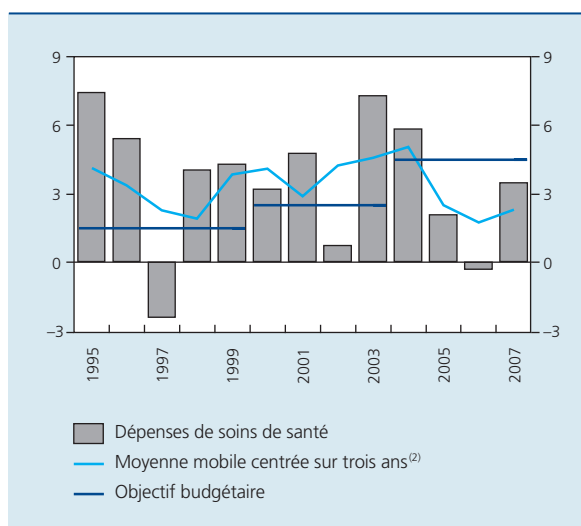
La comparaison entre la norme budgétaire en matière de dépenses de soins de santé et les dépenses effectives révèle qu'il n'existe pour ainsi dire aucun lien entre les deux.

NORMES POUR LES COMMUNAUTÉS ET RÉGIONS

Dans un État fédéral, il est logique que chaque entité contribue à la réalisation des objectifs budgétaires fixés au niveau de l'ensemble des pouvoirs publics. En vue

GRAPHIQUE 4 DÉPENSES DE SOINS DE SANTÉ⁽¹⁾

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



Sources : ICN, BNB.

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

(2) L'hypothèse d'une croissance réelle de 4,5 p.c. en 2008 a été retenue pour le calcul de la moyenne mobile de 2007.

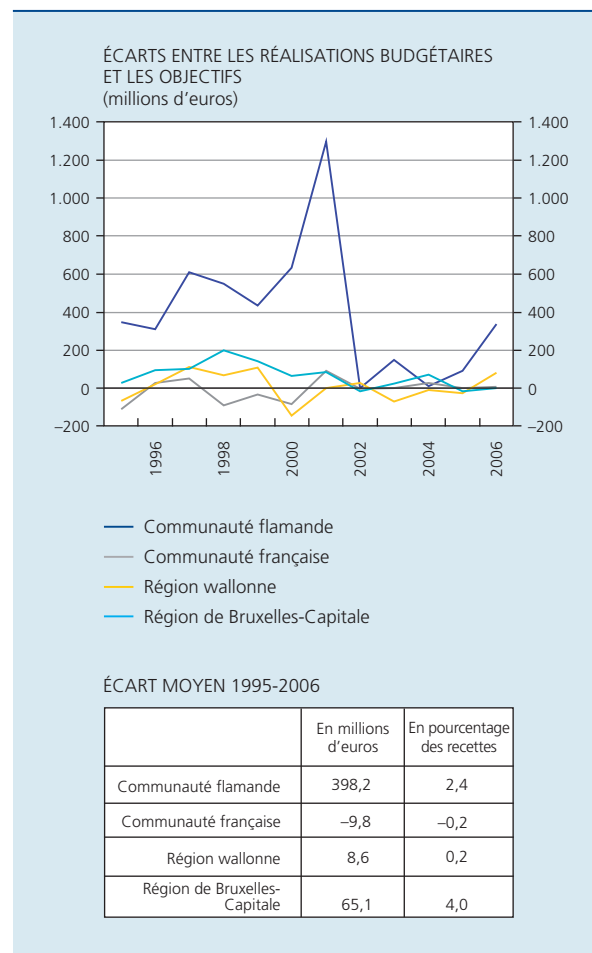
d'assurer la nécessaire coordination budgétaire, la section « Besoins de financement des pouvoirs publics » a été créée au sein du Conseil supérieur des Finances dans le cadre de la loi spéciale de financement du 16 janvier 1989. Depuis lors, la Section émet, en règle générale chaque année, un avis dans lequel elle formule des recommandations en matière de soldes budgétaires, tant pour l'ensemble des administrations publiques que pour chacune des communautés et régions considérées séparément. Ces recommandations constituent la base des accords de coopération en matière d'objectifs budgétaires conclus entre le gouvernement fédéral et les gouvernements des communautés et régions.

Le premier accord de coopération a été conclu en juillet 1994. Cet accord définissait les déficits maximums autorisés en 1995 et en 1996 pour chaque communauté et région. Ces normes visaient à obtenir une stabilisation de la dette par rapport aux recettes dans chaque entité à partir de l'an 2000. Sur la base du même principe, des objectifs budgétaires ont été fixés dans l'accord de coopération de juillet 1996 pour la période allant jusqu'à 1999. Ces deux accords de coopération correspondaient exactement aux programmes de convergence destinés à permettre à la Belgique d'adhérer à l'union monétaire.

Les objectifs budgétaires pour la période 2000-2002 ont été intégrés dans l'accord de coopération de novembre 1999. Un nouveau principe sous-tendait ces normes, à savoir que toutes les entités devaient être au moins à l'équilibre au plus tard pour 2010. Cette stratégie s'inspirait du pacte de stabilité et de croissance européen dans lequel l'objectif d'obtenir, à moyen terme, des budgets quasiment en équilibre ou en surplus était stipulé. Pour la Communauté flamande, cette trajectoire impliquait une réduction progressive de son surplus. Les autres entités, qui présentaient encore des déficits, étaient tenues de les résorber. En décembre 2000, l'accord précédent a été complété, sur la base du même principe, par des objectifs portant jusqu'en 2005. Quelques modifications ont encore été apportées ultérieurement à cet accord, essentiellement de nature technique. Les objectifs relatifs à certaines années ont également été revus à la hausse pour un certain nombre d'entités, et ce en raison de l'évolution favorable de leurs ressources.

Du fait de ces adaptations répétées, notamment dues aux nombreuses concertations budgétaires entre l'État fédéral et les communautés et régions au cours des dernières années, la trajectoire initiale a été sensiblement modifiée. Mais comme le fait apparaître le dernier rapport de coopération d'octobre 2005, le principe régissant les normes budgétaires des communautés et régions a

GRAPHIQUE 5 ÉCARTS ENTRE LES RÉALISATIONS BUDGÉTAIRES DES COMMUNAUTÉS ET DES RÉGIONS ET LES OBJECTIFS DES ACCORDS DE COOPÉRATION
(millions d'euros, sauf mention contraire)



Sources : CSF, ICN, BNB.

toutefois été maintenu : toutes les entités doivent être au moins en équilibre au plus tard en 2010.

Les normes définies dans les accords de coopération successifs ont été globalement bien respectées par les différentes communautés et régions. Durant la période 1995-2006, la communauté flamande a systématiquement affiché des performances supérieures – et parfois même nettement supérieures – à la norme⁽¹⁾. À plusieurs reprises jusqu'à l'an 2000, la Communauté française n'est pas arrivée à remplir ses objectifs ; elle les a toutefois

(1) Pour 2002, l'évaluation n'est cependant pas univoque. Dans l'accord du 21 mars 2002, l'État fédéral et les communautés et régions avaient convenu d'évaluer dorénavant les résultats budgétaires sur la base de la méthodologie du SEC. Pour 2002, un régime transitoire tenant compte des soldes de certaines institutions qui, conformément au SEC, sont consolidées au sein des administrations publiques, a été mis en place. Le solde ainsi calculé de la Communauté flamande correspondait à l'objectif fixé. L'accord prévoyait toutefois aussi que les communautés et régions ne pourraient prendre aucune décision susceptible de détériorer les soldes des autres institutions qui sont consolidées au sein des administrations publiques. Ce dernier point n'a toutefois pas été respecté.

effectivement atteints à partir de 2001. En règle générale, la Région wallonne est parvenue à atteindre ses objectifs, bien qu'un écart négatif par rapport à la norme ait été observé certaines années. Enfin, par le passé, les résultats de la Région de Bruxelles-Capitale ont été systématiquement meilleurs que les objectifs fixés, et même sensiblement meilleurs en pourcentage de ses recettes.

LIMITES LÉGALES DES SOLDES BUDGÉTAIRES DES POUVOIRS LOCAUX

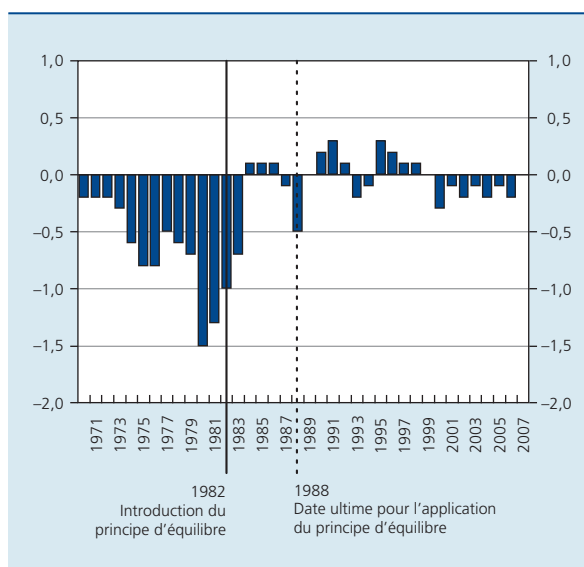
Le dérapage budgétaire auquel ont été confrontés l'ensemble des pouvoirs locaux au début des années 1980 – le déficit de financement de ce sous-secteur des administrations publiques avait progressé pour atteindre 1 à 1,5 p.c. du PIB – a entraîné la mise en place de limites strictes quant à leurs finances. Le principe d'équilibre budgétaire a été introduit par l'arrêté de pouvoirs spéciaux n° 110 du 13 décembre 1982 ; il a ensuite été intégré dans la loi communale et devait être d'application au plus tard en 1988.

La restriction budgétaire se réfère à l'obligation d'un équilibre au niveau du budget dit de « service ordinaire ». Outre les dépenses et recettes courantes, celui-ci comprend les dépenses d'intérêts et les remboursements effectués sur les emprunts, de sorte que les opérations de capital sont également limitées de façon indirecte. Il n'est pas nécessaire de respecter chaque année ce principe d'équilibre puisqu'il est possible de prendre en considération d'éventuels surplus réalisés au cours d'exercices antérieurs. Cette approche offre une certaine flexibilité et permet des glissements sur plusieurs années. Pour les CPAS et les zones de police, l'équilibre budgétaire est assuré de fait étant donné que d'éventuels déficits doivent être absorbés par les dotations communales.

Bien que le contrôle des communes soit devenu entre-temps une compétence régionale dans le cadre de la réforme de l'État belge, le principe d'équilibre budgétaire est toujours en vigueur et son application est contrôlée par les autorités de tutelle⁽¹⁾.

Cette restriction budgétaire qui repose sur une base légale a permis de corriger le dérapage des finances des pouvoirs locaux apparu à la fin des années 1970 et au début des années 1980. Depuis lors, les finances de l'ensemble des pouvoirs locaux sont quasiment en équilibre – cela n'est cependant toujours pas le cas pour certaines communes – s'il est fait abstraction des cycles électoraux qui sont caractéristiques de ce niveau de pouvoir et qui exercent une influence sur l'évolution de leurs dépenses d'investissement⁽²⁾.

GRAPHIQUE 6 SOLDE DE FINANCEMENT DES POUVOIRS LOCAUX
(pourcentages du PIB)



Sources : ICN, BNB.

2.2.2 Évaluation des règles budgétaires en Belgique

Les règles budgétaires qui étaient ou sont appliquées en Belgique présentent un certain nombre d'avantages et de défauts. Les éléments les plus marquants sont commentés ci-dessous, quoique de manière non exhaustive.

L'objectif de solde de l'ensemble des administrations publiques constitue une norme très stricte. Cet objectif, qui est au cœur de la politique budgétaire, est globalement bien respecté. Ces dernières années, des montants relativement substantiels ont toutefois été consacrés à des mesures non récurrentes destinées à sa réalisation. L'objectif budgétaire n'a, du reste, pas pu être atteint en 2007.

Les normes en matière de dépenses, par contre, font l'objet d'une appréciation moins favorable. De solides normes de dépenses viendraient pourtant sensiblement étayer la norme de solde fixée pour l'ensemble des administrations publiques et pour ses sous-secteurs. Les dépenses du pouvoir fédéral et – surtout – les dépenses de soins

(1) Dans le décret communal flamand du 15 juillet 2005, il est toutefois prévu que le système actuel sera supprimé à terme dans le cadre de l'adaptation des dispositions relatives à la comptabilité communale (celle-ci est prévue pour l'année 2013). La nouvelle définition de l'équilibre financier qui sera utilisée dans ce cadre n'est pas encore clairement fixée.

(2) À cet égard, il convient de souligner que le principe d'équilibre budgétaire se réfère à la définition communale, ce qui ne correspond pas nécessairement à un équilibre sur la base du solde de financement des comptes des administrations publiques établis selon le SEC 95.

de santé, ne sont guère, voire pas, liées aux normes. S'agissant des soins de santé, la raison principale en est indéniablement la nature ouverte du budget y afférent, qui est plutôt une estimation, si bien que les dépenses sont dans la pratique difficilement contrôlables. Pour ce qui est des dépenses fédérales, qui constituent dans une large mesure un budget fermé dans le cadre duquel le montant inscrit en dépenses représente un plafond qui ne peut pas être dépassé, l'explication est moins limpide. Le fait que cette norme n'est pas clairement définie et la possibilité de l'éviter en constituent cependant des faiblesses. On a également l'impression que cette norme en matière de dépenses a souvent été utilisée dans le souci de faire bonne impression et qu'elle n'était pas toujours ardemment soutenue par le gouvernement. Ces normes ne suscitent toutefois pas que des avis négatifs. Même si elles sont difficiles à évaluer, il semble qu'elles aient donné lieu à des mesures restrictives au niveau des dépenses fédérales comme au niveau des dépenses de soins de santé.

Les normes des communautés et régions sont assez bien respectées. Elles ont donc été efficaces, en ce sens que la situation budgétaire des communautés et régions peut actuellement être qualifiée de soutenable. Aucun mécanisme de sanction sévère ne punit néanmoins l'éventuel non-respect de ces normes. Même si la loi de financement du 16 janvier 1989 permet au ministre fédéral des Finances d'empêcher l'émission de nouveaux emprunts, il est clair qu'une sanction d'une telle sévérité ne peut être appliquée qu'en cas de dérapage budgétaire extrême. Le contrôle parlementaire et la pression exercée par les autres communautés et régions et par le pouvoir fédéral ont apparemment été efficaces. La transparence des normes budgétaires des communautés et régions pourrait toutefois être encore sensiblement améliorée. Les accords de coopération et les objectifs budgétaires ne sont pas publiés. En outre, les nombreux accords de principe qui ont été conclus ces dernières années entre les administrations publiques fédérales et les communautés et régions n'ont pas toujours été traduits dans des objectifs chiffrés concrets, ce qui constitue une source potentielle de différences d'interprétation et de contestations.

Enfin, la contrainte budgétaire légale des administrations locales a donné les résultats souhaités en ce sens que le solde de financement de ce sous-secteur s'est presque toujours affiché en équilibre ces vingt dernières années.

2.3 Règles budgétaires nationales au sein des États membres de l'UE

En 2005 et en 2006, la Commission européenne a mené une enquête sur les règles budgétaires appliquées dans les différents États membres de l'UE⁽¹⁾. Il en ressort que le nombre de règles budgétaires en vigueur dans ces pays n'a pas cessé d'augmenter au cours des vingt dernières années. Le taux de couverture des règles budgétaires, défini comme la proportion des recettes ou des dépenses publiques visées par des règles budgétaires dans l'ensemble des recettes ou des dépenses publiques, serait ainsi passé de 25 p.c. environ au début des années 1990 à près de 75 p.c. à l'heure actuelle. On observe cependant d'importantes différences entre les États membres de l'UE.

Par ailleurs, cette enquête montre que les caractéristiques des règles budgétaires numériques varient fortement en fonction du niveau de pouvoir auquel elles se rapportent. Ainsi, la plupart des règles relatives aux administrations régionales ou locales sont coulées dans une loi, voire dans la Constitution. De sévères mécanismes de sanction sont souvent les garants de la bonne application de ces règles. Par contre, les règles relatives à l'administration centrale ou à l'ensemble des administrations publiques reposent essentiellement sur des accords de coalition ou des engagements politiques. Les règles qui s'appliquent au niveau du pouvoir central ne sont généralement pas associées à des mécanismes de sanction formels.

Les caractéristiques des règles budgétaires semblent également dépendre de la forme de gouvernement des différents États membres de l'UE. À cet égard, l'on établit parfois une distinction entre les *delegation countries* et les *contract countries*. Les premiers sont des pays dont le gouvernement ne se compose que d'un seul parti ou de plusieurs partis partageant les mêmes tendances. La responsabilité budgétaire du ministre des Finances et du Budget y est souvent très large. Dans les seconds, par contre, plusieurs partis siègent au gouvernement et concluent entre eux des accords de coalition. Le nombre de règles est, en moyenne, globalement le même dans ces deux types de pays, mais il convient de souligner que, dans les *delegation countries*, celles-ci concernent essentiellement les niveaux régional et local, alors que, dans les *contract countries*, elles concernent plutôt le niveau de l'administration centrale et la sécurité sociale⁽²⁾.

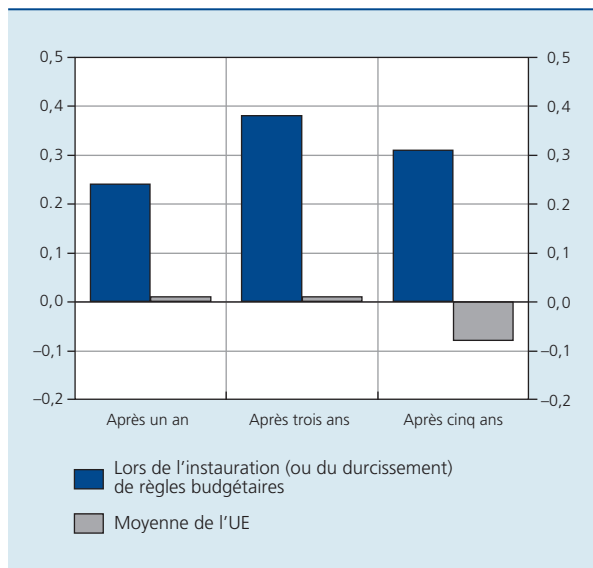
Les observations statistiques et économétriques confirment l'existence d'une relation entre les règles budgétaires, d'une part, et les réalisations budgétaires, d'autre part. On constate ainsi, en moyenne, une sensible amélioration du solde primaire structurel au cours de la période qui suit l'instauration des règles, alors que ce solde est, en

(1) Les résultats de cette enquête et l'analyse y afférente sont présentés en détail dans le rapport intitulé *Public finances in EMU 2006* (European Commission, 2006).

(2) En Belgique, il semble que les règles budgétaires soient réparties de manière assez équilibrée entre les niveaux régional et local, d'une part, et le niveau central, d'autre part.

GRAPHIQUE 7 VARIATION DU SOLDE PRIMAIRE CORRIGÉ DES VARIATIONS CONJONCTURELLES AU COURS DE LA PÉRIODE QUI A SUIVI L'INSTAURATION OU LE DURCISSEMENT DES RÈGLES BUDGÉTAIRES DANS LES ÉTATS MEMBRES DE L'UE

(variations en pourcentage du PIB au cours de la période 1990-2005)



Source : CE.

moyenne, assez stable au cours de la période considérée. L'amélioration moyenne du solde primaire corrigé des variations conjoncturelles s'élève à plus de 0,2 p.c. du PIB la première année qui suit l'instauration ou le durcissement des règles budgétaires. Après trois ans, elle atteint même près de 0,4 p.c. du PIB et, après cinq ans, encore 0,3 p.c. du PIB. On constate également un ralentissement de la croissance des dépenses primaires après l'instauration des règles en matière de dépenses.

Si l'on anticipe sur la partie relative aux propriétés inhérentes à toute règle budgétaire idéale, l'on peut d'ores et déjà dire que cette enquête de la Commission européenne montre aussi que les caractéristiques des règles budgétaires revêtent une grande importance. Ainsi, les règles strictes qui reposent sur une base légale, sont subordonnées à des mécanismes de sanction sévères et bénéficient d'une grande attention de la part des médias exerceraient sur les réalisations budgétaires une influence positive plus importante que les règles qui ne présentent pas ces caractéristiques.

2.4 Propriétés d'une règle budgétaire idéale

Il ressort de ce qui précède que, s'il existe un très grand nombre de règles budgétaires, elles ne rencontrent pas toutes le même succès. C'est la raison pour laquelle les critères que les règles budgétaires devraient idéalement satisfaire sont présentés plus en détail ci-après. Il règne dans la littérature spécialisée un large consensus sur un certain nombre d'exigences, dans le cadre duquel on fait souvent référence aux huit critères avancés par Kopits et Symanski (1998). Selon ces auteurs, une règle budgétaire idéale doit présenter les propriétés suivantes : elle doit être claire dans sa définition, transparente, pertinente, cohérente, simple, coercitive, flexible et efficiente. Ces diverses exigences sont expliquées et commentées ci-dessous.

Une règle budgétaire doit être claire dans sa définition et transparente. Cela implique que son champ d'application est clairement délimité et qu'il n'y a en principe aucun moyen d'y échapper. Elle doit également faire l'objet d'une présentation claire reposant sur des conventions statistiques. C'est par exemple le cas du solde de financement du secteur des administrations publiques tiré des comptes nationaux établis selon le SEC 95, qui constitue la principale valeur budgétaire cible en Belgique comme dans les autres États membres de l'UE. Le fait que la norme des 3 p.c. de déficit du Traité de Maastricht et du pacte de stabilité et de croissance fasse référence à cet agrégat y est indéniablement pour quelque chose. Les caractéristiques de ce critère de politique budgétaire sont clairement supérieures à celles, par exemple, du solde net à financer du Trésor, qui a été l'agrégat clé de la politique budgétaire belge jusqu'au milieu des années 1990. Dans la mesure où ce dernier est un pur concept de caisse, il peut facilement être influencé par des opérations financières ou par des glissements dans le temps. Tel est bien moins le cas des comptes des administrations publiques établis selon le SEC 95, pour lesquels Eurostat a développé au fil des ans une jurisprudence dont l'objectif est notamment de faire coïncider le plus possible ces comptes avec la réalité économique.

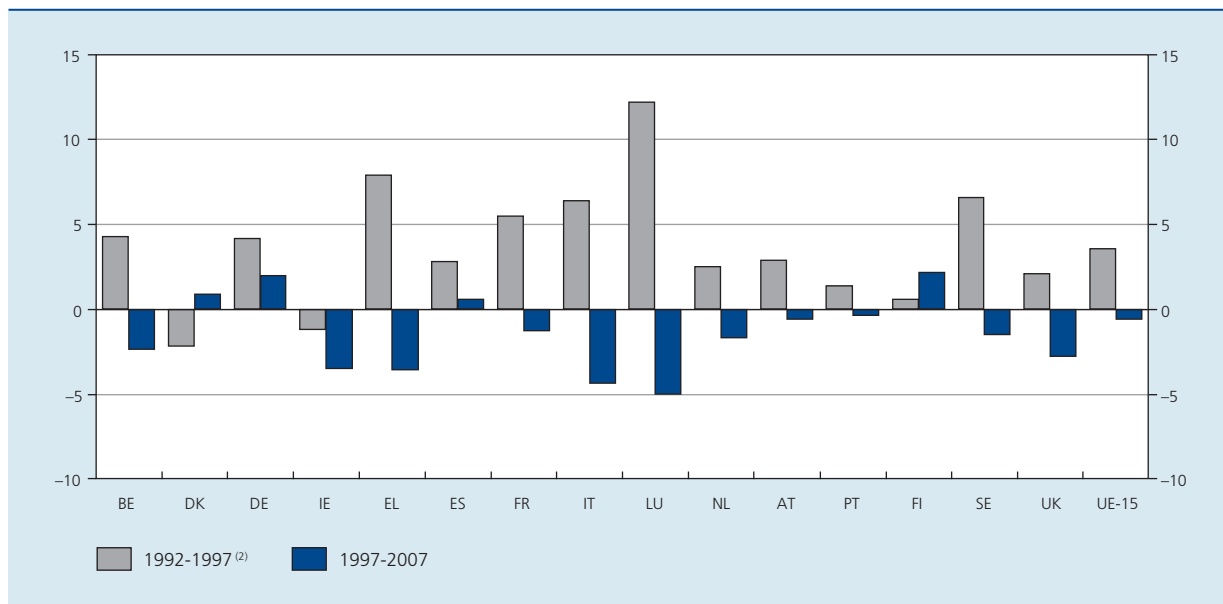
Par ailleurs, une règle budgétaire doit être pertinente par rapport au but poursuivi. Cela implique que la règle doit concerner les résultats budgétaires *ex post* plutôt que les objectifs figurant au budget.

Une règle budgétaire doit être cohérente avec les autres objectifs et règles des politiques publiques.

Il est aussi préférable qu'elle soit simple, pour facilement trouver écho auprès des responsables politiques et du grand public, et accroître ainsi son incidence.

GRAPHIQUE 8 INCIDENCE SUR LA POLITIQUE BUDGÉTAIRE DES CRITÈRES DE CONVERGENCE DU TRAITÉ DE MAASTRICHT

(solde primaire corrigé de l'influence de la conjoncture⁽¹⁾, pourcentages du PIB)



Source : CE.

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

(2) À partir de 1995 pour l'Espagne, à partir de 1993 pour la Suède; pour l'UE15, la moyenne de la période 1992-1997 a été calculée en faisant abstraction de ces deux États membres.

Une autre propriété d'une règle budgétaire idéale est d'être coercitive. C'est le cas si on peut imposer des sanctions lorsque la règle budgétaire n'est pas respectée. Il n'est pas absolument nécessaire d'avoir un mécanisme de sanction formel; l'atteinte à la bonne réputation peut aussi être considérée comme une sanction. Il est évident que l'incitation à respecter la norme budgétaire augmente à mesure que la sanction devient plus rigoureuse.

À cet égard, les évolutions divergentes du solde primaire corrigé de l'influence du cycle des États membres de l'UE15 avant et après l'autorisation d'adhérer à l'union monétaire sont révélatrices. Le non-respect des normes de Maastricht aurait en effet entraîné une sanction extrêmement sévère, à savoir l'impossibilité d'entrer dans l'union monétaire. Alors que presque tous les États membres de l'UE15 étaient parvenus à sensiblement redresser leur solde primaire corrigé de l'influence de la conjoncture entre 1992 et 1997, il n'en a plus été de même par la suite.

Les règles budgétaires doivent être flexibles. Cela signifie qu'il convient de tenir compte de circonstances imprévues, parmi lesquelles l'évolution de la conjoncture, lorsqu'elles sont mises en œuvre. Il est en effet évident que la croissance économique et ses principales composantes peuvent exercer une influence considérable sur

certains agrégats, tel le solde primaire ou le solde de financement des administrations publiques. Afin de neutraliser l'incidence du cycle, on conseille dès lors souvent de formuler des objectifs budgétaires reposant sur des soldes budgétaires corrigés de l'influence des facteurs conjoncturels ou – si l'on exclut également l'incidence des facteurs non récurrents – structurels⁽¹⁾.

Il est cependant extrêmement important de tenir compte des contraintes inhérentes à l'établissement de soldes budgétaires corrigés de l'influence des facteurs conjoncturels et structurels. Le calcul de ces soldes ne va en effet pas sans grandes difficultés, dans la mesure où il n'est pas aisé de déterminer l'écart de production, à savoir la différence entre la croissance effective et la croissance potentielle. Dans la mesure où l'écart estimé de production a parfois fait l'objet de révisions importantes dans le passé, l'estimation des soldes budgétaires corrigés de l'influence des facteurs conjoncturels et structurels évoluent sensiblement au fil du temps. Même si des règles budgétaires axées sur des soldes budgétaires structurels sont théoriquement préférables, il convient dès lors dans la pratique de les appliquer avec toute la prudence et rigueur.

(1) Cela a notamment été le cas lors de la réforme du pacte de stabilité et de croissance, en mars 2005. Le rapport de la section « Besoins de financement des pouvoirs publics » du Conseil supérieur des Finances (juillet 2007) formulait également une recommandation dans ce sens.

Enfin, les règles budgétaires doivent être efficaces en ce sens que le critère auquel elles se rapportent ne peut en aucun cas être biaisé. La littérature spécialisée renvoie, en la matière, à la loi de Goodhart, selon laquelle un indicateur statistique perd de son sens en tant qu'indicateur utile dès lors qu'il devient un instrument de politique. En d'autres termes, un critère cesse d'être bon lorsqu'il devient un objectif.

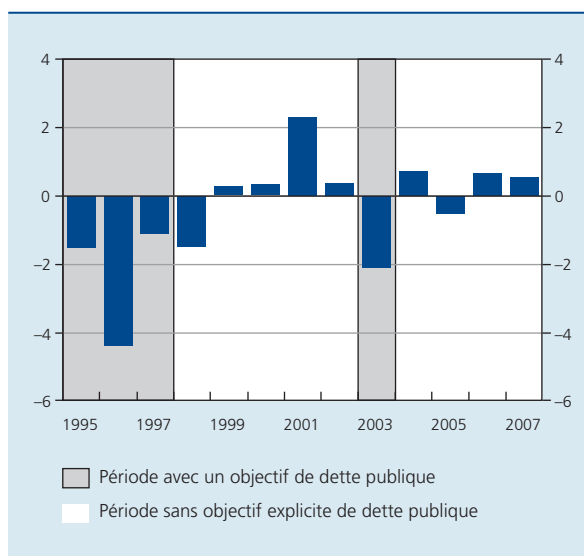
La loi de Goodhart s'applique clairement dans le cadre des objectifs budgétaires; plusieurs exemples peuvent l'illustrer. Il en est ainsi des nombreuses mesures non récurrentes que le gouvernement fédéral a mises en œuvre certaines de ces dernières années afin d'atteindre l'objectif fixé en termes de solde de financement. Par ailleurs, il y a également les formes de financement alternatives qui, dans bon nombre de cas, visent à éviter que les dépenses d'investissement n'exercent une influence négative sur le solde de financement des administrations publiques. L'incidence budgétaire s'étalerait alors sur plusieurs années par le biais du versement, par les administrations publiques, de loyers.

Certaines opérations qui ont été effectuées au cours de la période antérieure à 1997 en vue de comprimer le plus rapidement possible le taux d'endettement brut consolidé peuvent également être placées dans cette perspective. À cette époque, l'objectif avoué était en effet de réduire le taux d'endettement, puisque les critères d'adhésion à l'union monétaire faisaient notamment référence à celui-ci. En plus de la contraction endogène de la dette, cette réduction s'est considérablement accélérée grâce notamment à des opérations de privatisation, au transfert, par la Banque nationale de Belgique, des produits issus des ventes d'or et à l'obligation imposée à certains organismes publics de placer leurs excédents de liquidités en titres de créance publics ou sur des comptes du Trésor. L'incidence de ce type d'opérations peut être illustrée au moyen des ajustements entre le déficit et la dette, qui étaient systématiquement fortement négatifs au cours de cette période. Tel a également été le cas en 2003, lorsque le pouvoir fédéral avait formulé l'objectif explicite de ramener le ratio d'endettement sous la barre des 100 p.c. du PIB⁽¹⁾.

Il convient toutefois de souligner qu'une règle ne répond pas facilement à toutes ces propriétés. Ainsi, accroître la flexibilité d'une règle en réduit la simplicité. Par ailleurs, une règle simple qui n'établit aucune distinction entre la politique effectivement menée et les conséquences budgétaires

(1) Les opérations spécifiques réalisées cette année-là concernaient notamment le remboursement, par les sociétés régionales de logement, de la plus grande partie de leur dette envers le Fonds d'amortissement des emprunts du logement social (FADELS), ainsi que la vente du portefeuille de prêts hypothécaires géré par Credibe, qui est une institution née, en 2001, de la réorganisation de l'Office central de crédit hypothécaire et qui appartient depuis lors au secteur public.

GRAPHIQUE 9 INCIDENCE DES AJUSTEMENTS ENTRE LE DÉFICIT ET LA DETTE SUR LE TAUX D'ENDETTEMENT EN BELGIQUE
(pourcentages du PIB)



Source : BNB.

d'événements qui se situent en dehors de la sphère d'influence directe des administrations publiques, risque d'être difficile à imposer. Les règles budgétaires constituent donc nécessairement le résultat d'un compromis imparfait entre les différentes préoccupations susmentionnées.

3. Institutions budgétaires indépendantes

Ce chapitre traite des institutions budgétaires indépendantes, autres que les gouvernements et les parlements, qui jouent un rôle clé dans la politique budgétaire. Ces institutions budgétaires peuvent disposer de compétences positives ou normatives. Les institutions telles que celles qui fournissent des prévisions macroéconomiques, par exemple, appartiennent à la première catégorie, tandis que la seconde est composée d'institutions qui émettent des recommandations sur la politique budgétaire à suivre et, le cas échéant, évaluent les développements budgétaires. Le présent chapitre débute par une description très succincte des institutions budgétaires indépendantes en Belgique. Il présente ensuite quelques observations relatives aux institutions similaires qui existent dans les États membres de l'UE15, en considérant tout d'abord celles réalisant des projections macroéconomiques avant de passer aux institutions budgétaires normatives. Il examine enfin l'effet et les conditions de succès des institutions budgétaires indépendantes.

3.1 Institutions budgétaires indépendantes en Belgique

Plusieurs institutions fournissent des prévisions macroéconomiques en Belgique. Les deux institutions de premier plan en matière de politique budgétaire sont l'Institut des comptes nationaux (ICN) et le Comité d'étude sur le vieillissement. Créé en 1994, l'ICN associe trois institutions: le Bureau fédéral du Plan, la Direction générale Statistique et Information économique du SPF Économie, PME, classes moyennes et énergie et la Banque nationale de Belgique. Le Bureau fédéral du Plan élabore, pour le compte de l'ICN, le budget économique, une estimation des principaux agrégats des comptes nationaux qui sont utilisés lors de l'établissement du budget et du contrôle budgétaire. Les transferts des recettes de l'impôt des personnes physiques et de la TVA aux communautés et régions, organisés dans le cadre de la loi de financement, sont également basés sur des paramètres relatifs à la croissance économique et à l'inflation tirés du budget économique. Le Comité d'étude sur le vieillissement a été institué par la loi du 5 septembre 2001⁽¹⁾. Il a pour mission de rédiger chaque année un rapport présentant les effets budgétaires et sociaux du vieillissement de la population.

Le volet normatif incombe au Conseil supérieur des finances, et en particulier à sa section « Besoins de financement des pouvoirs publics ». Comme indiqué, cette section a été créée dans le cadre de la loi de financement du 16 janvier 1989. Dans le contexte de la transformation de la Belgique en état fédéral, la présence d'un organe consultatif indépendant dans le domaine des finances publiques a été jugée souhaitable et, dans un certain sens, indispensable au vu de la structure institutionnelle complexe du pays. La Section évalue la politique budgétaire et émet annuellement un avis dans lequel elle formule des objectifs budgétaires à moyen et à long termes. La loi susmentionnée du 5 septembre 2001 précise que la Section doit, pour ce faire, tenir compte des effets budgétaires attendus des changements démographiques, tels qu'estimés par le Comité d'étude sur le vieillissement.

L'ICN et le Conseil supérieur des finances sont tous deux étroitement associés au processus budgétaire en Belgique, bien qu'ils ne disposent pas de compétences décisionnelles en la matière.

3.2 Institutions de prévisions macroéconomiques

Il existe des institutions budgétaires indépendantes publiant régulièrement des prévisions macroéconomiques dans dix États membres de l'UE15: l'Allemagne, l'Autriche, la Belgique, le Danemark, la France, la Grèce, l'Italie, le Luxembourg, les Pays-Bas et la Suède. Cependant, les gouvernements de la plupart de ces pays font appel à des calculs

propres lors de l'établissement du budget. En Belgique, le gouvernement a systématiquement recours aux prévisions macroéconomiques d'une institution indépendante pour l'établissement du budget. Il en va de même en Autriche (*Österreichisches Institut für Wirtschaftsforschung*) et aux Pays-Bas (*Centraal Planbureau*).

Bien que peu répandu, le recours systématique à des projections émanant des institutions budgétaires indépendantes lors de l'élaboration du budget présente des avantages d'un point de vue théorique. Les gouvernements peuvent en effet être tentés d'utiliser des prévisions de croissance trop optimistes, ce qui permet d'accroître la marge budgétaire et, partant, d'éviter *ex ante* la prise de mesures de consolidation difficiles. *A posteriori*, de telles pratiques exercent toutefois une incidence négative sur le solde budgétaire, qui sera logiquement plus défavorable qu'estimé si la croissance est effectivement inférieure aux prévisions. Les autorités s'exonèrent alors souvent de leurs responsabilités en imputant le résultat budgétaire moins favorable à la malchance, c'est-à-dire à une croissance moins soutenue que prévu.

Les institutions indépendantes ne sont en principe pas incitées à agir de la sorte. Elles peuvent dès lors constituer un remède à l'inclination éventuelle des gouvernements à gonfler les estimations de la croissance économique qui sous-tendent les budgets. Dans ces conditions, il pourrait être intéressant d'obliger les gouvernements à utiliser, lors de l'élaboration du budget, les estimations de la croissance émanant d'une institution indépendante, ce qui est dans une certaine mesure le cas en Belgique. À défaut d'une telle obligation formelle, la tentation de biaiser à la hausse la croissance peut toutefois aussi être limitée par le fait que les projections de l'institution indépendante constituent une référence à laquelle celles des autorités peuvent être comparées.

Afin de vérifier si les prévisions de croissance économique auxquelles recourent les gouvernements des pays de l'UE15 pour élaborer leur budget sont trop optimistes, celles-ci sont mesurées à l'aune des projections de la Commission européenne. Les prévisions de croissance sont issues des programmes de stabilité successifs de chaque État membre couvrant la même période. Il convient à cet égard de souligner que les estimations de croissance qui sous-tendent les budgets sont comparées avec celles de la Commission européenne qui ont été établies plus ou moins à la même époque⁽²⁾.

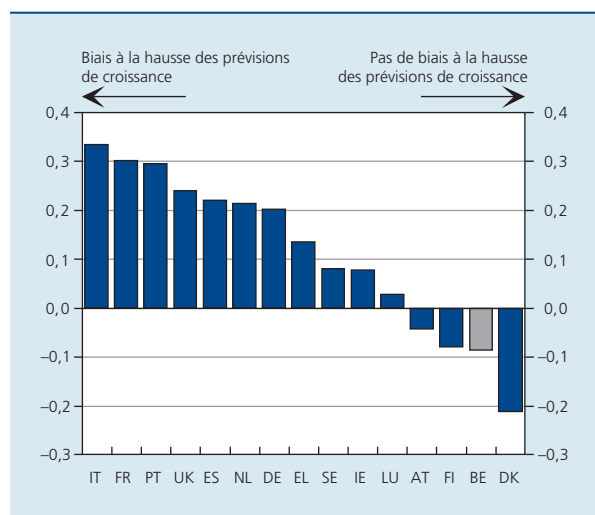
(1) Loi du 5 septembre 2001 portant garantie d'une réduction continue de la dette publique et création d'un Fonds de vieillissement.

(2) Une comparaison avec la croissance effectivement réalisée a été jugée peu opportune compte tenu de la brièveté relative de la période pour laquelle des données sont disponibles et de la très longue période de basse conjoncture s'étalant de 2001 à 2003 inclus. Une comparaison avec les estimations de la Commission européenne est en outre recommandée d'un point de vue institutionnel, étant donné qu'elle remplit la fonction de gardienne du pacte de stabilité et de croissance et joue donc un rôle de premier plan au niveau du contrôle budgétaire de l'UE.

Il appert de cette comparaison qu'au cours de la période 2001-2007, une bonne moitié des États membres de l'UE15 ont fait montre d'un excès d'optimisme, notamment l'Italie, la France, le Portugal et l'Allemagne. Ayant longtemps subi de fortes pressions afin de ne pas dépasser la norme des 3 p.c. de déficit fixée dans le pacte de stabilité et de croissance, ces pays ont été tentés d'estimer la croissance économique de manière trop optimiste. Plusieurs pays n'ont pas biaisé à la hausse leurs prévisions ou se sont même basés sur des estimations plus prudentes que celles de la Commission européenne. La Belgique et l'Autriche, pays où le cadre macroéconomique sur lequel repose l'établissement du budget est estimé par des institutions indépendantes, appartiennent à ce groupe de pays. Ce constat fait apparaître que les institutions indépendantes peuvent largement contribuer à contrecarrer la tentation de biaiser à la hausse les estimations utilisées pour élaborer le budget. En revanche, les Pays-Bas, qui se fondent, comme la Belgique et l'Autriche, sur des projections indépendantes lors de l'élaboration du budget, semblent avoir utilisé des prévisions trop optimistes pour la période sous revue. Le Luxembourg, la Finlande et le Danemark se sont aussi basés sur des prévisions de croissance relativement prudentes pour établir leurs budgets. L'inclination à biaiser les prévisions est en effet peu présente dans ces pays étant donné qu'ils ont enregistré de larges surplus budgétaires et un faible taux d'endettement ces dernières années.

GRAPHIQUE 10 ÉCART MOYEN ENTRE LES ESTIMATIONS DE CROISSANCE ÉCONOMIQUE DES PROGRAMMES DE STABILITÉ ET CELLES DE LA CE

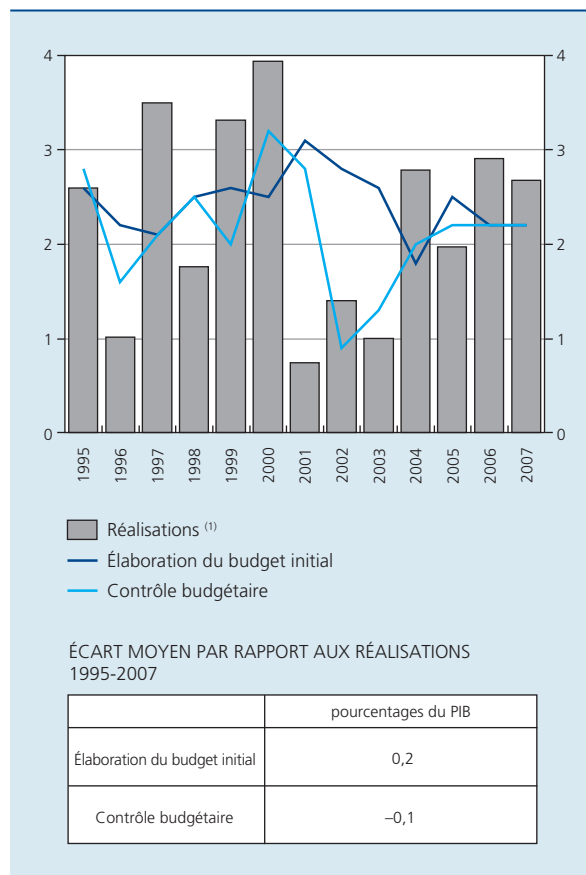
(croissance du PIB en volume, pourcentages de variation annuels moyens au cours de la période 2001-2007)



Source : CE.

GRAPHIQUE 11 PRÉVISIONS DE L'ICN ET RÉALISATIONS DE CROISSANCE ÉCONOMIQUE

(croissance du PIB en volume, pourcentages de variation par rapport à l'année précédente)



Source : ICN.

(1) Il s'agit des chiffres les plus récents. Afin de neutraliser l'incidence éventuelle des changements méthodologiques, la comparaison se fait parfois avec les chiffres les plus rapidement disponibles. Même dans ce cas, les conclusions relatives à l'écart moyen par rapport aux réalisations restent identiques.

Bien que le gouvernement belge n'ait pas tendance à estimer la croissance du PIB pour l'année suivante de manière plus optimiste que la Commission européenne, il semble intéressant de comparer les estimations de croissance de l'ICN avec les réalisations effectives. Si l'on considère les chiffres portant sur la période 1995-2007, l'on constate que les estimations de croissance utilisées lors de l'élaboration du budget initial sont en moyenne plus élevées que la croissance réalisée. L'écart moyen s'établit à environ 0,2 p.c. du PIB. Cet écart est en grande partie imputable aux développements conjoncturels, et plus particulièrement au repli conjoncturel inattendu et plus long que prévu qui s'est manifesté de 2001 à 2003. Par ailleurs, les estimations de croissance utilisées lors du contrôle budgétaire se rapprochent davantage des réalisations que celles auxquelles les gouvernements ont recours pour l'élaboration du budget initial, ce qui n'est pas étonnant.

Sur l'ensemble de la période, les estimations de croissance utilisées lors du contrôle budgétaire s'écartent globalement peu de la croissance réalisée.

3.3 Institutions de recommandations normatives

Les institutions budgétaires normatives forment un complément utile et nécessaire aux institutions budgétaires positives. Elles exercent une influence sur la discipline budgétaire en fixant des objectifs et en mesurant les développements budgétaires à l'aune de ceux-ci. Elles contribuent aussi à alimenter les débats portant sur les finances publiques par le biais d'autres recommandations qu'elles formulent.

Selon l'enquête effectuée par la Commission européenne en 2005 et 2006, il existe des institutions indépendantes de recommandations normatives sur la politique budgétaire dans douze États membres de l'UE (Commission européenne, 2006). Ces institutions présentent des différences notables dans leur statut et leur mandat. Globalement, elles peuvent être réparties en trois catégories : les organes consultatifs, les instituts de recherche et les cours des comptes.

Le Conseil supérieur des finances fait partie des organes consultatifs. Outre la Belgique, de telles institutions existent également au Danemark (*Økonomiske Råd*), en Allemagne (*Wissenschaftlicher Beirat beim Bundesministerium der Finanzen*) et en Autriche (*Ausschuss für die Mitwirkung an der Verwaltung der Staatsschuld*).

Seul le *Konjunkturinstitutet* suédois relève de la catégorie des instituts de recherche. Il émet régulièrement des recommandations normatives, bien qu'il ne dispose d'aucun mandat formel. Toutefois, dans la pratique, ses recommandations influencent la mise en œuvre du budget au travers des débats publics qu'elles contribuent à alimenter.

Enfin, certaines cours des comptes peuvent également être considérées comme des institutions budgétaires normatives. Cette troisième catégorie d'institutions doit néanmoins faire l'objet d'une approche différente, étant donné que leur statut et leur mandat – qui est d'ailleurs généralement ancré dans la Constitution – diffèrent considérablement de ceux des autres institutions budgétaires normatives. Ainsi, il existe des cours des comptes dans tous les États membres de l'UE et leur mission principale consiste à contrôler les comptes publics. Dans sept États membres, la cour des comptes ne se limite pas à cette mission, mais assume également des compétences normatives en termes de politique budgétaire. Il s'agit de

l'Estonie, de la France, de la Hongrie, du Luxembourg, du Portugal, de l'Espagne et du Royaume-Uni.

3.4 Effet et conditions de succès des institutions budgétaires indépendantes

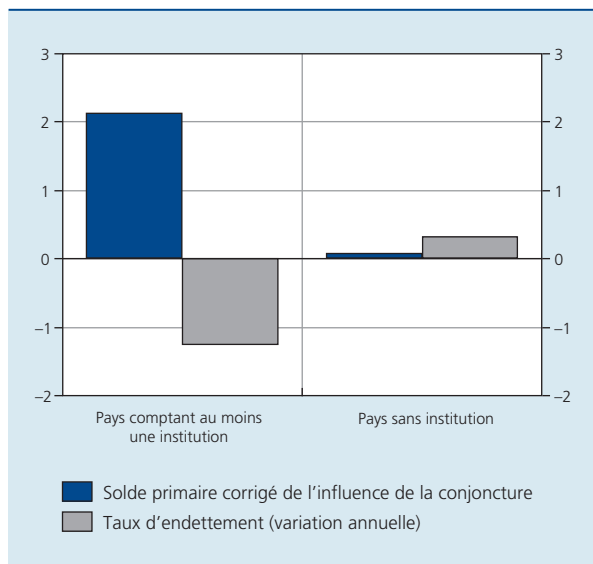
Les institutions budgétaires indépendantes semblent pouvoir fournir une contribution importante à la nécessaire discipline budgétaire. Les résultats de l'enquête déjà citée menée en 2005 et 2006 par la Commission européenne montrent en effet que les pays qui comptent au moins une institution budgétaire indépendante enregistrent des résultats sensiblement meilleurs en termes d'assainissement des finances publiques (Commission européenne, 2006). Ainsi, ces pays sont parvenus à améliorer leur solde primaire corrigé de l'influence de la conjoncture de quelque 2 p.c. du PIB en moyenne durant la période 1995-2005, alors que ce solde est resté quasiment au même niveau dans les autres pays. L'évolution du taux d'endettement confirme ces résultats. Dans les pays comportant au moins une institution budgétaire indépendante, le taux d'endettement a reculé assez sensiblement au cours de la période sous revue – en moyenne d'un peu plus de 1 p.c. du PIB par an –, alors qu'il a un peu progressé dans les autres pays.

Ces résultats doivent toutefois être interprétés avec prudence, dans la mesure où l'on ne peut se prononcer sur le sens de la causalité entre les variables étudiées. Les institutions budgétaires indépendantes ont-elles entraîné davantage de discipline budgétaire ou est-ce l'inverse? En effet, les réformes institutionnelles à l'occasion desquelles de telles institutions budgétaires indépendantes sont créées, sont le plus souvent entreprises parce qu'il existe une volonté politique d'assainissement dans un climat de mécontentement face au laxisme de la politique budgétaire en vigueur. On peut toutefois objecter que la plupart des institutions concernées ont été fondées longtemps avant la période étudiée et ont peu changé depuis, ce qui confirme l'hypothèse selon laquelle les institutions budgétaires indépendantes auraient favorisé la discipline budgétaire.

L'effet – et par conséquent le succès – des institutions budgétaires indépendantes tient à plusieurs facteurs. Ainsi, le mandat de l'institution budgétaire doit être clair et sans équivoque. L'ICN, dont les missions et la composition sont clairement définies, en constitue un bon exemple. Bien que les administrations publiques belges n'aient pas l'obligation formelle d'utiliser les estimations de l'ICN lors de l'élaboration du budget, c'est systématiquement le cas dans la pratique. Un deuxième facteur réside dans l'indépendance de l'institution budgétaire

GRAPHIQUE 12 ÉVOLUTIONS BUDGÉTAIRES DANS LES ÉTATS MEMBRES DE L'UE AVEC OU SANS INSTITUTIONS BUDGÉTAIRES INDÉPENDANTES DURANT LA PÉRIODE 1995-2005

(variation en pourcentage du PIB durant la période 1995-2005, sauf mention contraire)



Source : CE.

qui doit être garantie tant légalement que financièrement.

Par ailleurs, l'influence d'une institution budgétaire indépendante est clairement fonction de sa crédibilité. Divers éléments peuvent contribuer à celle-ci. Une large transparence est très importante. Elle peut être garantie par la publication des modèles et des données utilisés. La présence de représentants de différentes institutions budgétaires indépendantes – comme c'est le cas à l'ICN – permet de répartir les responsabilités entre plusieurs institutions budgétaires et de réduire l'éventuelle pression politique sur chacune d'entre elles. Pour la même raison, il est préférable de séparer les institutions normatives des institutions positives.

Un dernier facteur qui détermine l'influence d'une institution budgétaire indépendante est la mesure de son implication dans le processus budgétaire. Celle-ci est plus

élevée si l'institution budgétaire est auditionnée par le parlement et régulièrement consultée par le gouvernement, si l'on recourt à des prévisions indépendantes lors de l'élaboration du budget ou lorsque le gouvernement est tenu de justifier les écarts par rapport aux estimations ou aux recommandations.

Conclusion

Les règles budgétaires peuvent être extrêmement utiles dans le contexte d'une politique budgétaire saine. En effet, des indications nettes montrent qu'elles facilitent le maintien de la discipline budgétaire et favorisent les efforts d'assainissement lorsque de tels efforts s'avèrent nécessaires. Afin de pouvoir atteindre cet objectif, il est toutefois essentiel que les règles budgétaires respectent les principales propriétés inhérentes à toute règle budgétaire idéale.

En Belgique, certaines règles budgétaires sont fort bien respectées, tandis que pour d'autres, il semble n'y avoir quasiment aucun rapport entre la norme et les réalisations. Plusieurs règles budgétaires belges peuvent dès lors encore être améliorées.

Les institutions budgétaires belges indépendantes peuvent également jouer un rôle important dans le cadre de la politique budgétaire. Ainsi, il s'avère que confier à de telles institutions les prévisions de croissance économique utilisées lors de l'élaboration du budget des administrations publiques est une manière efficace de réduire l'excédent d'optimisme de ces prévisions. On remarque par ailleurs que les institutions émettant des recommandations budgétaires normatives ont contribué à la discipline budgétaire dans les pays où ces institutions existent.

Les institutions budgétaires belges indépendantes – à savoir l'ICN et la section « Besoins de financement des pouvoirs publics » du Conseil supérieur des finances – sont souvent citées comme de bons exemples, notamment par la Commission européenne et par le FMI. Elles jouissent en effet d'une bonne réputation, mais il doit également être clair que leur crédibilité dépend largement de la mesure dans laquelle les instances de décision tiennent compte de leurs observations et de leurs avis.

Bibliographie

Bogaert, H., L. Dobbelaere, B. Hertveldt et I. Lebrun (2006), *Fiscal councils, independent forecasts and the budgetary process: lessons from the Belgian case*, Bureau fédéral du Plan, Working Paper, 4-06.

European Commission (2006), *Public finances in EMU 2006*, European Economy, 3.

Hagen, J. von, M. Hallerberg et R. Strauch (2005), *The design of fiscal rules and forms of governance in European Union countries*, BCE, Working Paper, 419.

Hallerberg, M., R. Strauch et J. von Hagen (2001), *The use and effectiveness of budgetary rules and norms in EU Member States*, Report of the Institute of European Integration Studies for the Dutch Ministry of Finance.

Inman R.P. (1996), *Do balanced budget rules work? U.S. experience and possible lessons for the EMU*, NBER, Working Paper, 5838.

Jonung, L. et M. Larch (2004), *Improving fiscal policy in the EU: the case for independent forecasts*, European Commission, European Economy, Economic Papers, 210.

Kopits, G. et S. Symanski (1998), *Fiscal Policy Rules*, IMF, Occasional Paper, 162.

Langenus, G. (2005), *Le pacte de stabilité et de croissance: une histoire mouvementée*, BNB, Revue économique, 2.

Wyplasz, Ch. (2005), *Fiscal policy: institutions versus rules*, National Institute Economic Review, 191.

Summaries of articles

The Economic projections for Belgium – Spring 2008

Since the previous forecasts were published in December 2007, the deterioration in the external factors has become more acute, owing to the deepening financial tensions, the sharp downturn in the property cycle and, more generally, the marked slowdown in activity in the United States, as well as soaring commodity prices. In the euro area, the appreciation of the euro has partly cushioned this prices increase, but is detrimental to export opportunities.

As in the euro area, activity remained buoyant in Belgium in 2007. The slowdown during the second half of the year was limited, in the light of the various shocks originating from the external environment. However, the slowdown is likely to be more marked towards mid 2008. Overall, real GDP growth is projected to fall from 2.8 p.c. in 2007 to 1.6 p.c. in 2008 and 1.5 p.c. in 2009. Most expenditure categories are expected to contribute to the slackening pace of growth in 2008. A downturn is expected in exports of goods and services, in line with flagging foreign demand. The recovery forecast to begin in 2009 is likely to be curbed by the delayed effects of the recent appreciation of the euro. On the domestic spending front, the growth of business investment – which had been highly dynamic up to 2007 – is likely to falter owing to the less favourable demand outlook and the tightening of external financing conditions, stemming from a widening of the spreads. Housing investment is likely to maintain the decelerating trend which began in 2007. Despite a reduction in the household savings ratio, private consumption is also expected to weaken significantly, mainly due to the meagre increase in purchasing power as a result of higher inflation and diminished job creation.

Having remained almost constantly below 2 p.c. in the preceding twelve months, inflation measured by the HICP accelerated sharply in the fourth quarter of 2007. According to the projections, the unusually large contribution made by food and energy price increases is set to continue during 2008. It should unwind at the beginning of 2009, in line with the assumption of persistently high commodity prices. Overall inflation is therefore predicted to rise from 1.8 p.c. in 2007 to 4.1 p.c. in 2008, before subsiding to 2.3 p.c. in 2009. However, higher inflation is expected in the case of industrial goods and in services, mainly on account of the indirect effect of the commodity price shocks and the progressive incorporation of the increase in labour costs.

Following a year-on-year rise of 1.7 p.c. in 2007, sustained partly by the success of the service vouchers, the rate of expansion in employment is expected to drop to 1.3 p.c. in 2008 and 0.7 p.c. in 2009. This decline reflects the slowdown in activity after a time lag of several months. Nevertheless, job creation is likely to outpace the growth of the labour force, so that the unemployment rate should fall from 7.5 p.c. in 2007 to 6.9 p.c. in 2008 and 6.8 p.c. in 2009.

Reflecting a muted rise in labour productivity the rise in unit labour costs in the private sector is expected to gain momentum, accelerating from an average of 0.6 p.c. per annum between 2002 and 2006 to 2.9 p.c. in 2007 and 3.4 p.c. in 2008, before easing to 2.4 p.c. in 2009. The rate of increase in hourly labour costs is projected at 3.7 p.c. in 2007, 3.5 p.c. in 2008 and 3.2 p.c. in 2009. The accelerating rise in labour costs takes place against the background of the pressure exerted on some segments of the labour market in the wake of the economic boom. In addition, temporary factors reinforced the increase in 2007, and indexation has a considerable impact in 2008.

The public deficit is expected to increase from 0.2 p.c. of GDP in 2007 to 0.3 p.c. in 2008 and 0.8 p.c. in 2009. This larger deficit would be due mainly to the adverse impact of the economic situation, a structural decline in revenues and a slightly expansionary policy on expenditure. Despite the budget deficits projected for 2008 and 2009, the debt ratio is expected to continue falling.

JEL Codes: E17, E25, E37, E66

Key words: Belgium, macroeconomic projections, Eurosystem

[Inflation and indexation in Belgium : causes and possible effects of the current acceleration in inflation](#)

The particularly rapid acceleration in inflation in Belgium and the fact that it is currently outpacing inflation in the euro area has, in some circles, raised questions as to the role of the indexation mechanism. A first question which might arise concerns the extent to which that mechanism lies behind the current acceleration in inflation. A second question is whether that mechanism will maintain the current inflationary process by triggering a price-wage spiral. The article – which is based on the available HICP data up to April 2008 – examines these two questions, first analysing the factors at the root of the current acceleration in inflation and the positive gap between Belgium and the euro area, and then discussing the potential repercussions of the current inflationary process on wage setting.

Regarding the first question, the analysis presented in the article provides a clear answer : neither the acceleration in inflation nor the positive gap in relation to the euro area can so far be attributed to the Belgian indexation mechanism. The acceleration in inflation is in fact due entirely to the strong pressure from prices of energy and processed food, whereas there has so far been no sign of any rise in inflation for three-quarters of the products making up the consumption basket, particularly non-energy goods and services. What is more, it is precisely for this last category of goods that labour costs are most important as a determinant of inflation.

On the second question, it appears that, in the current circumstances, and despite an undeniable moderating influence, the use of the health index did not prevent an acceleration in wage increases resulting from indexation in the first quarter of 2008. However, the law of 1996 on the promotion of employment and the safeguarding of competitiveness places Belgium's indexation practice in a broader framework governing the movement in private sector wages. More particularly, the cycle of pay negotiations relating to 2009 and 2010, scheduled for the autumn, offers the social partners the opportunity to take account of the indexation when determining the pay increases, and thus to continue the tendency of recent years, which consisted in reconciling indexation with responsible pay settlements. In these conditions it will be possible to prevent a price-wage spiral, to contribute to the preservation of competitiveness and employment and to ensure that Belgian inflation does not remain permanently above the level in the euro area.

JEL Codes: E24, E31, E64

Key words: inflation, indexation, second-round effects

Gross employment trends and international involvement at firm level

This article sums up the findings of an empirical study into the link between firms' involvement in international markets – via international trade and direct investment – and employment developments in Belgium. The main novelty of the analysis lies in the use of a microeconomic database on non-financial corporations.

This information notably makes it possible to analyse trends in employment by distinguishing between the job gains attributable to certain enterprises and, at the same time, the losses ascribed to others. Thus, besides the impact of international trade and foreign direct investment on domestic employment levels, it also enables an assessment of their role in the process of reallocating labour between firms.

An examination of the microeconomic data, supplemented by an econometric analysis, shows that a relatively small proportion of Belgian firms is involved in international trade and that an even smaller fraction of them has foreign direct investment links. These firms can be distinguished by the large number of people they employ, as well as by their productivity levels, which are generally higher than those of firms geared exclusively towards the local market. Moreover, in comparison to the latter, they saw a higher average growth in the number of their employees between the years 1997 and 2005. This difference is all the more pronounced in the case of importing firms.

Lastly, these companies are also characterised by job rotation on a smaller scale than that found in purely local firms. This lower degree of employment volatility can be explained by opportunities for diversifying the risks involved for firms operating on foreign markets as well as the domestic market. This diversification therefore enables workers to enjoy more stable employment conditions.

JEL Codes: F16, F23, J63

Key words: trade and labour market interactions, multinational firms, job turnover

Foreign financial transactions of Belgian non-financial sectors

The open character of the Belgian economy is also reflected in its financial relations with other countries. At the end of 2007, Belgium's net foreign assets totalled around 44.4 p.c. of GDP.

In the past decade, Belgium's net financial assets have shown a marked increase, against the backdrop of the introduction of the common currency and the progressive financial integration and globalisation.

The degree to which the various non-financial sectors have responded to these developments varies greatly between sectors.

The public sector is the one which has done most to adjust its financing and seen the biggest rise in the share of the rest of the world in its total debt, namely from 20 p.c. at the end of 1997 to around 46 p.c. at the end of 2007. When the euro was introduced on the financial markets, it was imperative for the Treasury to widen its investment base: appropriate diversification of the corps of Primary Dealers and Recognised Dealers was one of the ways in which it achieved that.

Non-financial corporations, which traditionally maintain very close international financial contacts, still saw a steady increase in the share of the rest of the world in their financial transactions between 1997 and 2007: during that period, in the case of financial liabilities, the figure was up from 24 p.c. at the end of 1997 to over 37 p.c. at the end of 2007; for financial assets, the share was up from 28 p.c. to 39 p.c. However, these orders of magnitude are subject to a strong upward influence

exerted by the coordination centres based in Belgium, which perform the function of a financial intermediary for the multinational group to which they are attached. In the past decade, there have been frequent exchanges of shareholdings between Belgian and foreign companies, reflecting the process of mergers and acquisitions, and these have also contributed to the growth of direct investment between Belgium and the rest of the world. Another point worth mentioning is that the past decade has brought a strong rise in loans granted by foreign financial institutions as a percentage of total bank lending to Belgian firms: that figure increased from 12 p.c. at the end of 1997 to 35 p.c. at the end of 2007.

The share of foreign assets in the household portfolio dropped from 30 p.c. at the end of 1997 to 17 p.c. at the end of 2007. Naturally, that is due partly to the introduction on 1 July 2005 of the European directive on the taxation of savings; it has now ceased to be possible for individuals to avoid the tax on income from interest-bearing assets held in other countries, and that has ultimately led to the repatriation of those assets. In contrast, in the case of non interest-bearing assets, foreign investment flows increased between 1997 and 2007. Finally, it should be pointed out that the share of the rest of the world in the liabilities of households is still negligible.

JEL Codes: E50, F30, F36

Key words: flow of funds, financial flow

The use and effectiveness of fiscal rules and independent fiscal institutions

It is increasingly recognised that fiscal rules and independent fiscal institutions other than governments and parliaments can make a major contribution to sound fiscal policy. The main arguments put forward by the specialist literature on political economy in favour of such rules and institutions are the tendency shown by governments to record excessive budget deficits (deficit bias) and the characteristics of a monetary union. Such rules and institutions should restore the balance in the incentives of politicians, impose limits on the fiscal policy pursued and introduce fiscal coordination mechanisms.

Fiscal rules can be extremely useful within the scope of a sound fiscal policy. There are clear indications that such rules can facilitate the maintenance of budget discipline and encourage consolidation efforts, where necessary. In order to attain that objective, however, it is essential for the fiscal rules to conform to the principal properties inherent in any ideal fiscal rule. Certain current or former fiscal rules applied in Belgium are strictly complied with, whereas in other cases there appears to be virtually no connection between the rule and what actually happens. There is therefore still room for improvement in some of Belgium's fiscal rules.

Independent fiscal institutions can also play a key role in fiscal policy. For instance, making such institutions responsible for the economic growth forecasts used in drawing up the government budget is an effective way of curbing excess optimism in those forecasts. Moreover, institutions issuing normative budgetary recommendations have fostered fiscal discipline in the countries where such institutions exist. Belgian independent fiscal institutions – namely the National Accounts Institute and the “Public Sector Borrowing Requirements” Section of the High Council of Finance – are often cited as good examples.

JEL Codes: E61, E62, H30, H61

Key words: fiscal rules, independent fiscal institutions, budgetary surveillance

Abstracts of the working papers series

123. Failure prediction models: performance, disagreements, and internal rating systems, by J. Mitchell, P. Van Roy, December 2007.

The authors address a number of comparative issues relating to the performance of failure prediction models for small, private firms. They use two models provided by vendors, a model developed by the NBB, and the Altman Z-score model to investigate model power, the extent of disagreement between models in the ranking of firms, and the design of internal rating systems. They also examine the potential gains from combining the output of multiple models. They find that the power of all four models in predicting bankruptcies is very good at the one-year horizon, even though not all of the models were developed using bankruptcy data and the models use different statistical methodologies. Disagreements in firm rankings are nevertheless significant across models, and model choice will have an impact on loan pricing and origination decisions. They find that it is possible to realize important gains from combining models with similar power. In addition, they show that it can also be beneficial to combine a weaker model with a stronger one if disagreements across models with respect to failing firms are high enough. Finally, the number of classes in an internal rating system appears to be more important than the distribution of borrowers across classes.

124. Downward wage rigidity for different workers and firms: an evaluation for Belgium using the International Wage Flexibility Project (IWFP) procedure, by Ph. Du Caju, C. Fuss, L. Wintr, December 2007.

The paper evaluates the extent of downward nominal and real wage rigidity for different categories of workers and firms using the methodology recently developed by the IWFP (Dickens and Goette, 2006). The analysis is based on an administrative data set on individual earnings, covering one-third of employees of the private sector in Belgium over the period 1990-2002. The results show that Belgium is characterised by strong real wage rigidity and very low nominal wage rigidity, consistent with the Belgian wage formation system of full indexation. Real rigidity is stronger for white-collar workers than for blue-collar workers. Real rigidity decreases with age and wage level. Wage rigidity appears to be lower in firms experiencing downturns. Finally, smaller firms and firms with lower job quit rates appear to have more rigid wages. The results are robust to alternative measures of rigidity.

125. Economic importance of Belgian transport logistics, by F. Lagneaux, January 2008.

The paper is the outcome of a first research project on the Belgian transport logistics sectors. In the past few years, the logistics business has turned out to play a significant part in wealth creation in our country, whose economy is driven by services. The study can be seen as an extension of Working Paper No. 115 on Belgian ports, issued in May 2007, as the activities under review are closely tied to transport in general and maritime transport in particular.

Considering that this is a first attempt to estimate the economic importance of Belgian transport logistics, it was decided to favour a sectoral approach, by focusing on some freight transport logistics sectors clearly defined in the NACE classification. The impact is presented in two parts: the direct and indirect effects. Furthermore, a short analysis is provided about the economic impact of other activities, such as in-house logistics and European distribution centres.

An overview of some developments per sub-sector is provided for the period 2000-2005, with the emphasis on 2005. The core of the analysis looks more specifically into developments in terms of value added, employment, investment and the financial situation of the companies concerned. A first estimate of developments over the 2005-2006 period is also provided for value added and employment.

Annual accounts data from the Central Balance Sheet Office (financial ratios, social balance sheet) are used for the calculation of direct effects. Also worth mentioning is that the indirect effects of the activities concerned have been estimated in terms of value added and employment on the basis of data from the NAI (National Accounts Institute). A comprehensive analysis of the linkages between the sectors under review and the other Belgian sectors is presented.

The activities under review accounted for no less than 3.1 p.c. of the Belgian GDP and 3.4 p.c. of the country's domestic employment in 2005. Including indirect effects, these percentages respectively amounted to 5 and 5.3 p.c. in the same year. Taking some survey data into account, the overall impact would reach roughly 8 p.c. of the Belgian economy, if transport logistics business provided by external branches on the one hand and in-house transport logistics on the other were added to these above-mentioned sectoral percentages.

126. Some evidence on late bidding in eBay auctions, by L. Wintr, January 2008.

Bidding in the last seconds or minutes of an auction is a common strategy in Internet auctions with fixed end-times. This paper examines the three explanations of late bidding in eBay auctions that survived the first scrutiny in Roth and Ockenfels (2002). There is no indication that late bidding could lead to collusive gains for bidders. Late bidding is a strategic response to the presence of bidders placing multiple bids. Experts protecting their private information are typically the last to bid while collectors are often the first. As bidders gain familiarity with eBay rules, they tend to bid slightly earlier.

127. How do firms adjust their wage bill in Belgium? A decomposition along the intensive and extensive margins, by C. Fuss, January 2008.

The paper decomposes wage bill changes at the firm level into components due to wage changes, and components due to net flows of employment. The analysis relies on an administrative employer-employee dataset of individual annual earnings matched with firms' annual accounts for Belgium over the period 1997-2001. Results point to asymmetric behaviour depending on economic conditions. On average, wage bill contractions result essentially from employment cuts in spite of wage increases. Wage growth of job stayers is moderated but still positive; and wages of entrants

compared with those of incumbents are no lower. The labour force cuts are achieved through both reduced entries and increased exits. Higher exits may be due to more layoffs, especially in smaller firms, and wider use of early retirement, especially in manufacturing. In addition, the paper points up the role of overtime hours, temporary unemployment and interim workers in adapting to short-run fluctuations.

128. Exports and productivity – comparable evidence for 14 countries, by The International Study Group on Exports and Productivity, February 2008.

Consisting of teams working with firm level data, the International Study Group on Exports and Productivity has used comparable micro level panel data for 14 countries and a set of identically specified empirical models to investigate the relationship between exports and productivity. The overall results are in line with the big picture that is by now familiar from the literature: exporters are more productive than non-exporters when observed and unobserved heterogeneity are controlled for, and these exporter productivity premia tend to increase with the share of exports in total sales; there is strong evidence in favour of self-selection of more productive firms into export markets, but nearly no evidence in favour of the learning-by-exporting hypothesis. The authors document that the exporter premia differ considerably across countries in identically specified empirical models. In a meta-analysis of the results they find that countries that are more open and have more effective government report higher productivity premia. However, the level of development per se does not appear to be an explanation for the observed cross-country differences.

129. Estimation of monetary policy preferences in a forward-looking model: a Bayesian approach, by P. Ilbas, March 2008.

The author adopts a Bayesian approach towards the estimation of the monetary policy preference parameters in a general equilibrium framework. She starts from the model presented by Smets and Wouters (2003) for the euro area where, in the original set up, monetary policy behaviour is described by an empirical Taylor rule. She abandons this way of representing monetary policy behaviour and assume, instead, that monetary policy authorities optimize an intertemporal quadratic loss function under commitment. Two alternative specifications are considered for the loss function. The first specification includes inflation, output gap and difference in the interest rate as target variables. The second loss function includes an additional wage inflation target. The weights assigned to the target variables in the loss functions, i.e. the preferences of monetary policy, are estimated jointly with the structural parameters in the model. The results imply that inflation variability remains the main concern of optimal monetary policy. In addition, interest rate smoothing and the output gap appear to be, to a lesser extent, important target variables as well. Comparing the marginal likelihood of the original Smets and Wouters (2003) model to the paper's specification with optimal monetary policy indicates that the latter performs only slightly worse. Since the author faced with the time-inconsistency problem under commitment, she initializes her estimates by considering a presample period of 40 quarters. This allows her to approach, empirically, the timeless perspective framework.

130. Job creation, job destruction and firms' international trade involvement, by M. Pisu, March 2008.

One of the most important predictions made in recent international trade literature based on heterogeneous firms concerns the within-industry job reallocation from firms not involved in international markets to those that are. This paper quantifies the extent of this reallocation using a dataset of Belgian manufacturing firms from 1998 to 2004 providing information on their international trading activities. The results suggest that, at three-digit industry levels, the shifts in

employment between firms having different trading status account for 6 to 30 percent of total job reallocation. This effect is stronger for large than for small firms.

131. [Do survey indicators let us see the business cycle? A frequency decomposition](#), by L. Dresse and Ch. Van Nieuwenhuyze, March 2008.

This paper uses a frequency domain approach to gain insight into the correlation between survey indicators and year-on-year GDP growth. Using the Baxter-King filter, the authors split up each series into three components: a short-term, a business cycle (oscillations between 18 and 96 months) and a long-term component. They then calculate how much of the variation of the survey series and GDP growth can be ascribed to these different components. Finally, they use this information together with an analysis of the correlation between survey indicators and year-on-year GDP growth at the different frequencies to explain their overall correlation.

It is shown that survey indicators, similar to year-on-year GDP growth, do not perfectly reflect business cycle movements but contain cycles of other frequencies. Long-term cycles, in particular, are a nontrivial part of the series' variance. Furthermore, there exist some clear relations between the weight of these cycles in the survey indicators and their correlation with GDP growth. In general, the larger the business cycle component, the larger the correlation, while the opposite is true for the short-term component. The evidence for the long-term component is mixed: although a long-term component seems necessary as the correlation at this frequency is the highest, strong or weak long-term components are typically idiosyncratic, dragging down the overall correlation between the indicator and year-on-year GDP growth.

The paper applies this methodology to the euro area countries (EC survey indicators) and to Belgium separately (NBB business survey indicators). The results are highly comparable.

132. [Searching for additional sources of inflation persistence: the micro-price panel data approach](#), by R. Raciborski, April 2008.

It is often argued that the baseline New-Keynesian model, which relies solely on the notion of infrequent price adjustment, cannot account for the observed degree of inflation sluggishness. Therefore it is a common practice among macro modellers to introduce an ad hoc additional source of persistence to their models. Yet, the empirical validity of this practice has never been formally tested. This paper attempts to examine whether there is some additional persistence present in the data on micro-prices, beyond that implied by infrequent price adjustment. The author considers two distinct sets of assumptions consistent with the existence of an intrinsic or extrinsic source of sluggishness and builds and estimates two alternative models based on these assumptions. It is shown that in the case of certain product categories, particularly food, there is evidence of less sluggishness than what the standard assumptions underlying the New-Keynesian model would imply. The author finds certain support for the existence of an additional source of sluggishness for some industrial goods and services. Importantly however, the results are sensitive to the choice of the model. He concludes that some inconsistencies with the baseline New-Keynesian assumptions may be tracked in the price behavior. Yet, it is too early to assess their strength or the effect on macro aggregates. Therefore, at the current stage it would be premature to discard the baseline version of the New-Keynesian model based on evidence from micro-data. Similarly, the micro support for introducing an extra source of inflation sluggishness to macro-models is still relatively weak.



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
EL	Grèce
ES	Espagne
FR	France
IT	Italie
LU	Luxembourg
NL	Pays-Bas
AT	Autriche
PT	Portugal
SI	Slovénie
FI	Finlande
DK	Danemark
SE	Suède
UK	Royaume-Uni
UE15	Union européenne, à l'exclusion des pays ayant adhéré en 2004 et 2007

Autres

BCE	Banque centrale européenne
BFP	Bureau fédéral du plan
BNB	Banque nationale de Belgique
CBFA	Commission bancaire, financière et des assurances
CCT	Convention collective de travail
CE	Commission européenne
CPAS	Centre public d'action sociale
CREG	Commission de régulation pour l'électricité et le gaz
CSF	Conseil supérieur des finances
DLU	Déclaration libératoire unique
DGSIE	Direction générale Statistique et Information économique

EDP	Excessive Deficit Procedure
Eonia	Euro Overnight Index Average
ETP	Équivalents temps plein
Euribor	Euro Interbank Offered rate
FADELS	Fonds d'amortissement des emprunts du logement social
FMI	Fonds monétaire international
ICN	Institut des comptes nationaux
IDE	Investissements directs étrangers
IPCH	Indice des prix à la consommation harmonisé
Libor	London Interbank Offered rate
MB	Moniteur belge
MIR	Monetary Financial Institutions Interest Rates
NACE	Nomenclature statistique des activités économiques dans la Communauté européenne
NBER	National Bureau of Economic Research
OCDE	Organisation de coopération et de développement économiques
OLO	Obligation linéaire
ONEM	Office national de l'emploi
ONSS	Office national de sécurité sociale
OPC	Organismes de placement collectif
PAC	Politique agricole commune
PIB	Produit intérieur brut
PME	Petites et moyennes entreprises
S&P	Standard & Poor's
SEBC	Système européen des banques centrales
SEC	Système européen des comptes
SNCB	Société nationale des chemins de fer belges
SPF	Service public fédéral
TVA	Taxe sur la valeur ajoutée
UE	Union européenne
UEM	Union économique et monétaire

Banque nationale de Belgique
Société anonyme
RPM Bruxelles – Numéro d'entreprise: 0203.201.340
Siège social: boulevard de Berlaimont 14 – BE-1000 Bruxelles
www.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 2008

