

Revue économique

Septembre 2014



© 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

| | |
|--|-----|
| PERSPECTIVES RELATIVES AUX FINANCES DES COMMUNAUTÉS ET DES RÉGIONS | 7 |
| CRÉATION DE VALEUR À L'EXPORTATION – UN DIAGNOSTIC DE LA BELGIQUE | 27 |
| DÉSÉQUILIBRES MONDIAUX ET FLUX BRUTS DE CAPITAUX | 43 |
| L'ENDETTEMENT DES MÉNAGES: ÉVOLUTION ET RÉPARTITION | 65 |
| QUELS ENSEIGNEMENTS TIRER DU MODÈLE AMÉRICAIN POUR LE PROJET INSTITUTIONNEL DE L'UEM ? | 87 |
| LE COMMENT ET LE POURQUOI D'UN TAUX NÉGATIF POUR LA FACILITÉ DE DÉPÔT | 107 |
| SUMMARIES OF ARTICLES | 117 |
| ABSTRACTS FROM THE WORKING PAPERS SERIES | 123 |
| SIGNES CONVENTIONNELS | 125 |
| LISTE DES ABRÉVIATIONS | 129 |

Perspectives relatives aux finances des communautés et des régions

P. Bisciari
W. Melyn
L. Van Meensel^(*)

Introduction

La sixième réforme de l'État, dont le volet législatif a été bouclé au début de l'année, poursuit la refonte de la structure institutionnelle belge entamée au cours des décennies précédentes. Durant cette période, des réformes ont été opérées en 1970, 1980, 1988-1989, 1993 et 2001. Au fil de ces étapes, un volume croissant de compétences ont été transférées du niveau fédéral à celui des communautés et des régions. Les ressources nécessaires au financement de ces compétences ont également été prévues. Conformément à la sixième phase de la réforme de l'État, des compétences seront transférées en 2015, première année complète d'application de la réforme, pour un montant de 18,7 milliards d'euros (4,6% du PIB). Le financement des communautés et des régions sera lui aussi adapté. Dans ce cadre, ce sous-secteur des administrations publiques apportera une contribution à l'assainissement des finances publiques belges. La réforme de l'État influence donc sensiblement les finances publiques, et plus précisément la répartition des recettes et des dépenses entre les différents niveaux de pouvoir. Le présent article examine quelle sera l'incidence de ces changements sur l'évolution future des finances des communautés et des régions.

^(*) Les auteurs remercient Kris Van Cauwer pour sa contribution à la réalisation de cet article.

⁽¹⁾ L'analyse présentée dans cet article repose principalement sur les données de l'Institut des comptes nationaux relatives aux comptes des administrations publiques d'avril 2014 élaborés suivant la méthodologie du SEC 95. Ces données comportent une rupture de série statistique en 2009 en raison d'un élargissement du périmètre de consolidation. Le 30 septembre 2014, de nouveaux comptes des administrations publiques seront publiés dont les résultats pourraient s'écarter des chiffres mentionnés dans l'article, entre autres à cause de changements méthodologiques résultant du passage au SEC 2010.

L'article se décline en cinq parties. La première retrace l'évolution des finances des communautés et des régions entre 1995 et 2013. La deuxième traite plus en détail du cadre institutionnel qui a été instauré par la sixième réforme de l'État. La troisième est consacrée au nouveau cadre budgétaire des communautés et des régions découlant des modifications induites par cette réforme et des adaptations du cadre de gouvernance européen. La quatrième contient des projections de diverses variables budgétaires des communautés et des régions, dont le solde de financement, en tenant compte du nouveau cadre institutionnel. La cinquième épingle les grandes lignes des accords de gouvernement des quatre plus grandes communautés et régions pour 2014-2019. L'article se clôture par une série de conclusions.

1. Évolution récente des finances des communautés et des régions

La première partie du présent article retrace l'évolution des finances des communautés et des régions depuis 1995⁽¹⁾. Il s'intéresse à cet égard tant à l'ensemble de ces entités qu'aux quatre plus grandes d'entre elles – la Communauté flamande, la Communauté française, la Région wallonne et la Région de Bruxelles-Capitale – considérées séparément. En 2013, ces quatre entités ont représenté 98,4 % des recettes et 98 % des dépenses primaires de l'ensemble des communautés et des régions. Le solde de financement et le taux d'endettement sont successivement examinés.

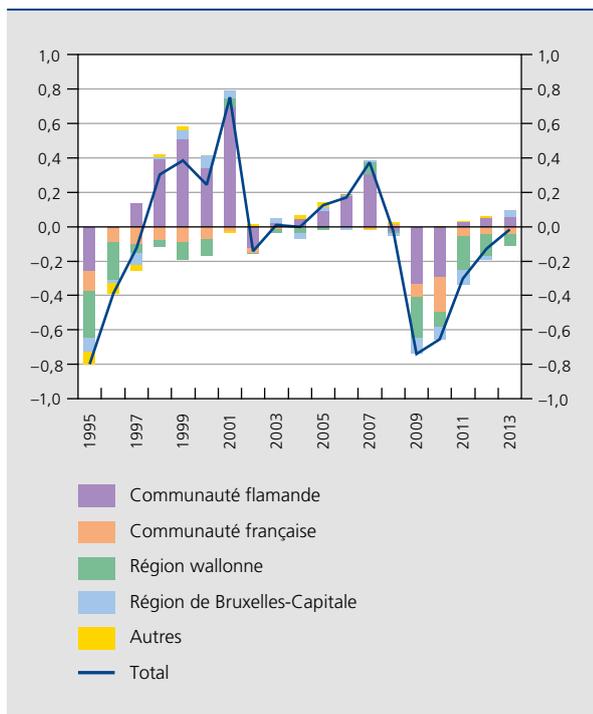
1.1 Solde de financement

Le solde de financement de l'ensemble des communautés et des régions s'est amélioré durant la période 1995-2013, passant d'un déficit de 0,8 % du PIB à un quasi-équilibre grâce à une croissance annuelle moyenne des recettes plus élevée en termes réels (2,4 %) que celle des dépenses primaires (2,1 %) ⁽¹⁾. Les hausses moyennes tant des recettes que des dépenses primaires ont été supérieures à celle du PIB réel. Le solde a fluctué, des phases d'embellie graduelle étant interrompues par des épisodes de forte détérioration.

Au cours de la période 1995-2001, le solde a sensiblement progressé, passant d'un déficit de 0,8 % du PIB à un excédent de 0,8 % du PIB, et ce grâce à une augmentation moyenne des recettes bien plus soutenue que celle des dépenses primaires (4 %, contre 1,8 %). Cette amélioration a marqué le pas lors du net repli conjoncturel observé en 2001, et un déficit de 0,1 % du PIB a été enregistré en 2002. Au cours des cinq années suivantes, le solde s'est à nouveau redressé, pour atteindre un excédent de 0,4 % du PIB en 2007. Il s'est toutefois détérioré par la suite, en

(1) Comme les charges d'intérêt de l'ensemble des communautés et régions sont limitées, elles n'ont pas exercé d'influence déterminante sur l'évolution du solde de financement.

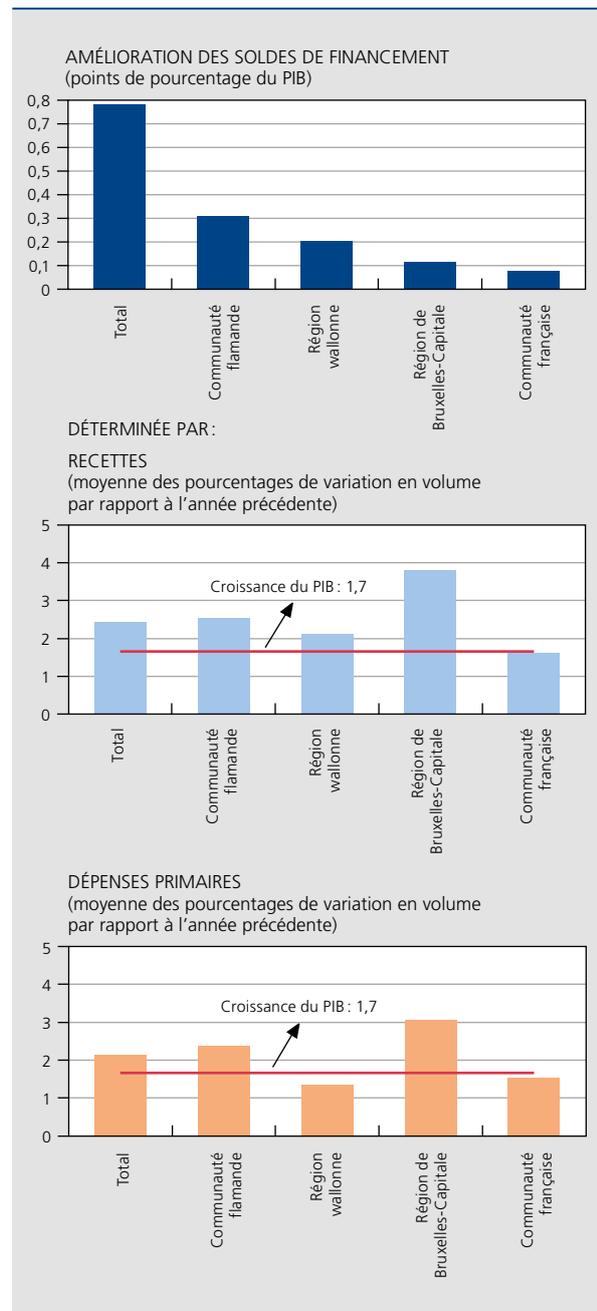
GRAPHIQUE 1 SOLDE DE FINANCEMENT DES COMMUNAUTÉS ET DES RÉGIONS
(pourcentages du PIB)



Sources : ICN, BNB.

raison, notamment, de la crise économique et financière, retombant à un déficit de 0,7 % du PIB en 2009. Enfin, à partir de 2010, une nouvelle embellie s'est dessinée sous l'impulsion des programmes d'assainissement des différents gouvernements régionaux et communautaires,

GRAPHIQUE 2 DÉTERMINANTS DE L'ÉVOLUTION DU SOLDE DE FINANCEMENT DES COMMUNAUTÉS ET DES RÉGIONS AU COURS DE LA PÉRIODE 1995-2013 ⁽¹⁾



Sources : ICN, BNB.

(1) Deux corrections ont été apportées aux données relatives aux recettes et aux dépenses primaires afin que celles-ci correspondent davantage à l'optique budgétaire, plus particulièrement en ce qui concerne les cotisations sociales imputées et les transferts fictifs du pouvoir fédéral aux communautés et aux régions destinés au paiement des pensions de leurs travailleurs. Les chiffres à prix constants sont calculés au moyen du déflateur du PIB.

ce qui a permis au solde d'afficher un quasi-équilibre en 2013.

Durant la période 1995-2013, le solde de financement des quatre plus grandes communautés et régions a évolué de manière relativement comparable au solde global. Ainsi, le solde de toutes ces entités s'est amélioré sur l'ensemble de la période, permettant à la Communauté flamande et à la Région de Bruxelles-Capitale d'enregistrer un petit excédent en 2013, tandis que la Communauté française et la Région wallonne ont fini en léger déficit. Au début de la période sous revue, elles étaient toutes les quatre en déficit. Tout comme pour le solde global, cette embellie a résulté d'une croissance des recettes plus vive que celle des dépenses primaires. La Communauté flamande s'est par ailleurs inscrite en moyenne en modeste excédent sur toute la période, dans la mesure où elle a affiché un excédent substantiel pendant un certain nombre d'années. À l'inverse, les trois autres entités ont présenté en moyenne un déficit, certes léger.

Le redressement substantiel du solde de financement des communautés et des régions qui s'est esquissé à partir de

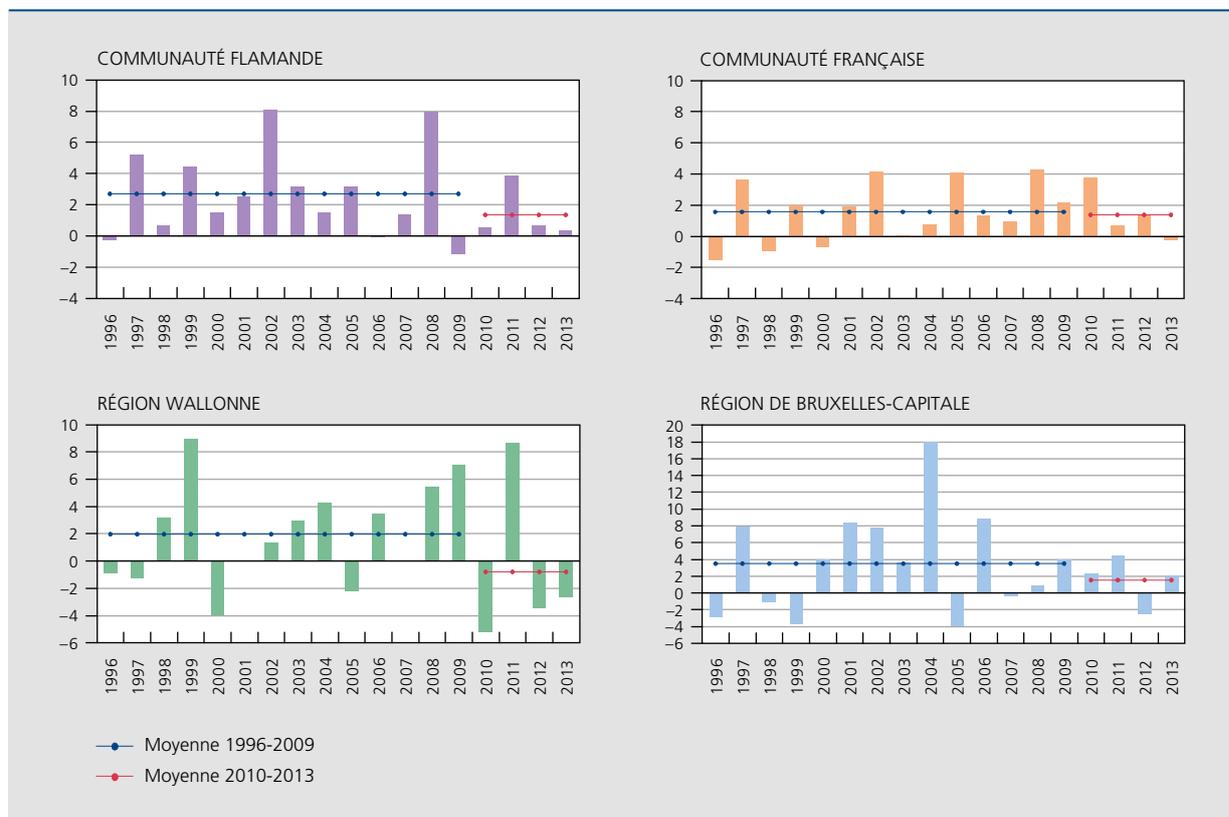
2010 est dans une large mesure attribuable à un ralentissement de l'expansion des dépenses primaires. La croissance annuelle moyenne est en effet revenue de 2,5 % au cours de la période 1996-2009 à 1 % durant la période 2010-2013. Les efforts d'assainissement consentis par les différents pouvoirs publics ont à cet égard joué un rôle important. En conséquence, la croissance des dépenses primaires de l'ensemble des communautés et des régions au cours de la période 2010-2013 a fléchi dans les quatre grandes entités, et tout particulièrement en Région wallonne.

1.2 Taux d'endettement

Après 1995, le taux d'endettement des communautés et des régions s'est replié de manière quasiment ininterrompue, pour s'établir à 3,7 % du PIB en 2007. En raison des surplus budgétaires accumulés par la Communauté flamande, le recul du taux d'endettement entre ces deux années y a été nettement plus prononcé qu'en Région wallonne et dans la Région de Bruxelles-Capitale. En Communauté française, l'endettement s'est stabilisé durant cette période.

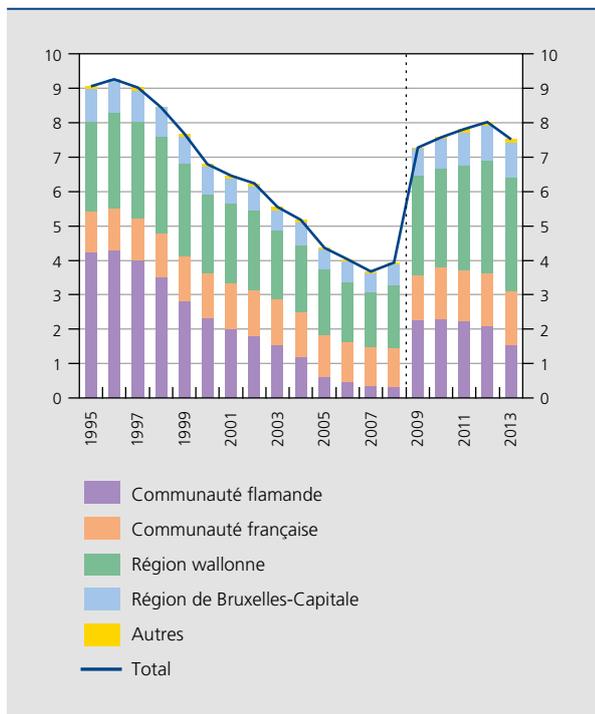
GRAPHIQUE 3 DÉPENSES PRIMAIRES

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



Sources : ICN, BNB.

GRAPHIQUE 4 DETTE BRUTE CONSOLIDÉE DES COMMUNAUTÉS ET DES RÉGIONS⁽¹⁾
(pourcentages du PIB)



Sources : ICN, BNB.

(1) Les comptes des administrations publiques publiés en avril 2014 comportent une rupture de série en 2009 en raison d'une extension substantielle du périmètre de consolidation. Cette rupture a induit un accroissement de la dette de l'ensemble des communautés et des régions de 1,5 % du PIB en 2009.

À partir de 2008, le taux d'endettement des communautés et des régions a augmenté, pour atteindre 8 % du PIB en 2012. Cette hausse s'explique par les déficits budgétaires accumulés, par le capital injecté dans des sociétés financières en difficulté (Dexia, Ethias Finance et KBC), ainsi que par une rupture statistique en 2009 causée par une extension du périmètre de consolidation. Sous l'effet de ces trois facteurs, l'alourdissement du taux d'endettement a été plus vif en Région wallonne et en Communauté flamande que dans les deux autres grandes entités fédérées.

En 2013, le taux d'endettement de l'ensemble des communautés et des régions s'est à nouveau replié, à la suite, notamment, du remboursement par KBC d'une première tranche du capital qui avait été injecté par la Communauté flamande.

(1) La réforme de la loi de financement des communautés et des régions a déjà été présentée dans un article de la Revue économique (cf. Bisciari P. et L. Van Meensel, 2012).

2. Nouveau cadre institutionnel

D'un point de vue économique et budgétaire, les deux aspects les plus fondamentaux de la sixième réforme de l'État sont, d'une part, les transferts de nouvelles compétences du niveau fédéral vers les communautés et les régions et, d'autre part, la révision des mécanismes de financement des communautés et des régions. Le transfert de compétences du pouvoir fédéral et de la sécurité sociale vers les communautés et les régions est réglé par la loi spéciale du 6 janvier 2014 relative à la Sixième Réforme de l'État. Le volet budgétaire est organisé par la loi spéciale du 6 janvier 2014 portant réforme du financement des communautés et des régions, élargissement de l'autonomie fiscale des régions et financement des nouvelles compétences.

Au printemps de 2014, la loi du 19 avril 2014 a complété ces deux aspects pour la Communauté germanophone, et des décrets ont transféré l'exercice de certaines matières, et des moyens y afférents, de la Communauté française vers la Région wallonne et la Commission communautaire française (Cocof), mettant ainsi en œuvre les accords de la Sainte-Émilie.

Si ces lois et décrets sont entrés en vigueur le 1^{er} juillet 2014, la plupart des éléments liés au financement ne seront d'application qu'à partir du 1^{er} janvier 2015.

Les sections suivantes rappellent l'importance du transfert de compétences ainsi que les grandes lignes du nouveau système de financement des communautés et des régions en se concentrant sur les mécanismes créés ou modifiés par la révision de la loi de financement⁽¹⁾.

2.1 Transferts de compétences

Calculé sur la base d'estimations pour 2015, c'est-à-dire la première année complète durant laquelle la sixième réforme de l'État sera effective, le transfert supplémentaire de compétences du niveau fédéral vers les communautés et les régions s'élèverait à quelque 18,7 milliards d'euros, soit 4,6 % du PIB. Viendront s'y ajouter en 2016 un transfert du financement d'infrastructures hospitalières, dont les dépenses sont estimées à 630 millions d'euros.

Avant la prise en compte des transferts de compétences entre entités fédérées, tels ceux découlant des accords de la Sainte-Émilie, les transferts les plus substantiels d'un point de vue budgétaire – soit environ 2,8 % du PIB – iront aux communautés. Il s'agit de la totalité des allocations familiales et de divers aspects des soins de santé

TABLEAU 1 TRANSFERTS DE COMPÉTENCES
AUX COMMUNAUTÉS ET AUX RÉGIONS

(estimations sur la base des besoins à politique inchangée en 2015⁽¹⁾⁽²⁾)

| | Montants (milliards d'euros) | Pourcentages du PIB |
|--|---------------------------------|------------------------|
| Communautés | 11,1 | 2,8 |
| dont: | | |
| Allocations familiales ⁽³⁾ | 6,4 | 1,6 |
| Aspects des soins de santé et de l'aide aux personnes | 4,5 | 1,1 |
| Régions | 7,6 | 1,9 |
| dont: | | |
| Politiques de l'emploi | 4,2 | 1,0 |
| Certaines dépenses fiscales | 3,0 | 0,8 |
| Total | 18,7 | 4,6 |

Sources: gouvernement fédéral, BNB.

(1) Ne sont considérés dans ce tableau que les transferts qui auront lieu en 2015. Sont ainsi exclus ceux ayant déjà eu lieu (jardin botanique de Meise) et ceux qui se produiront plus tard (financement des infrastructures hospitalières en 2016 et pôles d'attraction interuniversitaires en 2018).

(2) À l'exclusion des droits de tirage et du contrôle de la disponibilité des chômeurs puisque ceux-ci faisaient déjà l'objet de dotations aux régions, tandis que les dépenses du Fonds de participation ne sont pas reprises car il s'agit de montants non récurrents.

(3) Ce montant ne comprend pas les allocations familiales que les communautés et les régions versaient déjà directement à leurs travailleurs avant la réforme.

et de l'aide aux personnes. Pour ce qui est des matières relatives aux personnes âgées, sont visées essentiellement les structures d'accueil comme les maisons de repos, les maisons de repos et de soins et les hôpitaux gériatriques isolés, ainsi que l'allocation d'aide aux personnes âgées.

Les autres dépenses de soins de santé transférées comprennent des éléments de santé mentale, de prévention et d'organisation des soins de première ligne. La plupart de ces compétences sont des dépenses aujourd'hui assumées par la sécurité sociale. Des dépenses liées à d'autres compétences, notamment en matière de justice, sont également communautarisées.

En ce qui concerne les régions, budgétairement parlant, la principale matière transférée porte sur des aspects de la politique de l'emploi. Ces transferts émanent à la fois du pouvoir fédéral et de la sécurité sociale. Une partie de ces compétences, à savoir les réductions de certaines cotisations à la sécurité sociale, étaient jusqu'à présent considérées par l'Institut des comptes nationaux comme de moindres recettes. À partir du 30 septembre 2014, elles seront traitées comme des dépenses de subventions aux entreprises.

Les régions vont aussi acquérir des compétences significatives en matière de dépenses fiscales, lesquelles sont des moindres recettes d'un point de vue statistique. La principale dépense fiscale concerne le bonus logement. Une autre enveloppe non négligeable a trait à l'utilisation de titres-services et de chèques ALE.

Au total, à la suite de la sixième réforme de l'État, la part des communautés et des régions dans les recettes et, plus encore, dans les dépenses de l'ensemble des administrations publiques augmentera sensiblement. Sur la base de chiffres estimés pour 2015, les 3,8 points de pourcentage du PIB supplémentaires de dépenses primaires de ce sous-secteur seraient quasi exclusivement prélevés sur les dépenses de la sécurité sociale.

TABLEAU 2 DÉPENSES FISCALES TRANSFÉRÉES EN 2015

(millions d'euros)

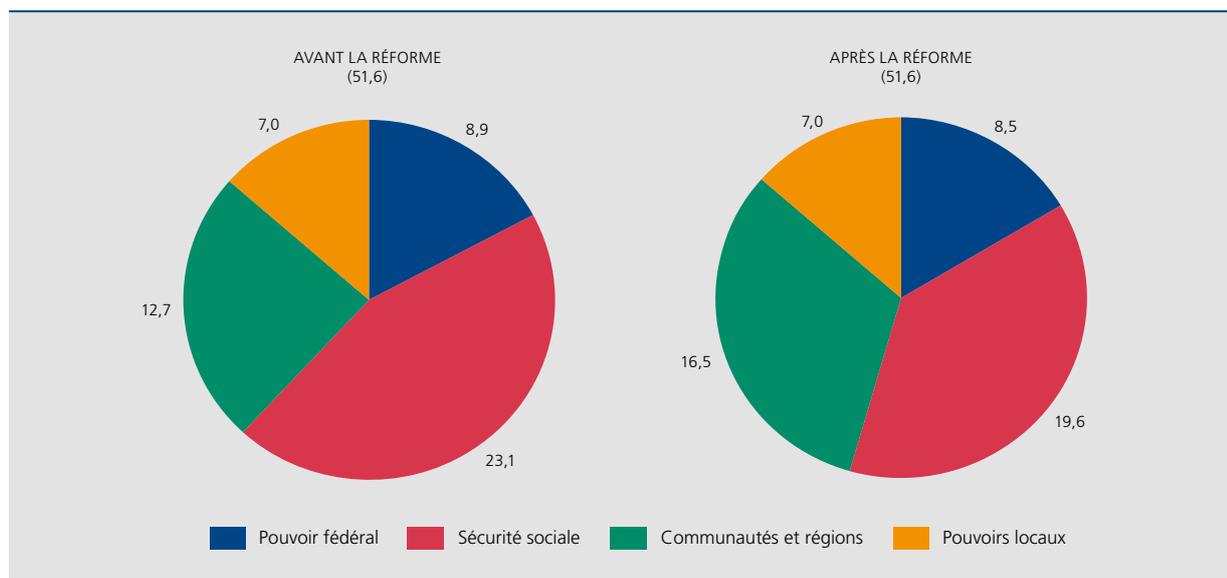
| | Région flamande | Région wallonne | Région de Bruxelles-Capitale | Total |
|---|-----------------|-----------------|---------------------------------|--------------|
| Logement ⁽¹⁾ | 1 714 | 754 | 144 | 2 612 |
| Titres-services et chèques ALE | 219 | 94 | 34 | 347 |
| Investissements économiseurs d'énergie et maisons passives | 23 | 8 | 1 | 32 |
| Autres ⁽²⁾ | 31 | 20 | 6 | 56 |
| Total | 1 986 | 876 | 186 | 3 048 |

Source: gouvernement fédéral.

(1) Dépenses liées aux emprunts hypothécaires contractés en vue d'acquérir ou de conserver l'habitation propre (déduction fiscale pour habitation propre et unique, réduction majorée épargne-logement, déduction complémentaire d'intérêts hypothécaires et primes d'assurance-vie).

(2) Impôt des non-résidents et autres éléments de l'IPP (sécurisation des habitations contre le vol et l'incendie, rénovation d'habitations données en location à un loyer modéré et d'habitations situées dans une zone d'action positive des grandes villes).

GRAPHIQUE 5 DÉPENSES PRIMAIRES FINALES DES SOUS-SECTEURS DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES⁽¹⁾⁽²⁾⁽³⁾⁽⁴⁾
(pourcentages du PIB, estimations sur la base des chiffres de 2015)



Sources : gouvernement fédéral, ICN, BNB.

(1) Non compris les transferts entre sous-secteurs des administrations publiques, pour ne considérer que les dépenses finales.

(2) Le classement des dépenses transférées a suivi une logique institutionnelle. Dans les comptes nationaux, certaines dépenses des communautés et des régions pourraient être vues comme des dépenses de la sécurité sociale.

(3) Les réductions de cotisations à la sécurité sociale transférées aux régions ont été reclassées en dépenses, en anticipation du changement attendu de la part de l'ICN dans le cadre du passage au SEC 2010.

(4) Contrairement à ce qui est fait dans le reste de l'article, les cotisations sociales imputées et les transferts fictifs du pouvoir fédéral aux autres sous-secteurs destinés au paiement des pensions de leurs travailleurs n'ont fait l'objet d'aucune correction et sont donc enregistrés de la même manière que dans les comptes des administrations publiques.

2.2 Nouveau système de financement

Cette section retrace les grandes lignes du nouveau système de financement des régions, puis des communautés. Une attention particulière est accordée aux contributions à l'assainissement des finances publiques et au coût du vieillissement qui ont été fixées dans la loi du 6 janvier 2014 et dont les montants et mécanismes n'avaient pas encore été convenus lors de l'accord sur la réforme de l'État du 10 octobre 2011. Une comparaison de la structure des recettes des quatre plus grandes communautés et régions est également présentée à titre d'illustration.

2.2.1 Nouveau financement des régions

Le nouveau financement des régions repose, en premier lieu, sur l'autonomie fiscale accrue dont elles bénéficieront. Elles pourront ainsi imposer des centimes additionnels dits élargis sur l'IPP. Cet aspect de la réforme a été mis en œuvre par la loi du 8 mai 2014 modifiant le Code des impôts sur le revenu. En 2015, ces additionnels correspondront à 25,99 % des recettes de l'IPP, soit environ 11,9 milliards d'euros, ou encore 3 % du PIB. Ils financeront 40 % des dépenses fiscales transférées et remplaceront la dotation IPP de base et la plus grande partie du terme

négatif, ce dernier compensant pour l'État fédéral la perte de recettes découlant du transfert de certains impôts aux régions en 2002. À politique inchangée, ils évolueront au rythme du produit de l'IPP, lequel dépassera tendanciellement celui du PIB en raison de deux facteurs : la progressivité de l'impôt, d'une part, et le vieillissement de la population, d'autre part, les pensions faisant partie de la base imposable mais pas du PIB.

Les 60 % restants de ces dépenses fiscales et 90 % des nouvelles compétences en matière d'emploi font l'objet d'un transfert de recettes de l'IPP de la part du pouvoir fédéral. Ces moyens attribués n'évoluent pas en fonction du produit de l'IPP mais ils évoluent avec l'inflation et, en partie, avec la croissance du PIB en volume. Ils sont répartis entre les régions selon la clé de l'IPP maintenu au niveau fédéral.

Une intervention de solidarité nationale prélevée sur les recettes fédérales de l'IPP est conservée en faveur des régions dont le rendement de l'IPP par habitant est inférieur à la moyenne nationale. Les modalités en sont toutefois modifiées. Au final, l'écart entre les parts respectives d'une région dans la population et dans le produit de l'IPP sera corrigé à hauteur de 80 %, mais le montant de base

TABLEAU 3 STRUCTURE DE FINANCEMENT DES RÉGIONS APRÈS LA SIXIÈME RÉFORME DE L'ÉTAT

Éléments inchangés

Impôts régionaux et taxes régionales
Moyens attribués de l'IPP à la Région de Bruxelles-Capitale pour les communes
Certaines dotations reçues du pouvoir fédéral⁽¹⁾
Transferts reçus d'autres entités fédérées⁽²⁾
Autres recettes non fiscales

Éléments nouveaux ou modifiés

Éléments neutralisés en 2015 par le montant de transition⁽³⁾

Additionnels régionaux à l'IPP
Moyens attribués de l'IPP

- Moyens transférés pour les nouvelles compétences (emploi et dépenses fiscales)
- Moyens transférés pour les compétences résiduelles (nouvelles et anciennes)
- Intervention de solidarité nationale révisée
- Mécanisme de transition⁽⁴⁾

Recettes non fiscales transférées (amendes routières)
Dépenses fiscales transférées (signe négatif)

Éléments non neutralisés par le montant de transition

Moyens attribués de l'IPP

- Contribution à l'assainissement des finances publiques (ponctions structurelles sur divers moyens transférés)
- Contribution au coût du vieillissement (réduction de la liaison à la croissance économique de divers moyens transférés)
- Certains aspects du refinancement de la Région de Bruxelles-Capitale (compensations navetteurs et fonctionnaires internationaux)

Transferts reçus (dotations)

- Responsabilisation climat (le cas échéant)
- Partie du refinancement des institutions bruxelloises bénéficiant à la Région de Bruxelles-Capitale ou transitant par celle-ci (dotations mobilité, sécurité, primes linguistiques et mainmorte)

p.m. Dépenses nouvelles: responsabilisation pension et, le cas échéant, climat

Éléments issus de transferts entre entités fédérées

Transfert de la Communauté française à la Région wallonne (Sainte-Émilie)

(1) Beliris, dotations pour la reprise par les régions de la collecte de certains impôts régionaux, etc.

(2) Par exemple la dotation versée par la Communauté française à la Région wallonne à la suite de l'accord de la Saint-Quentin.

(3) Ce montant prend notamment en compte la restructuration et la suppression d'anciens mécanismes de financement des régions comme les droits de tirage en matière de remise au travail des chômeurs.

(4) Il est également tenu compte d'une estimation des besoins afférents aux nouvelles compétences transférées aux régions pour calculer le montant de transition. Ce mécanisme capte, notamment, l'écart entre les répartitions régionales des moyens et des besoins en 2015.

sur lequel la correction est appliquée comprend désormais des moyens régionaux et communautaires. En 2015, les montants transférés à ce titre aux Régions wallonne et de Bruxelles-Capitale seront réduits, mais ils évolueront dorénavant non seulement avec l'inflation mais aussi avec la croissance économique.

Une nouvelle dotation résiduelle, également constituée de moyens attribués de l'IPP fédéral, rassemble les moyens prévus pour d'anciennes compétences, à savoir celles transférées en 1993 et en 2002, de même que pour diverses nouvelles compétences régionales.

Compte tenu de l'ensemble des changements apportés au mode de financement des régions, dont seuls les plus importants ont été rappelés ici, certaines entités verraient leurs moyens rabaissés ou accrus par rapport au système antérieur. Un mécanisme de transition, sous la forme d'un facteur d'égalisation, a donc été prévu afin d'assurer qu'aucune entité ne gagne ni ne perde au moment du basculement de l'ancienne loi de financement vers la nouvelle. Les montants de ce facteur seront figés en termes nominaux pendant dix ans, avant de s'éteindre progressivement au cours des dix années suivantes.

Certains éléments font exception, en ce sens qu'ils ne sont pas compensés dans le mécanisme de transition et qu'ils exercent donc un effet budgétaire immédiat sur les relations entre le pouvoir fédéral et les régions. Il s'agit du refinancement des institutions bruxelloises et des deux mécanismes de responsabilisation, l'un en matière de pensions et l'autre en matière de climat, ainsi que des contributions à l'assainissement des finances publiques et au coût du vieillissement (cf. sous-section 2.2.3. pour ces dernières).

Les institutions bruxelloises – Région de Bruxelles-Capitale, communes et commissions communautaires française et flamande – bénéficieront de moyens supplémentaires jusqu'à concurrence d'environ 0,1 % du PIB à l'horizon de 2015, lesquels seront générés par divers canaux. Ainsi, étant donné le flux net de navetteurs entrant dans cette région, une correction intègre, à compter de 2014, une partie des revenus des navetteurs en provenance des deux autres régions. Il s'agit d'un transfert horizontal, c'est-à-dire entre les régions, opéré par le biais de recettes attribuées de l'IPP transférées par le pouvoir fédéral. Un autre mécanisme indemnise, aussi à partir de 2014 et par le biais des recettes de l'IPP transférées, la Région de Bruxelles-Capitale pour les rentrées qu'elle ne perçoit pas sur les salaires des fonctionnaires d'institutions internationales comme la CE et l'OTAN. Seule la part plus élevée de ces fonctionnaires dans la base imposable de la Région de Bruxelles-Capitale que

dans celle des deux autres régions fait l'objet de cette compensation. Enfin, des dotations sont consacrées à des dépenses spécifiques, comme la sécurité, la mobilité et les primes de bilinguisme. Une partie du refinancement est tombée dans l'escarcelle des institutions bruxelloises dès 2012.

À titre de contribution au coût budgétaire du vieillissement, les régions versent désormais une cotisation à l'État fédéral pour les pensions de leurs fonctionnaires. En effet, jusqu'à présent, c'était le pouvoir fédéral qui assumait en pratique la quasi-totalité des coûts de ces pensions.

En application du mécanisme de responsabilisation climat, si une région dépasse l'objectif de réduction d'émissions de gaz à effet de serre dans les bâtiments des secteurs résidentiel et tertiaire, elle reçoit un bonus financier. À l'inverse, si elle ne l'atteint pas, elle doit s'acquitter d'un malus. Dans la suite de cet article, on considère que chaque région réalise son objectif, ni plus ni moins.

Enfin, en application des accords de la Sainte-Émilie, la Région wallonne reçoit de la Communauté française une dotation pour les compétences dont elle reprend l'exercice sur son territoire. Il s'agit principalement des allocations familiales et de la plupart des dépenses de santé et d'aide aux personnes.

2.2.2 Nouveau financement des communautés

Le mode de financement des communautés repose, comme précédemment, sur des moyens transférés par le pouvoir fédéral, que ceux-ci prennent la forme de dotations ou de recettes fiscales transférées.

La plupart des transferts fédéraux sont répartis entre les communautés selon des clés reflétant des besoins pour des compétences spécifiques. Ainsi, des clés démographiques sont prévues pour répartir les moyens destinés aux nouvelles compétences communautaires: le nombre d'enfants de 0 à 18 ans pour les allocations familiales, le nombre de personnes âgées de plus de 80 ans pour les soins de santé et l'aide au profit des personnes âgées, la population totale pour les autres aspects des soins de santé et de l'aide aux personnes (hors infrastructures hospitalières). En outre, le nombre d'élèves fréquentant les écoles francophones et néerlandophones est la clé utilisée pour répartir les recettes de TVA transférées. Ces dernières englobent désormais, outre l'ancien transfert TVA de base – à savoir la partie du transfert TVA qui était déjà partagée suivant le nombre d'élèves précédemment –, la partie « liaison à la croissance économique » des moyens supplémentaires du Lambermont sur la période 2010-2015, la compensation pour la redevance radio-TV qui

TABLEAU 4 STRUCTURE DE FINANCEMENT DES COMMUNAUTÉS ET DES COMMISSIONS COMMUNAUTAIRES APRÈS LA SIXIÈME RÉFORME DE L'ÉTAT

Éléments inchangés

- Certaines dotations reçues du pouvoir fédéral⁽¹⁾
- Transferts reçus d'autres entités fédérées⁽²⁾
- Autres recettes non fiscales

Éléments nouveaux ou modifiés

Éléments neutralisés en 2015 par le montant de transition

- Moyens attribués de la TVA (mécanisme révisé⁽³⁾)
- Moyens attribués de l'IPP
 - Moyens IPP restructurés
 - Mécanisme de transition⁽⁴⁾
- Moyens attribués à la Cocom et à la Communauté germanophone⁽⁵⁾
- Dotations fédérales pour la plupart des nouvelles compétences⁽⁶⁾

Éléments non neutralisés par le montant de transition

- Moyens attribués de l'IPP
 - Contribution à l'assainissement des finances publiques (ponctions structurelles sur divers moyens transférés)
 - Contribution au coût du vieillissement (réduction de la liaison à la croissance économique de divers moyens transférés)
 - Parties Cocof et VGC du refinancement des institutions bruxelloises

p.m. Dépenses nouvelles : responsabilisation pension

- (1) Précompte professionnel des universités, financement des étudiants étrangers, coopération interuniversitaire, Loterie nationale, Institut de médecine tropicale, jardin botanique de Meise, etc.
- (2) Il s'agit surtout de transferts reçus par les commissions communautaires de la part de la Communauté française (dotation Saint-Quentin pour la Cocof), de la Communauté flamande ou de la Région de Bruxelles-Capitale. On y retrouve aussi des dotations de la Région wallonne à la Communauté germanophone, notamment à la suite du transfert de certaines compétences.
- (3) La révision du mécanisme affecte également la composition des moyens attribués de la TVA. Ceux-ci comprendront aussi l'ancienne dotation compensatoire pour la redevance radio-TV que les communautés perçoivent depuis 2002 en raison du transfert de cette redevance aux régions.
- (4) Il est également tenu compte d'une estimation des besoins afférents aux nouvelles compétences transférées aux communautés pour calculer le montant de transition. Ce mécanisme capte, notamment, l'écart entre les répartitions communautaires des moyens et des besoins en 2015.
- (5) À partir de 2015, les anciennes dotations générales versées par le pouvoir fédéral à la Communauté germanophone et à la Cocom seront converties en recettes fiscales transférées. Les droits de tirage pour la remise au travail des chômeurs en Communauté germanophone seront intégrés au financement général de cette Communauté par le biais de recettes fiscales transférées.
- (6) Allocations familiales, personnes âgées, autres soins de santé et aide aux personnes, infrastructures hospitalières, justice et pôles d'attraction interuniversitaires.

était attribuée aux communautés en raison du transfert de cette redevance aux régions en 2002 et un montant finançant un ensemble composite de compétences nouvelles.

La restructuration des ressources dont les communautés disposent pour financer leurs anciennes compétences a également affecté les recettes de l'IPP transférées. Comme précédemment, elles sont partagées entre les communautés en fonction du produit de cet impôt. Ces recettes sont désormais constituées de l'ancien transfert IPP de base augmenté des moyens TVA supplémentaires liés au Lambermont autres que la partie « liaison à la

croissance économique » 2010-2015, déplacée vers le transfert TVA réformé.

Comme pour les régions, un mécanisme de transition est prévu afin d'assurer qu'aucune entité ne perde ni ne gagne de ressources au moment du basculement vers la nouvelle loi de financement. Certains éléments interviennent toutefois après l'application du mécanisme de transition afin d'induire un effet budgétaire immédiat favorable au pouvoir fédéral. Il s'agit des contributions à l'assainissement des finances publiques et au coût du vieillissement et de la responsabilisation pensions.

L'incidence budgétaire de cette dernière sera plus lourde pour les communautés que pour les régions, étant donné que les premières emploient davantage de travailleurs que les secondes, en particulier les enseignants.

2.2.3 Contributions des communautés et des régions à l'assainissement des finances publiques et au coût du vieillissement

La loi de financement prévoit désormais plusieurs contributions des communautés et des régions à l'assainissement des finances publiques. En 2014, une ponction non récurrente de 250 millions d'euros est prélevée sur les moyens de l'IPP qui leur sont attribués selon l'ancienne loi de financement. Des montants forfaitaires sont fixés pour chaque communauté et région.

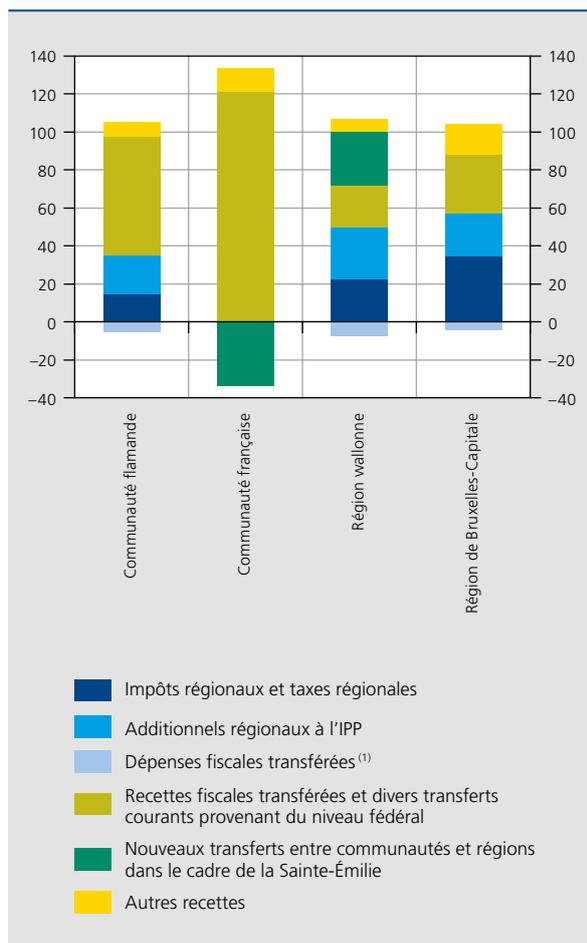
À partir de 2015, la loi de financement organisera des prélèvements structurels sous la forme d'amputations des recettes fiscales transférées en vue d'atteindre, en ce compris un effet induit sur l'intervention de solidarité nationale révisée, une contribution de l'ensemble des communautés et des régions de 1,25 milliard d'euros, qui sera portée à quelque 2,5 milliards d'euros à compter de 2016. Les recettes fiscales transférées concernées sont les moyens de l'IPP prélevés pour financer les nouvelles politiques de l'emploi pour les régions et ceux destinés aux communautés et à la Commission communautaire commune (Cocom).

En outre, à partir de 2017, un effort additionnel tendant vers 0,2 % du PIB en 2030 sera demandé aux entités fédérées, en réduisant plus avant la liaison à la croissance économique d'un certain nombre de dotations ou de recettes fiscales transférées. Il s'agit, pour les régions, des recettes de l'IPP transférées dans le cadre des nouvelles compétences en emploi et en dépenses fiscales, dont la liaison à la croissance retombera de 75 à 55 %, ainsi que de la nouvelle dotation résiduelle, dont la liaison sera ramenée de 100 à 55 %. Pour les communautés, la liaison à la croissance économique reviendra de 82,5 à 65 % pour les dotations relatives aux soins de santé ainsi qu'aux personnes âgées et de 75 à 55 % pour les recettes de l'IPP. Les moyens transférés à la Cocom verront également leur liaison à la croissance diminuer, de 82,5 à 65 %.

2.2.4 Structure des recettes des principales communautés et régions

Compte tenu de l'ensemble des changements apportés par la loi spéciale du 6 janvier 2014 et par les décrets mettant en œuvre les accords de la Sainte-Émilie, la structure

GRAPHIQUE 6 VENTILATION DES RECETTES EN 2015
(parts des recettes totales de chaque entité, pourcentages)



Sources : gouvernement fédéral, ICN, BNB.

(1) Les dépenses fiscales transférées constituent des moindres recettes. L'incidence de ce transfert de compétences est compensée dans d'autres rubriques (pour partie en additionnels régionaux à l'IPP et pour partie en recettes fiscales transférées par le pouvoir fédéral aux régions).

des recettes des communautés et des régions sera sensiblement modifiée dès 2015. En outre, cette structure sera très différente d'une entité à l'autre. La ventilation des recettes des quatre principales entités fédérées présentée dans cette sous-section est celle à politique inchangée pour l'année 2015.

La ventilation des recettes de la Communauté française est la plus atypique en ce sens que cette dernière est exclusivement financée par les transferts en provenance du pouvoir fédéral issus de la loi de financement et par des recettes diverses (par exemple, des minervaux sur les études dans l'enseignement supérieur). Cette institution transfère en outre environ un tiers de ses recettes à la Région wallonne et à la Cocom dans le cadre des accords de la Sainte-Émilie.

Ce transfert « Sainte-Émilie » en provenance de la Communauté française représente 28 % des recettes de la Région wallonne. Les transferts émanant du pouvoir fédéral au titre de la loi de financement, principalement des recettes fiscales transférées, ne constituent plus que 22 % des recettes de cette région. La moitié des recettes de cette dernière sont des recettes fiscales propres, qu'il s'agisse des nouveaux additionnels à l'IPP (28 %) ou des anciens impôts et taxes régionaux (22 %).

Ces anciens impôts et taxes, couvrant notamment les droits d'enregistrement et de succession, sont toujours la première source de financement de la Région de Bruxelles-Capitale, à hauteur d'environ 35 %. Les additionnels à l'IPP ajoutent une quinzaine de pour cent aux recettes fiscales propres. Les transferts issus de la loi de financement, principalement les recettes de l'IPP, génèrent 31 % des recettes de cette Région.

La position de la Communauté flamande, réunissant des compétences communautaires et régionales, est intermédiaire entre les extrêmes de la Communauté française et ceux des deux autres régions. Les transferts issus de la loi de financement, qu'il s'agisse de recettes de l'IPP ou de TVA ou de dotations fédérales, apportent près de 63 % des ressources de cette entité. Les nouveaux additionnels à l'IPP représentent un peu plus d'un cinquième des revenus de la Communauté flamande, tandis que les anciens impôts et taxes régionaux amènent 15 %.

3. Nouveau cadre budgétaire

Le cadre dans lequel s'inscrit la politique budgétaire des différents pouvoirs publics belges a été considérablement modifié ces dernières années, en raison à la fois des ajustements importants apportés à la réglementation européenne et de la sixième réforme de l'État. Cette partie traitera d'abord de ces changements. Elle abordera ensuite la trajectoire normative proposée dans ce cadre.

3.1 Changements récents importants

Dans un État fédéral comme la Belgique, chaque entité contribue à la réalisation des objectifs budgétaires qui s'appliquent au niveau de l'ensemble des administrations publiques. En vue d'assurer la nécessaire coordination de la politique des différents gouvernements, la section « Besoins de financement des pouvoirs publics » a été créée au sein du Conseil supérieur des finances (CSF) par la loi spéciale de financement du 16 janvier 1989. Dans ses avis, elle formule des recommandations en matière de soldes budgétaires, tant pour l'ensemble des

administrations publiques que pour chacune des communautés et des régions considérées séparément, lesquelles forment généralement la base des accords de coopération en matière d'objectifs budgétaires conclus au sein du Comité de concertation du gouvernement fédéral et des gouvernements des communautés et des régions. Ces accords constituent la pierre angulaire de la coordination de la politique budgétaire en Belgique.

La politique budgétaire des administrations publiques belges est depuis longtemps largement déterminée par les règles européennes. Ces dernières années, les directives européennes à visée budgétaire ont été renforcées, en raison de la crise de la dette souveraine, par l'instauration du « Six-Pack », du « Two-Pack » et du traité sur la stabilité, la coordination et la gouvernance au sein de l'Union économique et monétaire, et en particulier par son volet budgétaire, plus connu sous l'appellation de pacte budgétaire ou « Fiscal Compact ». Ce dernier a été mis en œuvre par l'accord de coopération du 13 décembre 2013 entre l'État fédéral, les communautés, les régions et les commissions communautaires.

Un aspect important de cet accord de coopération est la transposition en droit belge de la « règle d'or » du pacte budgétaire. Celle-ci stipule que le solde budgétaire de l'ensemble des administrations publiques doit être en équilibre ou en excédent. Elle est considérée comme étant respectée dès lors que le solde structurel annuel de l'ensemble des administrations publiques correspond à l'objectif à moyen terme spécifique au pays ou qu'il est conforme à la trajectoire de convergence requise vers cet objectif.

En outre, l'accord de coopération formalise les pratiques de coordination existantes en donnant une base légale aux fonctions de recommandation et d'évaluation de la section « Besoins de financement des pouvoirs publics ». De plus, les responsabilités de celle-ci ont été élargies. Ainsi, elle doit émettre un avis sur la répartition, entre les différents niveaux de pouvoir, de l'objectif budgétaire annuel de l'ensemble des administrations publiques, en termes tant nominaux que structurels. Elle est également désignée comme étant l'organisme indépendant chargé, notamment, d'assurer le suivi de ces décisions et d'évaluer, plus globalement, le respect des engagements pris par les gouvernements. Il lui est aussi demandé d'émettre un avis sur l'ampleur de l'éventuelle correction à apporter et de surveiller l'implémentation des mesures. Par ailleurs, elle a pour nouvelle mission de proposer un partage entre les différents niveaux de gouvernement d'une éventuelle sanction financière imposée par le Conseil de l'Union européenne, en proportion des dérapages identifiés.

L'accord de coopération spécifie en outre que l'objectif budgétaire global des administrations publiques fait au préalable l'objet d'une discussion au sein du Comité de concertation et que ce dernier doit approuver la répartition des objectifs entre les différents niveaux de pouvoir.

Un autre changement récent majeur ayant une influence sur le cadre budgétaire et, en particulier, sur la fixation des objectifs budgétaires de chaque entité concerne l'instauration, à partir de 2014, d'une série de mécanismes dans la nouvelle loi de financement (cf. section 2.2.). Il s'agit des contributions des communautés et des régions pour les pensions de leurs fonctionnaires, à l'assainissement des finances publiques et au coût du vieillissement.

3.2 Trajectoire budgétaire normative des communautés et des régions

En 2009, la section « Besoins de financement des pouvoirs publics » du CSF a commencé à formuler des propositions destinées à assainir les finances publiques. Cela s'imposait après que le déficit public avait gonflé dans le sillage de la crise financière et économique. Il convenait, dans la formulation de ces propositions, non seulement de fixer des objectifs budgétaires globaux, en particulier l'équilibre budgétaire pour 2015 au plus tard, mais également de tendre vers un partage clair et équilibré des efforts entre les différents sous-secteurs des administrations publiques. Un autre critère important était de garantir la soutenabilité budgétaire de chaque niveau de pouvoir.

Dans le courant de 2009, la Section a proposé quatre trajectoires possibles de partage des efforts d'assainissement entre l'Entité I, constituée du pouvoir fédéral et de la sécurité sociale, et l'Entité II, regroupant les communautés et les régions ainsi que les pouvoirs locaux. À la fin de 2009, le Comité de concertation a décidé de fonder la répartition jusqu'en 2012 sur la part dans les dépenses primaires finales⁽¹⁾. Ce critère présente l'avantage de tenir compte des positions relatives en matière d'intervention des pouvoirs publics, et il trouve sa légitimation dans le fait que la soutenabilité budgétaire repose plus particulièrement sur une maîtrise à long terme du rayon d'action du secteur public. Selon des simulations effectuées par la Section, l'application de cette clé de répartition entraînerait, vu le déficit initial moins substantiel de l'Entité II, une divergence dans les trajectoires budgétaires normatives, avec un excédent estimé à environ 1 % du PIB pour l'Entité II en 2015 et un déficit comparable pour l'Entité I. Une telle évolution n'est toutefois pas conforme à la soutenabilité budgétaire de chaque niveau de pouvoir, et elle peut poser problème à certaines composantes de l'Entité II censées accumuler durablement des surplus budgétaires. De tels excédents ne se justifient

en effet pas pour l'Entité II, dont la charge d'endettement demeure relativement limitée et pour laquelle la question du préfinancement des dépenses liées au vieillissement ne se pose pas dans le cadre du partage des compétences.

Dans ses avis entre septembre 2009 et mars 2011, la Section recommandait dès lors une réforme institutionnelle de manière à permettre une convergence des perspectives et des trajectoires budgétaires des différentes entités. Vu l'accord sur la réforme de l'état en octobre 2011, la Section a, en mars 2012, pris comme point de départ pour le partage des objectifs budgétaires, le retour à l'équilibre nominal en 2015 pour chaque niveau de pouvoir, y compris chaque communauté et chaque région, en conditionnant cette nouvelle trajectoire à un transfert de charges de l'Entité I vers l'Entité II. Pour ce qui est de ce dernier, il importait de concrétiser les modalités de la participation des entités fédérées à l'assainissement des finances publiques prévues dans l'accord sur la réforme de l'État. Dans son avis de mars 2013, la Section a réitéré ce principe et a examiné deux visions possibles de contribution de l'Entité II à l'effort d'assainissement budgétaire.

En juillet 2013, un accord politique définitif a été conclu quant à la sixième réforme de l'État lequel induisait un transfert de charges budgétaires de l'Entité I à l'Entité II. Dans son avis de mars 2014, la Section a pris acte de cet accord politique et de ce transfert de charges qu'elle a estimé à 0,7 % du PIB pour l'année 2017 et a retenu en conséquence le principe d'un équilibre budgétaire pour l'Entité II et ses composantes durant la période 2014-2017, le reste des efforts devant être consentis par l'Entité I⁽²⁾. Au cours de la période 2014-2017, l'ensemble des communautés et des régions et chaque entité fédérée considérée séparément devraient poursuivre l'objectif d'un équilibre nominal tous les ans. Ces objectifs ont été repris à titre indicatif dans le programme de stabilité de la Belgique d'avril 2014.

4. Projections intégrant le nouveau cadre institutionnel

Deux exercices de projection ont été réalisés pour les différentes communautés et régions, l'un esquisant les soldes de financement à politique inchangée à l'horizon de 2030 et l'autre calculant les taux de croissance, compatibles avec le retour à l'équilibre budgétaire à partir de 2015, des dépenses primaires autres que celles liées à la

(1) L'Entité I devait dès lors prendre en charge 65 % des efforts durant l'ensemble de la période, et l'Entité II 35 %. Ces pourcentages ont été dérivés de la répartition des dépenses entre ces entités au cours de la période 2006-2008, telles qu'elles étaient disponibles à l'été de 2009.

(2) Les années 2014 et 2015 constitueront une exception en ce qu'un excédent de 0,1 % du PIB est prescrit pour l'Entité II en raison d'un surplus transitoire demandé aux pouvoirs locaux, étant donné leur cycle d'investissements.

réforme de la loi de financement. La première section reprend les principaux éléments de méthode et hypothèses sous-jacents à ces projections.

4.1 Hypothèses et méthode

Les points de départ de ces projections sont, pour 2013, les comptes des administrations publiques d'avril 2014 établis par l'ICN selon le SEC 95.

Pour l'année 2014, la méthodologie est similaire à celle suivie pour les prévisions publiées en juin dernier par la Banque. Les taux de croissance des dépenses primaires sont inférés d'une analyse des budgets initiaux des principales entités. À partir de 2014, les recettes sont estimées en fonction de la loi de financement sur la base d'un cadre macroéconomique correspondant à celui des prévisions de juin de la Banque jusqu'en 2016 et, par la suite, à celui du rapport annuel du Comité d'étude sur le vieillissement paru en juillet. Le cadre démographique est tiré des perspectives de la population 2013-2060 publiées en avril.

Les incidences du passage à la nouvelle loi de financement et des décrets mettant en application les accords de la Sainte-Émilie ont été intégrées. Dans une logique de politique inchangée, il est supposé que les entités fédérées reprennent les compétences du pouvoir fédéral et de la sécurité sociale telles qu'elles auraient été mises en œuvre par ces sous-secteurs en l'absence de réforme de l'État. Elles n'exercent donc pas leur autonomie de décision en ces matières. De même, par hypothèse, les régions n'utilisent pas leur autonomie fiscale.

Sauf exceptions, les autres recettes sont supposées évoluer avec le PIB nominal. En ce qui concerne les impôts et taxes régionaux, il a été tenu compte, à l'instar des prévisions de juin de la Banque, des mesures adoptées ainsi que de l'incidence de certains facteurs temporaires, comme la régularisation fiscale et le raccourcissement d'un mois des délais de déclaration en matière de droits de succession. Un autre facteur temporaire retenu est le transfert en 2013, en provenance du pouvoir fédéral, d'une partie du produit de la vente de licences de téléphonie mobile. Aucun dividende n'est attendu de la part de KBC en 2014 ni en 2016. Cette banque devrait rembourser à la Communauté flamande le capital injecté par cette dernière d'ici 2020, comme convenu avec la CE.

L'analyse des dépenses primaires pour l'année 2014 prend en considération, entre autres, la révision à la baisse de l'inflation à la suite de la réduction de la TVA sur l'électricité. Il en résulte notamment un report à 2015 de l'indexation des salaires des travailleurs des administrations

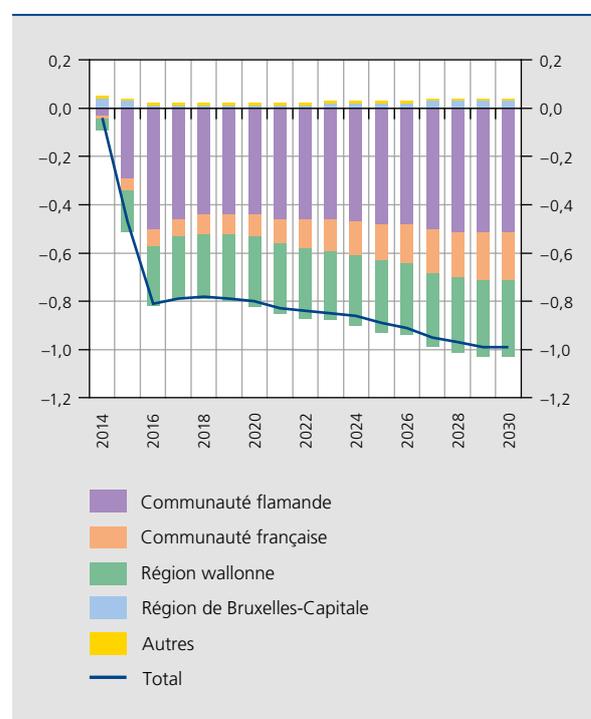
communautaires et régionales. Le partenariat public-privé (PPP) « Scholen van Morgen » est ajouté aux dépenses de la Communauté flamande. En 2015, les dépenses primaires sont aussi corrigées de l'incidence temporaire des ventes de bâtiments et de terrains réalisées l'année précédente.

Il n'a pas été tenu compte des mesures annoncées dans les déclarations de politique régionales et communautaires communiquées en juillet. Les projections illustrent donc le contexte budgétaire dans lequel ces mesures ont été décidées.

4.2 Évolution attendue des soldes de financement à politique inchangée

L'exercice de projection des soldes de financement à politique inchangée repose sur l'hypothèse supplémentaire d'une évolution, à partir de 2015, des dépenses primaires autres que celles liées à la révision de la loi de financement

GRAPHIQUE 7 SOLDES DE FINANCEMENT SI LES DÉPENSES PRIMAIRES AUTRES QUE CELLES LIÉES À LA RÉVISION DE LA LOI DE FINANCEMENT ⁽¹⁾ AUGMENTENT AU RYTHME DU PIB NOMINAL À PARTIR DE 2015
(pourcentages du PIB)



Sources : BFP, CEV, gouvernement fédéral, ICN, BNB.

(1) Les dépenses liées à la révision de la loi de financement sont les dépenses primaires afférentes aux compétences transférées dans le cadre de la sixième réforme de l'État, la contribution de responsabilisation pension et les transferts découlant des accords de la Sainte-Émilie.

égale à celle du PIB nominal, hormis les corrections évoquées à la fin de la section précédente.

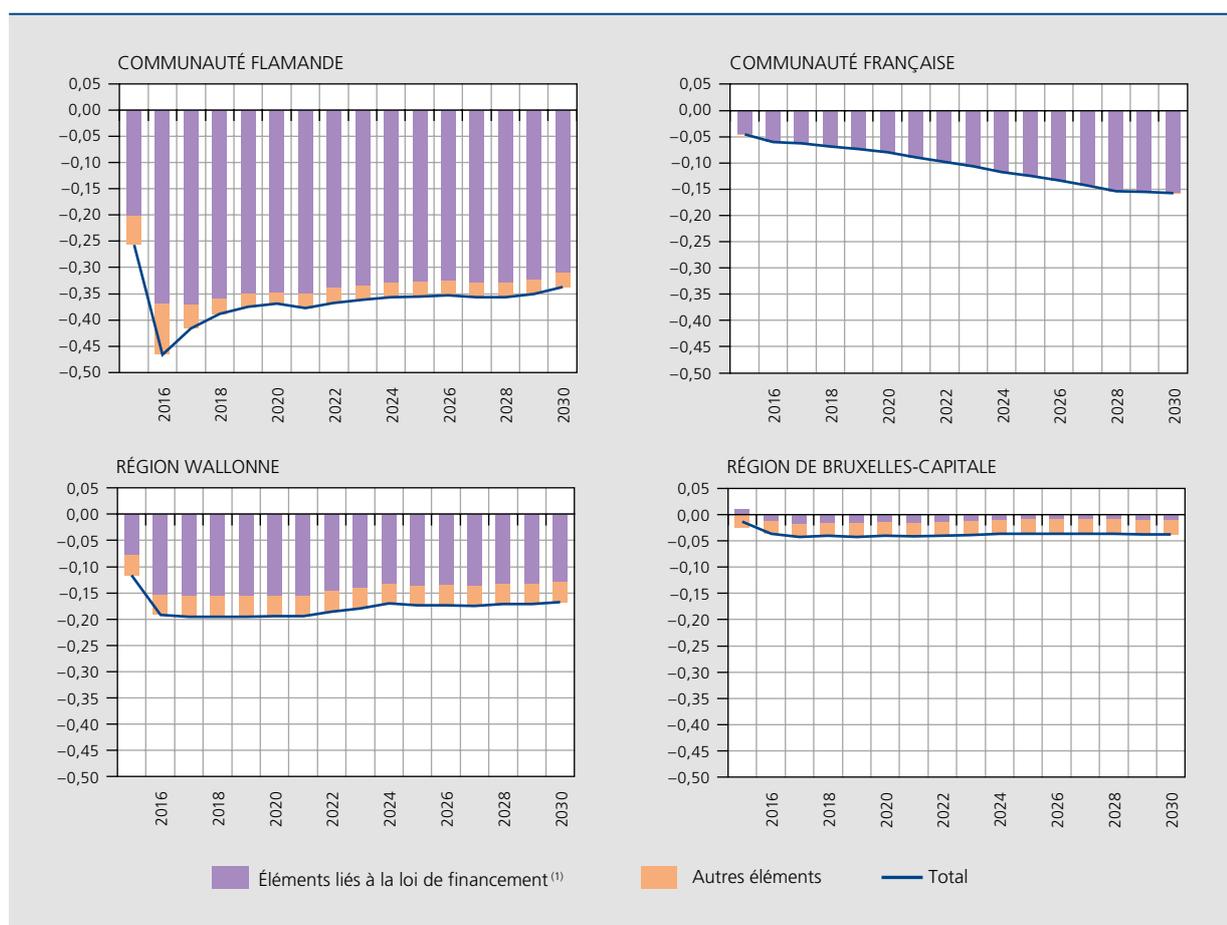
Pour ce qui est de l'ensemble des communautés et des régions, le déficit attendu, limité en 2014, devrait se creuser en 2015 et en 2016, pour se stabiliser aux alentours de 0,8% du PIB jusqu'en 2021, avant de repartir à la hausse jusqu'en 2030. Un profil assez semblable peut être observé en Communauté flamande, en Communauté française et en Région wallonne. En Région de Bruxelles-Capitale, l'excédent de 2014 s'étiolera au cours des années à venir, jusqu'à devenir quasi nul en 2017. Le surplus de cette région gonflera à nouveau quelque peu par la suite.

Les mouvements du solde primaire expliquent en grande partie ceux du solde de financement. L'alourdissement des charges d'intérêt, faible au début de la période, s'amplifiera par la suite en raison de la dynamique de la dette.

Les éléments liés à la loi de financement expliquent dans une large mesure l'évolution du solde primaire par rapport à 2014 en Communauté flamande, en Communauté française et en Région wallonne. Plus particulièrement, la contribution à l'assainissement des finances publiques, portée de 250 millions d'euros en 2014 à 1,25 milliard en 2015 puis à 2,5 milliards en 2016, pèsera sur les finances de chacune des entités fédérées. Les finances des communautés seront également obérées par les contributions de responsabilisation pension, dont le coût augmentera jusqu'en 2028.

En Communauté flamande, les éléments liés à la loi de financement détérioreront nettement le solde primaire en 2015 et en 2016 en raison, principalement, de la contribution structurelle à l'assainissement des finances publiques. En 2015, les recettes ne seront plus soutenues par l'effet temporaire favorable exercé par la régularisation fiscale l'année précédente, tandis que les dépenses

GRAPHIQUE 8 DÉCOMPOSITION DE LA VARIATION DU SOLDE PRIMAIRE
(points de pourcentage du PIB, par rapport à 2014)



Sources : BFP, CEV, gouvernement fédéral, ICN, BNB.

(1) Principalement, les recettes fiscales transférées, la plupart des dotations fédérales, l'autonomie fiscale, les transferts de compétences en recettes et en dépenses, les transferts découlant des accords de la Sainte-Émilie et la responsabilisation pension.

subiront le contrecoup des ventes de bâtiments et de terrains actées en 2014 et qu'elles seront affectées par le PPP « Scholen van Morgen ». En 2016, l'incidence des facteurs autres que ceux liés à la loi de financement sera maximale en raison, entre autres, de ce PPP et de l'absence de dividendes distribués par KBC cette année-là.

En Communauté française, la détérioration du solde primaire sera entièrement imputable aux éléments liés à la loi de financement. À l'horizon de 2016, l'incidence de la contribution à l'assainissement des finances publiques prévaudra, mais, à long terme, c'est la contribution de responsabilisation pension qui entraînera le coût le plus substantiel.

En Région wallonne, l'essentiel de la détérioration du solde primaire en 2015 et en 2016 sera due à la contribution à l'assainissement des finances publiques. À partir de 2015, la Région subira aussi le contrecoup à la fois de mesures ponctuelles adoptées en 2014, comme la vente du réseau de fibres optiques de la Sofico, et d'effets temporaires en matière de droits de succession à la suite de la régularisation fiscale.

Dès 2015, le solde primaire de la Région de Bruxelles-Capitale se détériorera mais, contrairement aux autres entités fédérées, cela résultera exclusivement des éléments autres que ceux liés à la loi de financement, telles les répercussions de mesures ponctuelles adoptées en 2014 (ventes de bâtiments et de terrains) et d'effets temporaires en matière de droits de succession (régularisation fiscale). Cette région bénéficiera encore en 2015 de la dernière phase du refinancement obtenu dans le cadre de la sixième réforme de l'État. Cet effet l'emportera sur celui de la contribution à l'assainissement des finances publiques.

4.3 Efforts requis pour rejoindre l'équilibre budgétaire en 2015

Un autre exercice de simulation consiste à apprécier les marges de manœuvre éventuelles des entités en termes de croissance réelle admissible des dépenses primaires autres que celles liées à la révision de la loi de financement pour atteindre l'objectif d'équilibre budgétaire en 2015 et y rester, comme le recommande la section « Besoins de financement des pouvoirs publics » du CSF. Pour cet exercice, le point de départ pour 2014 est le même que celui de la projection à politique inchangée. Les dépenses primaires liées à la révision de la loi de financement et les recettes évoluent de la même manière que dans le scénario à politique inchangée.

Pour l'ensemble des communautés et des régions, après une évolution modérée des dépenses primaires estimée à 1 % en 2014 en termes réels, le retour à l'équilibre requerrait une réduction de 1,5 % des dépenses primaires en 2015 et de 1 % encore en 2016. Ces efforts sont dus non seulement à la nécessité de rejoindre l'équilibre, mais aussi et surtout à la contrainte supplémentaire qu'impose la contribution à l'assainissement des finances publiques. D'ailleurs, par la suite, les dépenses primaires pourront progresser en moyenne annuelle de quelque 1,6 % sur les trois dernières années de la législature régionale devant s'achever en 2019.

La Région wallonne est, parmi les principales entités fédérées, celle subissant la contrainte la plus forte en termes de rythme admissible de croissance réelle des dépenses primaires autres que celles liées à la révision de la loi de financement, c'est-à-dire si l'effort budgétaire ne concernait ni les recettes ni les dépenses transférées à la suite de la sixième réforme de l'État. Ces autres dépenses

TABLEAU 5 CROISSANCE RÉELLE ADMISSIBLE DES DÉPENSES PRIMAIRES AUTRES QUE CELLES LIÉES À LA RÉVISION DE LA LOI DE FINANCEMENT POUR ATTEINDRE L'ÉQUILIBRE BUDGÉTAIRE EN 2015 ET Y RESTER
(pourcentages de variation par rapport à l'année précédente, données déflatées par le déflateur du PIB)

| | 2014 ⁽¹⁾ | 2015 | 2016 | Moyenne 2017-2019 |
|------------------------------------|---------------------|-------------|-------------|-------------------|
| Communauté flamande | 1,0 | -1,7 | -1,3 | 1,8 |
| Communauté française | -0,2 | -0,3 | 1,2 | 1,4 |
| Région wallonne | 0,5 | -6,7 | -2,7 | 1,6 |
| Région de Bruxelles-Capitale | 5,7 | 6,2 | -0,8 | 1,4 |
| Total | 1,0 | -1,5 | -1,0 | 1,6 |

Sources: BFF, CEV, gouvernement fédéral, ICN, BNB.

(1) Évolution des dépenses compatibles avec l'estimation calquée sur les prévisions de la Banque de juin 2014.

primaires devraient être amputées de 6,7 % en 2015 et de 2,7 % de plus en 2016. Cette contrainte plus importante que pour les autres entités résulte d'une position budgétaire estimée moins favorable en 2014. La Région wallonne est en effet l'entité dont le déficit serait le plus élevé cette année-là.

À l'inverse, la Région de Bruxelles-Capitale bénéficiera d'un surplus en 2014 et de la dernière tranche de refinancement des institutions bruxelloises en 2015. Elle pourrait préserver l'équilibre tout en affichant une vive croissance de ses dépenses primaires autres que celles liées à la révision de la loi de financement. En 2016, en revanche, elle devrait comprimer ces dépenses de 0,8 %, la contribution à l'assainissement prenant le pas sur le refinancement et le point de départ en 2015 étant l'équilibre.

Les Communautés française et flamande occupent une position intermédiaire avec, dans le scénario esquissé, une diminution nécessaire, en termes réels, des dépenses primaires autres que celles liées à la révision de la loi de financement en 2015, mais d'une moindre ampleur qu'en Région wallonne.

La simulation effectuée illustre la difficulté de réaliser les efforts d'assainissement dans les principales entités fédérées autres que la Région de Bruxelles-Capitale sur la seule base des anciennes dépenses. Vu l'importance de l'ajustement à consentir, il est également possible d'envisager des mesures sur les nouvelles compétences en dépenses et du côté des recettes.

5. Accords de gouvernement des communautés et des régions

Les accords de gouvernement qui ont été conclus au sein des différentes entités fédérées dans le courant du mois de juillet 2014 reflètent la situation budgétaire telle qu'elle a été décrite dans les parties précédentes.

Les gouvernements de la Région de Bruxelles-Capitale et de la Communauté flamande s'appliquent à maintenir leurs budgets en équilibre tout au long de la législature devant s'achever en 2019. Les gouvernements de la Communauté française et de la Région wallonne visent, quant à eux, l'équilibre budgétaire pour 2018.

Pour atteindre ces objectifs, toutes les entités envisagent de limiter sensiblement l'évolution de leurs dépenses. Plusieurs mesures spécifiques, qui sortiront leurs effets surtout au début de la législature, ont été élaborées dans

cette optique. De même, certaines entités entendent réduire fortement le nombre de recrutements.

Les régions vont en outre exercer leurs nouvelles compétences en matière de fiscalité. La Région de Bruxelles-Capitale vise à alléger quelque peu la charge fiscale sur le travail pour la déplacer vers l'immobilier. Dans ce cadre, le bonus logement pourrait être modifié. La Région flamande a décidé de maintenir le bonus logement, mais de ne plus l'indexer pour les contrats existants; l'avantage fiscal pour les nouveaux contrats serait en outre limité. La Région wallonne, quant à elle, rabotera l'avantage fiscal lié aux titres-services et envisage une réforme du bonus logement.

Conclusions

Sur la base des comptes des administrations publiques publiés en avril 2014, les comptes des communautés et des régions considérées globalement étaient quasiment en équilibre en 2013. La Communauté flamande et la Région de Bruxelles-Capitale présentaient de petits excédents, tandis que la Communauté française et la Région wallonne enregistraient de légers déficits.

En sus d'un transfert substantiel de compétences vers les communautés et les régions et d'une autonomie fiscale accrue pour les régions, la révision de la loi de financement occasionne un transfert de charges du pouvoir fédéral vers les communautés et les régions. En 2015 et en 2016, ce transfert revêtira la forme de contributions à l'assainissement des finances publiques. Au-delà, il s'agira surtout de contributions au coût du vieillissement. La sixième réforme de l'État a également institué un refinancement des institutions bruxelloises à partir de 2012.

À politique inchangée, avant la mise en œuvre des mesures évoquées dans les accords de gouvernement conclus cet été, la projection à l'horizon de 2030 effectuée dans l'article table sur un déficit global de l'ordre de 0,8 % du PIB à partir de 2016. Le creusement de ce déficit en 2015 et en 2016 découle surtout des contributions à l'assainissement des finances publiques. Au cours de la prochaine décennie, le déficit repartirait à la hausse, pour s'approcher de 1 % du PIB, notamment en raison des contributions au coût du vieillissement. À l'exception de la Région de Bruxelles-Capitale qui conserverait un léger surplus sur l'ensemble de la période, les autres principales communautés et régions, à savoir la Communauté flamande, la Communauté française et la Région wallonne, accuseraient des déficits conséquents sur l'ensemble de la période.

Compte tenu des contributions à l'assainissement des finances publiques, maintenir ou atteindre l'objectif d'équilibre préconisé en mars 2014 par la section « Besoins de financement des pouvoirs publics » du CSF et repris à titre informatif dans le programme de stabilité de la Belgique d'avril 2014 implique une consolidation budgétaire substantielle pour les principales communautés et régions autres que la Région de Bruxelles-Capitale. Les récents accords de gouvernement pour la législature devant s'achever en 2019 tiennent compte de ce contexte budgétaire.

Bibliographie

Accord sur la réforme de l'État, http://www.lachambre.be/kwcr/pdf_sections/home/FRtexte%20dirrupo.pdf.

BNB (2014), « Projections économiques pour la Belgique – Printemps 2014 », *Revue économique*, juin, 7-29.

Bisciari P. et L. Van Meensel (2012), « La réforme de la loi de financement des communautés et régions », BNB, *Revue économique*, juin, 65-86.

BFP (2014), *Perspectives économiques 2014-2019*, juin.

BFP et DGSIE (2014), *Perspectives démographiques 2013-2060*, avril.

CEV (2014), *Rapport annuel*, juillet.

CSF (2009), *Avis sur les trajectoires budgétaires à court et à moyen terme relatives au programme de stabilité 2009-2012 ajusté*, Section « Besoins de financement des pouvoirs publics », septembre.

CSF (2011), *Évaluation 2010 et trajectoires budgétaires pour le programme de stabilité 2011-2015*, Section « Besoins de financement des pouvoirs publics », mars.

CSF (2012), *Avis sur la trajectoire budgétaire pour le programme de stabilité 2012-2015*, Section « Besoins de financement des pouvoirs publics », mars.

CSF (2013), *Avis sur la trajectoire budgétaire en préparation du programme de stabilité 2013-2016*, Section « Besoins de financement des pouvoirs publics », mars.

CSF (2014), *Avis sur la trajectoire budgétaire en préparation du programme de stabilité 2014-2017*, Section « Besoins de financement des pouvoirs publics », mars.

Décret spécial du 3 avril 2014 relatif aux compétences de la Communauté française dont l'exercice est transféré à la Région wallonne et à la Commission communautaire française (Parlement de la Communauté française) (publié au Moniteur belge du 25 juin 2014).

Décret du 4 avril 2014 relatif aux compétences de la Communauté française dont l'exercice est transféré à la Région wallonne et à la Commission communautaire française (Assemblée de la Commission communautaire française) (publié au Moniteur belge du 25 juin 2014).

Décret du 11 avril 2014 relatif aux compétences de la Communauté française dont l'exercice est transféré à la Région wallonne et à la Commission communautaire française (Parlement wallon) (publié au Moniteur belge du 12 mai 2014).

Langenus G. (2005), « Le pacte de stabilité et de croissance: une histoire mouvementée », BNB, *Revue économique*, juin, 65-83.

Loi spéciale du 16 janvier 1989 relative au financement des Communautés et des Régions (publiée au Moniteur belge du 17 janvier 1989).

Loi spéciale du 6 janvier 2014 relative à la Sixième Réforme de l'État (publiée au Moniteur belge du 31 janvier 2014).

Loi spéciale du 6 janvier 2014 portant réforme du financement des communautés et des régions, élargissement de l'autonomie fiscale des régions et financement des nouvelles compétences (publiée au Moniteur belge du 31 janvier 2014).

Loi du 19 avril 2014 modifiant la loi du 31 décembre 1983 de réformes institutionnelles pour la Communauté germanophone (publiée au Moniteur belge du 2 mai 2014).

Loi du 8 mai 2014 modifiant le code des impôts sur les revenus 1992 à la suite de l'introduction de la taxe additionnelle régionale sur l'impôt des personnes physiques visée au titre III/1 de la loi spéciale du 16 janvier 1989 relative au financement des Communautés et des Régions, modifiant les règles en matière d'impôts des non-résidents et modifiant la loi du 6 janvier 2014 relative à la Sixième Réforme de l'état concernant les matières visées à l'article 78 de la Constitution (publiée au Moniteur belge du 28 mai 2014).

Nautet M., R. Schoonackers, P. Stinglhamber et L. Van Meensel (2014), « Les dépenses publiques constituent-elles la clé d'un assainissement réussi ? », BNB, *Revue économique*, juin, 31-47.

SPF Finances (2014), *Le programme de stabilité de la Belgique (2014-2017)*, avril.

Van Hecke A. (2013), 'Het Europese begrotingskader en de interne verdeling van begrotingsinspanningen binnen een federale staat', *Documentatieblad van het Ministerie van Financiën*, 2de kwartaal.

Vlaamse overheid (2014), *Bijdrage van de Vlaamse administratie aan het regeerprogramma van de Vlaamse regering 2014-2019*, mei.

Création de valeur à l'exportation

Un diagnostic de la Belgique

C. Duprez^(*)

Introduction

La compétitivité extérieure d'une économie est en général évaluée à l'aune de ses exportations de biens et de services. Moins protégées que sur le marché intérieur par d'éventuelles barrières économiques ou administratives, les ventes à l'étranger fournissent en effet un étalon de mesure de la désirabilité de la production domestique. D'un point de vue macroéconomique, les exportations de biens et de services sont cruciales. En formant la contrepartie des importations, souvent incontournables en l'absence d'une gamme complète de matières premières, elles soutiennent la balance courante, dont un déficit est intenable sur le long terme. Elles servent également de catalyseur de la croissance en offrant l'opportunité d'exploiter des gisements de demande extérieure, notamment dans les pays émergents. Il est dès lors naturel de retrouver les statistiques d'exportations de biens et de services dans la liste des indicateurs fréquemment utilisés pour évaluer la compétitivité d'une économie. La Commission européenne les a incluses dans son tableau de bord de suivi des déséquilibres macroéconomiques et, de manière générale, l'ensemble des institutions internationales y recourent comme outil d'évaluation dans leurs études-pays⁽¹⁾.

Pourtant, si le panier à l'exportation était par le passé composé de biens et de services en grande partie produits par le pays exportateur, c'est moins le cas aujourd'hui. D'une part, le phénomène des réexportations de marchandises s'est accentué, entre autres à la suite du développement de routes commerciales internationales, dont les ports maritimes constituent des points de passage privilégiés. D'autre part, les processus de production impliquent dans une plus large mesure des inputs importés, notamment

des produits énergétiques ou des matières premières. Ceux-ci sont une composante économique intégrante des exportations, même s'ils sont physiquement transformés. Au final, les exportations s'alimentent d'importations préalables qui doivent être mises entre parenthèses si on souhaite épinglez la véritable source de revenu et d'emploi pour l'économie, à savoir la valeur ajoutée exportée.

L'objet de cet article est d'introduire l'approche sous l'angle de la valeur ajoutée exportée (Johnson, 2014, Johnson et Noguera, 2012a, Johnson et Noguera, 2014, Koopman et al., 2014)⁽²⁾ et d'en présenter les principaux résultats pour la Belgique. Cette approche présente certes des limites, comme l'incertitude entachant certaines données ou le fait que celles-ci soient mises à disposition avec un important retard. Elle enrichit toutefois le diagnostic de la compétitivité extérieure traditionnellement établi sur la base des statistiques d'exportations de biens et de services, apportant ainsi un éclairage nouveau sur le degré d'ouverture de l'économie, les pertes de parts de marché, les partenaires commerciaux, les branches de l'économie actives à l'exportation et la balance commerciale.

1. Sources utilisées

La source principale utilisée dans le cadre de cet article est la matrice input-output, également appelée tableau des entrées-sorties. Celle-ci décrit de manière détaillée le processus de production et les transactions entre les branches d'activité de l'économie. Publiée tous les cinq ans, la

(*) L'auteur tient à remercier C. Swartenbroekx, L. Dresse et F. Caruso pour leurs conseils.

(1) Cf. notamment EC (2013), EC (2014), IMF (2013), IMF (2014) et OECD (2013).

(2) Cf. Amador et Cabral (2014) pour un aperçu de la littérature sur le sujet.

matrice input-output de la Belgique est disponible pour l'année 2010 avec une ventilation en 64 branches d'activité⁽¹⁾. Pour établir toutes les connexions de la Belgique avec le reste du monde, les données de la matrice input-output mondiale, dénommée TiVA et compilée par l'OMC et l'OCDE⁽²⁾, sont également exploitées. Ventilée en 18 branches d'activité, celle-ci regroupe 57 pays et couvre la période 1995-2008 dans le cadre du présent article⁽³⁾.

En décrivant les achats et les ventes des branches d'activité, ainsi que la rémunération des facteurs de production, l'atout majeur des matrices input-output est de permettre l'identification de l'origine de la création de valeur. Pour ce faire, la méthode utilisée repose sur l'analyse classique de la matrice inverse de Leontief⁽⁴⁾. Parfois également appelée méthode des coûts cumulés, elle est régulièrement mise en œuvre dans le cadre d'analyses économiques, notamment pour la Belgique (Avonds, 2013a, 2013b). À notre connaissance, cet article est cependant le premier à en tirer les premiers enseignements en matière de diagnostic de la compétitivité extérieure de la Belgique.

L'exploitation des matrices input-output présente toutefois quelques limites. D'abord, la mise à disposition des données souffre un important retard, allant de trois à cinq ans. Ensuite, la matrice input-output mondiale TiVA n'est pas une statistique officielle. Elle n'a pas été validée par les instituts statistiques nationaux, et des incohérences ne peuvent dès lors pas être exclues⁽⁵⁾. Enfin, il convient de garder à l'esprit que l'utilisation à des fins analytiques d'une matrice input-output repose sur une hypothèse fondamentale d'homogénéité des branches d'activité⁽⁶⁾. Les unités de production au sein d'une même branche d'activité sont supposées avoir la même productivité et produire un même bien ou, le cas échéant, un même service, avec des rendements d'échelle constants⁽⁷⁾.

- (1) Pour plus d'informations, cf. BFP (2013). Une matrice de même format est également disponible sur Eurostat pour d'autres pays européens.
- (2) Pour plus d'informations, cf. OECDE-WTO (2012).
- (3) Les données pour l'année 2009, également disponibles, ont été écartées car elles ont été fortement affectées par la crise économique. Par ailleurs, les données de 2009 pour la Belgique n'ont pas pu être clairement validées par les contrôles effectués à l'aide des données de l'ICN.
- (4) Pour une présentation formelle de la méthode appliquée aux exportations, cf. notamment Koopman et al. (2012) et Avonds (2013b).
- (5) De manière générale, pour compiler une matrice input-output mondiale, des arbitrages sur les statistiques officielles sont nécessaires. Les données des différents pays ne sont en effet pas toujours cohérentes : les exportations recensées par un pays A à destination d'un pays B ne correspondent pas toujours aux importations recensées par le pays B en provenance du pays A.
- (6) Cette limite vaut surtout pour la matrice input-output mondiale. Dans le cadre de la matrice input-output belge, les branches d'activité sont homogénéisées, en ce sens que les productions secondaires sont réaffectées à la branche d'activité concernée (BFP, 2013).
- (7) Des études ont cependant montré que, au sein d'une même branche d'activité, les firmes exportatrices sont généralement plus productives que celles qui ne le sont pas (cf. notamment Bernard et al., 2003, pour les États-Unis, Eaton et al., 2004, pour la France et Muûls et Pisu, 2007, pour la Belgique).
- (8) Cf. WTO (2013).
- (9) Pour plus d'informations sur le rôle des multinationales dans les échanges extérieurs, cf. Bernard et al. (2010).

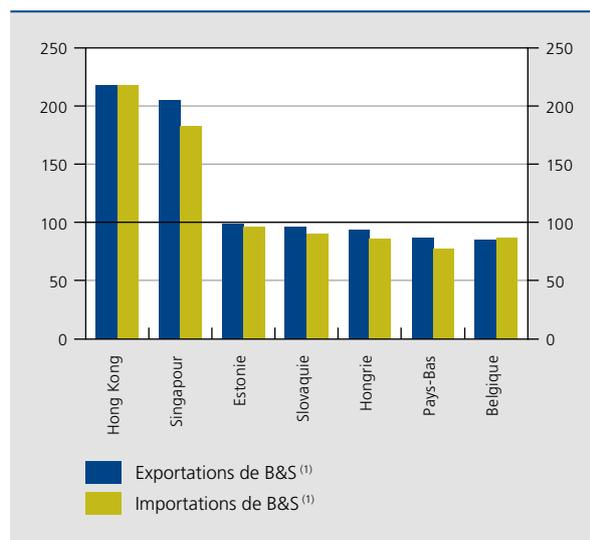
2. Exportations de biens et de services : du concept traditionnel à celui en valeur ajoutée

L'économie mondiale a été marquée par une multiplication des exportations de biens et de services (B&S). Celles-ci ont progressé à un rythme plus soutenu que l'activité économique (Jacks et al., 2011), à un point tel que, dans certains pays, elles surpassent la production. Ce constat surprenant s'explique par plusieurs phénomènes qu'on pourra appréhender grâce au concept de contenu importé ou, pour le formuler autrement, de valeur étrangère des exportations.

La première vague d'intensification des échanges extérieurs a eu lieu dès la fin du XIX^e siècle, grâce à la baisse des coûts de transport et à la réduction des barrières douanières⁽⁸⁾. Dans un contexte d'industrialisation qui a favorisé la concentration des unités de production dans les pays occidentaux, ces derniers sont devenus de grands exportateurs de marchandises et, parallèlement, de grands importateurs des matières premières nécessaires aux processus de fabrication.

L'émergence des technologies de l'information et de la communication et l'abaissement des barrières politiques et économiques dans les pays émergents ont entraîné à partir de 1970 une deuxième vague d'intensification des échanges extérieurs. Au cœur de cette évolution, les entreprises multinationales⁽⁹⁾ ont exploité au maximum

GRAPHIQUE 1 EXPORTATIONS ET IMPORTATIONS DE BIENS ET DE SERVICES
(pourcentages du PIB)



Source : CNUCED.
(1) Selon la balance des paiements.

les possibilités d'accroître leur efficacité à la production, en y associant une plus grande maîtrise des coûts, grâce à la (dé)localisation de certaines phases de la production vers des pays à bas salaires ou dotés d'une législation fiscale, sociale ou environnementale plus souple. Profitant des avantages comparatifs offerts par chaque site de production, elles ont participé au décloisonnement des lignes de production qui se sont fragmentées en maillons successifs, parfois répartis sur plusieurs pays.

Aujourd'hui, les firmes d'un pays ne produisent leurs biens et leurs services que très rarement à partir des seules ressources domestiques. Que le fruit en soit destiné au marché extérieur ou intérieur, les processus de production font usage d'intrants importés, comme les matières premières, et en particulier les produits énergétiques, ou d'autres biens et services intermédiaires. Comme l'écrivait P. Lamy⁽¹⁾ : « As recently as 30 years ago, products were assembled in one country, using inputs from that same country. [Now] it is very different. Apple's iPhone illustrates this clearly. It is assembled in China. Yet the components come from numerous countries. It isn't just phones. Automobiles, aircraft, electronics – even clothing – are

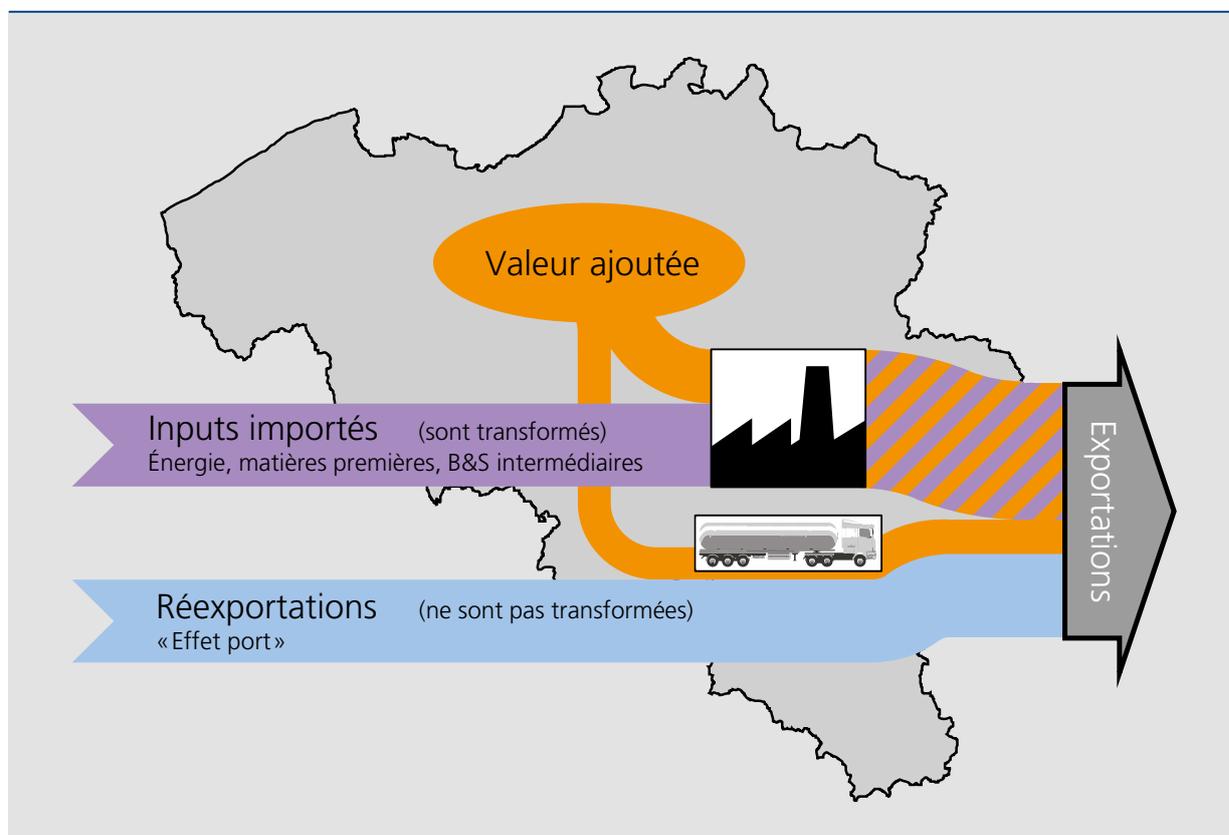
increasingly made in many countries. Manufacturing is driven by global supply chains, while most imports should be stamped "made globally" ».

D'un point de vue statistique, les transferts d'intrants entre les différents pays sont chaque fois comptabilisés dans les exportations. En outre, certains pays sont situés au carrefour de routes commerciales et font office d'intermédiaires entre les pays fournisseurs et ceux de destination. Les mouvements de marchandises entrant sur le territoire et en ressortant sans y subir la moindre transformation, appelés réexportations, gonflent les statistiques d'exportations⁽²⁾. À l'échelle mondiale, ils entraînent un effet amplificateur, un même bien étant exporté consécutivement par plusieurs pays. Les réexportations de marchandises sont particulièrement élevées dans les pays qui disposent

(1) Financial Times, 24 janvier 2011.

(2) Les réexportations se distinguent du transit par le fait qu'un résident acquiert la propriété des biens lors de l'opération (cf. ICN-BNB, 2009, 2012). Le transit n'est pour sa part pas comptabilisé dans les données des comptes nationaux, pas plus que dans celles de la balance des paiements ou du commerce extérieur. Toutefois, en Belgique, des firmes étrangères disposant d'un numéro de TVA belge pratiquent ces opérations de transit. Celles-ci sont répertoriées dans les données du commerce extérieur en concept communautaire, mais pas dans celles en concept national ni dans les comptes nationaux.

GRAPHIQUE 2 DÉCOMPOSITION DES EXPORTATIONS DE BIENS ET DE SERVICES



Source : BNB.

d'un port maritime d'envergure internationale. C'est pour cette raison qu'elles sont parfois qualifiées d'« effet de port ». Hong Kong et Singapour, qui servent de porte d'entrée ou de sortie du marché sud-est asiatique, expérimentent ce phénomène à une grande échelle, de même que la Belgique et les Pays-Bas, qui desservent le marché nord-européen. D'autres pays sont également situés le long de routes commerciales, comme l'Estonie, la Slovaquie et la Hongrie, qui sont toutes trois d'importants réexportateurs de machines et d'équipements de transport.

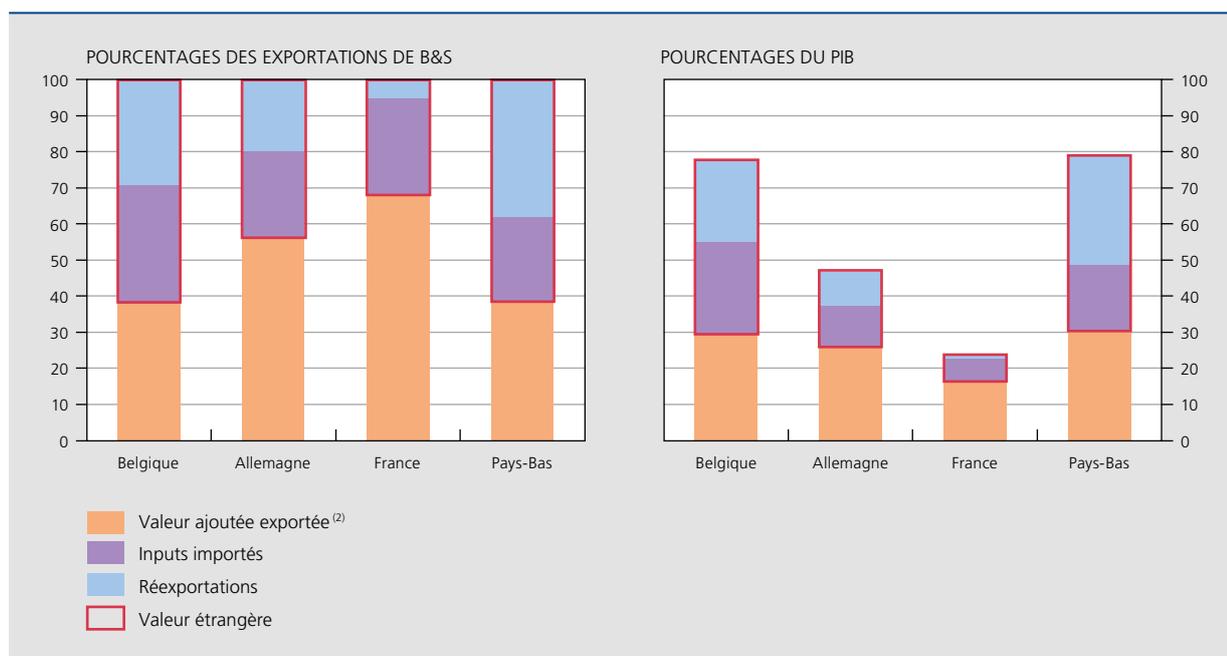
Les réexportations et les inputs importés forment ensemble le contenu en valeur étrangère des exportations⁽¹⁾. Ils ont en effet fait l'objet d'une importation préalable. Même si, physiquement, ils ne sont plus nécessairement distinguables, dans la mesure où ils ont été assimilés au cours des processus de production, les inputs importés font, sur le plan économique, partie intégrante des biens et des services exportés. En retranchant des exportations le contenu en valeur étrangère, on obtient la valeur ajoutée (VA) exportée⁽²⁾. Économiquement, cette dernière mesure la véritable création de valeur à l'exportation, en rétribuant les facteurs de production domestiques actifs directement ou indirectement à la production de biens et de services destinés à l'exportation. Pour les

réexportations, qui sont revendues en l'état, la VA exportée correspond à la différence éventuelle entre le prix de vente et le prix d'achat, englobant la marge commerciale et, le cas échéant, la rétribution des services de transport et de logistique prestés sur le territoire.

Dans la pratique, la VA exportée peut être générée en plusieurs étapes, au travers d'un processus fragmenté de production. Les valeurs sont dès lors établies sur une base cumulée. Un exemple simple permet d'en illustrer le mécanisme. Supposons qu'une firme belge transforme des inputs importés (fèves de cacao) en biens intermédiaires (pâte de cacao), pour ensuite les vendre à une autre entreprise belge, qui les transforme à son tour en bien final (chocolat) destiné à l'exportation, en intégrant d'autres inputs importés (sucre) à son processus de production⁽³⁾. Dans cet exemple, la VA exportée correspond à l'addition de la VA générée par chacune des deux firmes

- (1) Pour être précis, il faudrait parler de valeur ajoutée étrangère, et non de valeur étrangère. Pour faciliter la lecture, on ne parlera cependant de valeur ajoutée que lorsqu'elle est domestique.
- (2) Le terme est utilisé par analogie avec le concept appliqué au niveau de la firme. On dit en effet d'une entreprise qu'elle crée de la VA lorsque le prix de vente de son produit est supérieur à celui des consommations intermédiaires, à savoir les biens et les services achetés en vue de fabriquer ce produit.
- (3) Des inputs importés sont intégrés à chaque stade de la production dans la mesure où des matières énergétiques sont généralement nécessaires (pour se chauffer, pour se déplacer, etc.).

GRAPHIQUE 3 PARTS RELATIVES DES TROIS COMPOSANTS DES EXPORTATIONS DE BIENS ET DE SERVICES⁽¹⁾
(2010)



Source : calculs BNB sur la base des données de la CE.

(1) Selon les comptes nationaux, et à l'exclusion de la consommation des non-résidents sur le territoire.

(2) En ce compris les impôts nets des subventions sur les produits.

domestiques⁽¹⁾. D'un point de vue macroéconomique, elle s'obtient simplement en retranchant de la recette issue de la vente de chocolat à l'exportation les inputs importés, à savoir les factures additionnées des fèves de cacao et du sucre. L'approche macroéconomique offre en fait le grand avantage de mettre en lumière une information économique pertinente, tout en évitant de recourir au fastidieux travail de traçabilité de chacun des inputs intermédiaires utilisés lors de chaque étape successive de la production de chacun des biens et des services exportés (cf. De Backer et Miroudot, 2013).

En Belgique, un montant exporté de 100 euros a généré en moyenne 38 euros de revenu en 2010 car il a nécessité des achats préalables à l'étranger de 62 euros, dont 29 euros de marchandises destinées à la réexportation et 33 euros d'inputs importés intégrés aux processus de production. Ces montants de la valeur étrangère des exportations sont comparables à ceux des Pays-Bas, qui présentent des caractéristiques communes en termes de taille et de position géographique⁽²⁾, mais ils sont bien plus élevés que ceux de l'Allemagne ou de la France.

3. Compétitivité extérieure sous la perspective de la valeur ajoutée

Comme on le verra par la suite, la décomposition des exportations en valeur ajoutée et en valeur étrangère fournit un complément utile à la vision traditionnelle de la compétitivité extérieure fondée sur les statistiques d'exportations de biens et de services. En mettant entre parenthèses le contenu en valeur étrangère, l'examen de la valeur ajoutée exportée offre un éclairage nouveau sur différents concepts, parmi lesquels le degré d'ouverture, les parts de marché, l'identification des branches de l'économie actives à l'exportation, les partenaires commerciaux ou la balance commerciale.

3.1 Un nouveau regard sur le degré d'ouverture

Alors que le calcul traditionnel le définit comme le rapport entre les exportations de biens et de services et le PIB, le degré d'ouverture peut être évalué en se fondant sur la VA exportée au numérateur. Selon ce nouveau critère, il s'élevait en Belgique à près de 30 % du PIB en 2010⁽³⁾, soit un niveau comparable à ceux des Pays-Bas et, dans une moindre mesure, de l'Allemagne. En comparaison avec celui de 80 % utilisé traditionnellement à partir des données d'exportations de biens et de services, ce degré d'ouverture est pertinent à plusieurs égards. Il met en relation deux variables de conception identique, en l'occurrence la

VA exportée et le PIB, qui n'est autre que la VA totale⁽⁴⁾. Il offre dès lors une interprétation économique de la part résiduelle, à savoir 70 % du PIB, qui représente la création de valeur en Belgique qui est consommée ou investie à l'intérieur des frontières.

Le degré d'ouverture calculé sur la base de la VA exportée fournit également une mesure pertinente du poids économique réel des exportations. La mise entre parenthèses de la valeur étrangère des exportations permet en effet d'isoler le montant générateur de revenu et d'emploi pour l'économie. De manière générale, la VA exportée est créée par les deux facteurs de production, à savoir le travail et le capital, qu'ils soient mobilisés de façon directe dans les firmes exportatrices ou de façon indirecte par leurs fournisseurs. En 2010, la rémunération des salariés actifs à la production destinée in fine à l'exportation équivalait à 16 % du PIB, contre 13 % pour l'excédent brut d'exploitation⁽⁵⁾ des activités correspondantes. En termes d'emploi, 29 % des 4,5 millions de travailleurs belges étaient, directement ou indirectement, actifs à l'exportation.

Comme l'illustre le graphique 8 de la section 3.5, le degré d'ouverture mesuré sous l'angle de la VA exportée n'a guère varié entre 1995 et 2010, oscillant aux alentours de 30 % du PIB. À l'inverse, le ratio établi sur la base des exportations de biens et de services a augmenté depuis 1995, passant de 65 à 80 % du PIB. Ce dernier n'a cependant évolué que sous l'effet d'une accélération des réexportations et d'un recours accru à des inputs importés dans les processus de production à l'exportation.

3.2 Un nouveau regard sur les pertes de parts de marché

Il est traditionnel d'appréhender les performances extérieures en fonction des parts de marché à l'exportation. Même si des divergences apparaissent entre les différentes méthodes de calcul possibles ou selon les sources statistiques exploitées⁽⁶⁾, toutes font état d'une tendance à des pertes de parts de marché nettement plus lourdes en Belgique qu'en Allemagne ou aux Pays-Bas. La part de la Belgique dans les exportations de biens et de services

(1) En l'occurrence, la VA exportée = (prix de la pâte de cacao – prix des fèves de cacao) + (prix du chocolat – prix de la pâte de cacao – prix du sucre) = prix du chocolat – prix des fèves de cacao – prix du sucre.

(2) Selon Baldwin et Lopez-Gonzalez (2013), un autre déterminant est la proximité avec l'Allemagne, qui constitue l'un des trois clusters mondiaux.

(3) La VA exportée inclut les impôts nets des subventions sur les produits.

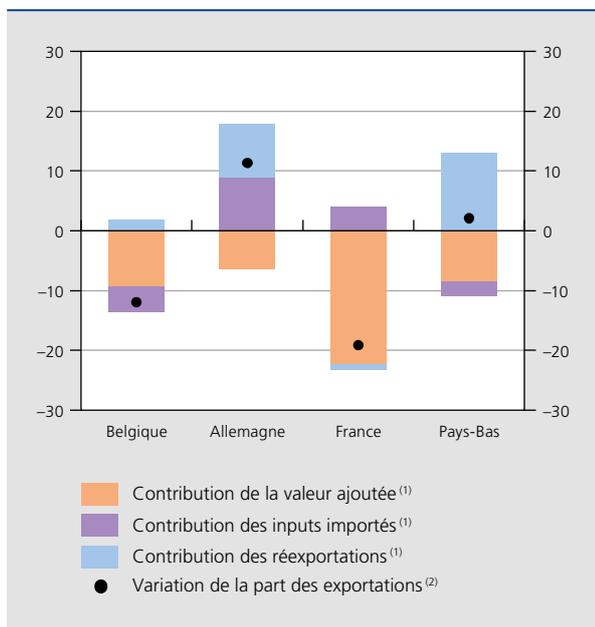
(4) À laquelle s'ajoutent les impôts nets des subventions sur les produits.

(5) En ce compris le revenu mixte brut, c'est-à-dire la rémunération des indépendants.

(6) Les parts de marché peuvent être obtenues en comparant les exportations d'un pays aux exportations d'un ensemble de pays ou aux importations d'un ensemble de pays partenaires, en valeur ou en volume. Les comptes nationaux, la balance des paiements ou le commerce extérieur constituent autant de sources statistiques potentielles.

GRAPHIQUE 4 ÉVOLUTION DE LA PART DES EXPORTATIONS DANS LE TOTAL DES PAYS DE L'OCDE

(variations de la part dans le total des exportations de biens et de services des pays de l'OCDE, entre 1995 et 2008)



Source : calculs BNB sur la base des données de l'OCDE.

(1) Pour le pays i , la contribution du composant C (C = valeur ajoutée, inputs importés ou réexportations) des exportations X_i est égal à $(C_i^{08}/X_i^{08}) * (X_i^{95}/X_{OCDE}^{95}) - (C_i^{95}/X_i^{95})$. La contribution de la valeur ajoutée exportée inclut les impôts nets des subventions sur les produits.

(2) En valeur, selon les comptes nationaux.

de l'ensemble des pays membres de l'OCDE, mesurées en valeur selon les comptes nationaux, a ainsi diminué de 12 % entre 1995 et 2008. Au cours de la même période, l'Allemagne et les Pays-Bas ont gagné respectivement 11 et 2 % de parts de marché, tandis que la France en a perdu 19 %.

Puisque les variations de parts de marché sont calculées sur la base des statistiques d'exportations, elles sont influencées par l'évolution de leur contenu en valeur étrangère. Si celui-ci augmente, une hausse des exportations est tout à fait conciliable avec un recul de la VA exportée, à l'image d'une entreprise dont le rebond du chiffre d'affaires masquerait une baisse du bénéfice. La progression des réexportations aux Pays-Bas, conjuguée à une plus grande utilisation d'inputs importés dans le cas de l'Allemagne, a gonflé les exportations de ces deux pays entre 1995 et 2008. À l'inverse, les performances à l'exportation de la Belgique n'ont pas été caractérisées par une contribution positive de la valeur étrangère. Dès lors, en mettant entre parenthèses cette dernière et en se concentrant uniquement sur la contribution de la valeur ajoutée exportée, il apparaît que les performances à l'exportation de la Belgique sont nettement moins en retrait de celles de l'Allemagne et des

Pays-Bas que lorsqu'elles sont évaluées à partir des statistiques d'exportations de biens et de services.

De manière générale, la contribution négative des inputs importés aux exportations de la Belgique pourrait s'expliquer par un recours accru aux inputs domestiques. Vu le fort contenu en inputs importés des exportations belges, ce n'est toutefois pas le cas, et la Belgique ne s'isole dès lors pas des chaînes mondiales de production. Il faut plutôt y voir un effet de rattrapage dans le chef des autres pays membres de l'OCDE. Par rapport à leur situation en 1995, ceux-ci incluent plus d'inputs importés dans leur processus de production à l'exportation. En termes de niveau, la plupart d'entre eux demeurent cependant moins intégrés que la Belgique.

3.3 Un nouveau regard sur les branches de l'économie actives à l'exportation

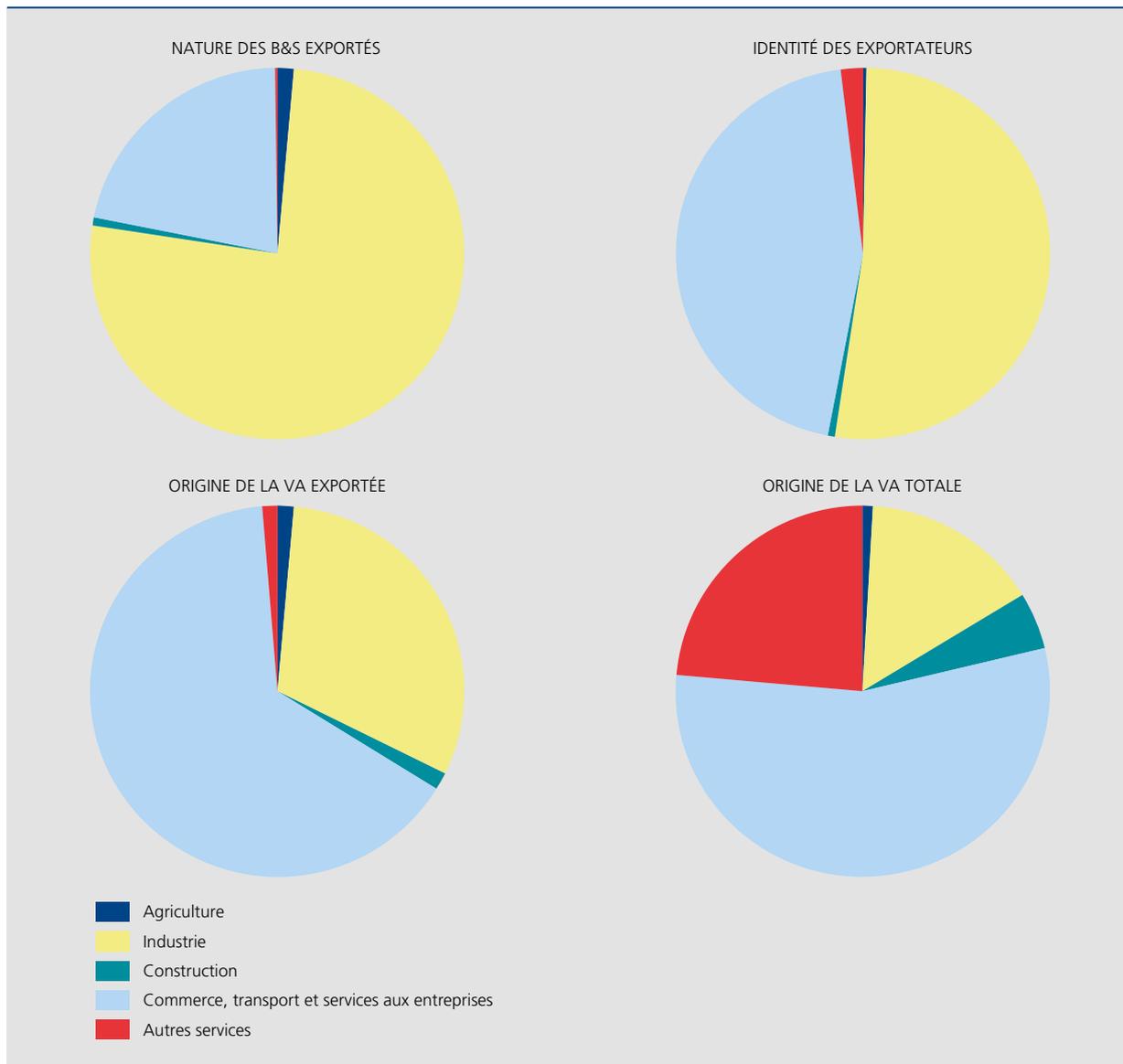
L'examen des branches de l'économie actives à l'exportation permet d'affiner l'analyse de la VA exportée. Pour ce faire, nous allons passer en revue la nature des biens et services exportés, l'identité des exportateurs – à savoir à quelles branches d'activité appartiennent les firmes exportatrices – et enfin l'identité des créateurs de la VA exportée – c'est-à-dire quelles branches d'activité ont le plus participé aux processus de production à l'exportation, que ce soit directement ou indirectement.

On a longtemps attribué à l'industrie la part des biens dans les échanges extérieurs, à savoir environ 80 %. Les services, qui constituent les 20 % restants, ont quant à eux naturellement été alloués aux branches d'activité de services marchands. Toutefois, ces ordres de grandeur ne sont pas validés par les statistiques qui sont à présent disponibles. Ainsi, du montant total des biens et services exportés par la Belgique, la part à mettre au crédit de firmes appartenant à l'industrie était de 52 % en 2010, contre 47 % pour des celles classées dans des branches de services⁽¹⁾. En se limitant uniquement aux exportations de biens, la part des sociétés de services s'élevait déjà à 35 %. À cet égard, le rôle d'intermédiaire commercial joué par un grand nombre d'entreprises de services est éclairant. Tantôt elles effectuent des opérations de réexportation de marchandises qui transitent par la Belgique, notamment via le port d'Anvers, tantôt elles servent de relais à l'exportation pour des biens fabriqués par des firmes industrielles belges.

L'identité de l'exportateur ne fournit pas nécessairement une information économique pertinente. Dans un

(1) La part restante de 1 % est à attribuer à l'agriculture et à la construction.

GRAPHIQUE 5 RÔLE DES BRANCHES D'ACTIVITÉ DANS LES EXPORTATIONS DE BIENS ET DE SERVICES
(2010)



Source : calculs BNB sur la base des données de l'ICN.

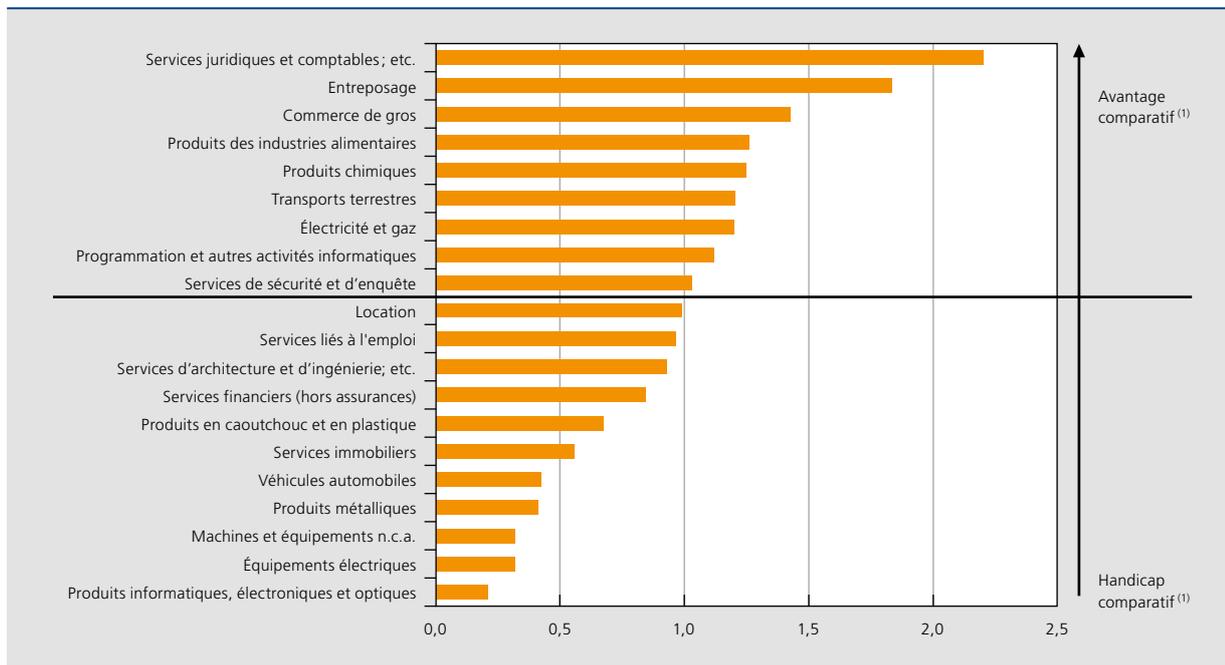
contexte marqué par une fragmentation des chaînes de production et de distribution, la valeur des biens et des services exportés est en général créée par différentes sociétés, chacune intervenant à des stades successifs de la production. Comme illustré au graphique 10 en annexe, les multiples relations économiques entre les branches d'activité témoignent de la complexité de ce processus. La contribution de chaque branche d'activité aux exportations peut être évaluée à l'aune de leur apport respectif aux processus de production des biens et services exportés. En ventilant le montant total de la VA exportée par la Belgique selon la branche d'activité d'origine, il apparaît que la création de valeur à l'exportation échoit

principalement aux branches de services, à hauteur de 66 %, contre 31 % à l'industrie.

Les firmes de services créent naturellement de la VA en produisant des services destinés à l'exportation. Toutefois, un examen du processus de production des biens industriels montre que la valeur que ceux-ci acquièrent est également à mettre en partie au crédit des branches de services. Une analyse des consommations intermédiaires révèle qu'entre 1980 et 2010, la contribution des firmes de services est passée de 14 à 31 % du total de la VA exportée sous la forme de produits industriels. Certes, une partie de cette hausse est liée à un glissement vers les

GRAPHIQUE 6 AVANTAGES COMPARATIFS RÉVÉLÉS DE LA BELGIQUE

(par rapport aux trois pays voisins, 2010)



Source : CE.

(1) Part de la VA à l'exportation créée par chaque branche dans le total de la VA exportée par la Belgique, normalisée par rapport aux trois pays voisins. Un indice supérieur (inférieur) à 1 indique un avantage (handicap) comparatif, la part de la branche dans la VA exportée étant plus élevée (faible) en Belgique que dans les trois pays voisins.

activités de services qui est plutôt de nature comptable⁽¹⁾. Les marchandises sont ainsi parfois exportées par des succursales de groupes industriels classées dans les branches de services, dont la VA exportée est gonflée par les marges commerciales réalisées. Toutefois, une autre cause de cette évolution est le repli des firmes industrielles sur leur métier de base. À cet égard, les activités de services annexes à l'activité industrielle, comme les services juridiques, comptables, financiers ou le transport, sont à présent davantage sous-traitées par les firmes industrielles.

D'un point de vue macroéconomique, le rôle-clé joué par les branches de services dans les activités d'exportation réconcilie quelque peu les prémisses du paradoxe selon lesquels les biens se taillent la part du lion dans les échanges extérieurs, tandis que les activités de services sont prédominantes dans l'économie⁽²⁾. Grâce à l'analyse sous la perspective de la création de valeur, on constate en fait que les branches de services revêtent une importance cruciale en termes de compétitivité extérieure. Cela ne concerne cependant que les services marchands. Les

services non marchands, pour leur part, demeurent, au même titre que la construction, des activités quasi exclusivement domestiques.

Parmi les 20 principales branches d'activité de la ventilation qui en comporte 64, la Belgique dispose d'un avantage comparatif révélé pour un certain nombre de services marchands. Par rapport aux trois pays voisins, les contributions à la VA exportée des services juridiques et comptables, de l'entreposage et du commerce de gros sont relativement élevées. Outre pour certains services, la Belgique compte également un avantage comparatif révélé pour les branches des produits alimentaires et des produits chimiques. À l'inverse, un handicap comparatif apparaît pour un nombre important d'industries manufacturières, telles celles des produits informatiques, des équipements électriques, des machines et équipements, des produits métalliques et des véhicules automobiles.

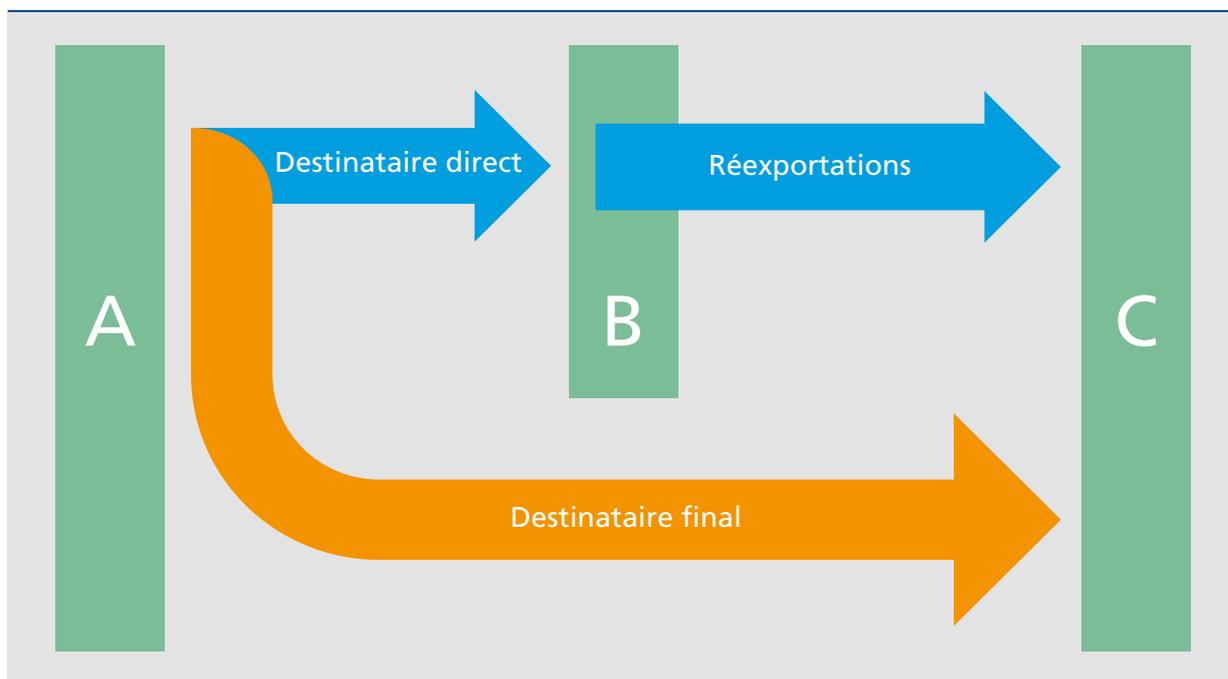
3.4 Un nouveau regard sur la géographie des échanges extérieurs

L'approche traditionnelle du commerce extérieur identifie le destinataire direct des exportations⁽³⁾. Or, les exportations en direction d'un pays peuvent y être à leur tour

(1) C'est le cas notamment des activités liées à l'emploi, classées dans les branches de services, qui incluent le travail intérimaire, notamment celui alloué à l'industrie.

(2) Cf. Duprez et Dresse (2013).

(3) Le commerce extérieur et la balance des paiements fournissent une ventilation géographique des importations et des exportations respectivement pour les biens et pour les services.



Source : BNB sur la base de WTO (2013).

réacheminées vers un pays tiers, le cas échéant après transformation. Le destinataire final des exportations et, partant, de la VA exportée qui y est intégrée, peut donc être différent du destinataire direct⁽¹⁾. De même, les données traditionnelles d'importations identifient le fournisseur direct. Or, la véritable origine peut être tout autre, dans la mesure où celui-ci peut avoir au préalable importé ces biens et services.

Pour de nombreuses lignes de production, un pays ne constitue qu'un des maillons d'une chaîne qui en compte plusieurs. De manière générale, la valeur des biens et services consommés par le destinataire final peut être subdivisée en contenus de valeur créés successivement par chacun des pays ayant participé aux processus de production⁽²⁾. L'origine géographique de la valeur est ainsi établie, de même que le lieu de consommation finale.

La comparaison de la cartographie des partenaires commerciaux de la Belgique selon les approches traditionnelles et sous l'angle de la VA apporte de nouveaux éclairages. En 2008, l'UE a consommé près de 60 % de la VA exportée par la Belgique, alors que sa part dans les exportations belges de biens était supérieure à 75 %. Deux éléments peuvent expliquer ce constat, qui s'applique en particulier à l'Allemagne et aux Pays-Bas. D'une part, les pays voisins sont des destinataires

privilegiés des réexportations belges, dont le contenu en VA est, par définition, relativement faible. D'autre part, ils utilisent les biens et services en provenance de la Belgique comme des intrants pour leur propre production destinée à l'exportation. Le cas échéant, les Pays-Bas et, dans une plus large mesure, l'Allemagne constituent le maillon suivant d'une chaîne qui aboutit in fine ailleurs. En moyenne, les exportations de la Belgique ont ainsi parcouru près de 1 850 km avant d'atteindre leur destinataire direct, alors que la consommation finale a pris place en moyenne à près de 3 000 km⁽³⁾.

S'agissant des importations, la valeur étrangère a également été créée à une distance moyenne nettement plus élevée que celle qui sépare la Belgique de ses fournisseurs directs. À titre d'exemple, les produits énergétiques importés en Belgique via les Pays-Bas gonflent l'importance de ce fournisseur dans les données d'importations.

(1) Le pays exportateur peut lui-même être le destinataire final lorsqu'il réimporte les produits ou les services expédiés à l'étranger pour transformation. Selon les données de l'OCDE, les montants concernés pour la Belgique sont toutefois très faibles.
 (2) Timmer et al. (2014) vont plus loin en calculant les contributions respectives du travail et du capital de chaque pays.
 (3) Les mesures de distance de la base de données compilée par le CEPII ont été utilisées. Ces distances prennent en compte la distribution de la population sur le territoire (Mayer et Zignago, 2011). Il convient également de noter que, selon Johnson et Noguera (2012b), la distance parcourue par les exportations s'est réduite au fil du temps. Un examen des données pour la Belgique n'a cependant pas confirmé ce constat.

TABLEAU 1 PARTENAIRES COMMERCIAUX DE LA BELGIQUE

(2008 ; pourcentages, sauf mention contraire)

| | Exportations de B&S | | Importations de B&S | |
|--|---------------------|--|----------------------|---------------------------------------|
| | Destinataire final | Destinataire direct (B) ⁽¹⁾ | Origine de la valeur | Fournisseur direct (B) ⁽¹⁾ |
| UE | 59,3 | 75,5 | 60,7 | 74,3 |
| Allemagne | 9,1 | 17,1 | 13,5 | 16,1 |
| France | 13,2 | 17,5 | 12,4 | 12,4 |
| Pays-Bas | 5,6 | 13,5 | 9,5 | 24,3 |
| Royaume-Uni | 8,2 | 6,9 | 6,7 | 6,4 |
| États-Unis | 9,9 | 3,8 | 8,2 | 4,1 |
| BRICS | 8,5 | 5,7 | 10,4 | 7,1 |
| Distance moyenne ⁽²⁾ (km) | 2 943 | 1 846 | 2 841 | 2 037 |

Sources : OCDE, ICN.

(1) Données pour les biens uniquement, selon le commerce extérieur en concept national.

(2) Les distances bilatérales mesurées en fonction de la distribution géographique de la population (Mayer et Zignago, 2011) ont été pondérées par la répartition géographique des exportations ou des importations.

3.5 Un nouveau regard sur les importations et la balance commerciale

Outre leur rôle au niveau des exportations, les importations alimentent également la demande intérieure. Leur examen sous la perspective de la valeur ajoutée est également instructif, à l'image de celui effectué précédemment pour les exportations. Les importations directes et les inputs importés absorbés – le terme absorbé s'emploie par opposition aux inputs importés qui étaient destinés aux exportations – constituent la valeur étrangère finalement consommée en Belgique⁽¹⁾. À l'inverse des importations directes qui sont consommées en l'état, les inputs importés absorbés – c'est-à-dire les matières premières dont les produits énergétiques, voire d'autres biens et services intermédiaires – sont utilisés lors des processus de production des biens et services destinés au marché intérieur.

Par analogie avec la représentation des exportations effectuée au graphique 2, la demande intérieure peut également se subdiviser en trois composants, à savoir la valeur ajoutée absorbée, les inputs importés absorbés et les importations directes, ces dernières se substituant aux réexportations dans le schéma. La VA absorbée mesure la valeur qui a été générée lors de la production destinée au marché intérieur. Une partie de celle-ci provient également des marges commerciales et de transport réalisées lors de l'acheminement ou de la distribution sur le territoire des importations directes. Complétant la VA exportée, la VA absorbée constitue une source complémentaire de revenu pour l'économie.

En Belgique, le contenu en VA absorbée varie d'un agrégat de la demande intérieure à l'autre. Si la consommation des administrations publiques s'alimente essentiellement de VA belge, à hauteur de 88 % en 2010, la consommation des ménages et la formation brute de capital fixe, dont les contenus en VA atteignent respectivement 71 et 64 %, sont plus intensives en valeur étrangère. Au total, la demande intérieure belge prise dans son ensemble se nourrit de 72 % de VA belge, contre 28 % de valeur étrangère. Par comparaison, avec un contenu en VA belge de seulement 38 %, les exportations sont nettement plus intensives en valeur étrangère.

La comparaison des exportations et des importations de biens et de services fournit, par solde, la balance commerciale. Grâce à l'approche sous l'angle de la valeur ajoutée, la balance commerciale peut se réécrire comme suit :

$$\begin{aligned}
 \text{Balance commerciale} &= \text{Exportations de biens et de services} - \text{Importations de biens et de services} \\
 &= (\text{VA exportée} + \text{valeur étrangère des exportations}) - (\text{valeur étrangère absorbée} + \text{valeur étrangère des exportations}) \\
 &= \text{VA exportée} - \text{valeur étrangère absorbée}
 \end{aligned}$$

(1) La consommation s'entend ici au sens large, en incluant la formation brute de capital fixe et les variations des stocks.

Cette nouvelle expression a l'avantage de neutraliser la valeur étrangère des exportations gonflant les deux flux de biens et de services, en en faisant disparaître l'effet amplificateur. La balance commerciale se redéfinit à présent comme la différence entre la VA exportée⁽¹⁾ et la valeur étrangère absorbée. Le premier terme mesure la contribution du pays à la demande étrangère, tandis que le second détermine la contribution des pays étrangers à la demande domestique. Au final, la balance commerciale exprime la contribution nette d'une économie à la demande étrangère.

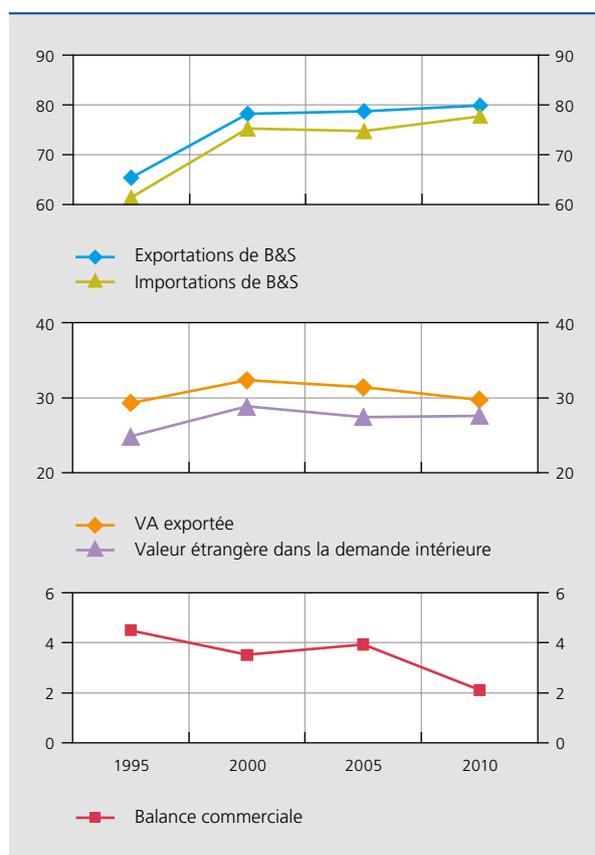
La balance commerciale est un instrument fréquemment utilisé dans le cadre du suivi de l'économie. En Belgique, sa détérioration est la principale cause de la diminution tendancielle du solde courant. Le diagnostic des forces en action varie cependant selon l'approche. En considérant les flux de biens et de services, la dégradation de la balance commerciale semble principalement imputable à l'augmentation relative des importations. Des études pré-alables ont montré que celle-ci provient essentiellement

du renchérissement des matières premières, et plus particulièrement des produits énergétiques, dont la Belgique est importatrice nette⁽²⁾. Pour sa part, l'analyse des flux de valeur ajoutée semble davantage souligner une baisse, depuis 2000, de la VA exportée exprimée en pourcentage du PIB. Même si l'analyse est à ce stade très préliminaire, il semble que la hausse des prix des matières premières ait été maîtrisée grâce à un usage plus rationnel de ces ressources, mais qu'elle ait fragilisé certaines lignes de production à l'exportation.

En comparaison, la situation de la France est globalement similaire à celle de la Belgique, la VA exportée (en pourcentage du PIB) reculant depuis 2000. En revanche, l'Allemagne et les Pays-Bas ont enregistré une hausse de leur balance commerciale à partir de 1995. Un bref examen sous l'angle de la valeur ajoutée en proportion du PIB indique que l'Allemagne a surtout tiré profit d'une progression de la VA exportée, tandis que les Pays-Bas ont bénéficié d'un repli de la valeur étrangère absorbée.

4. Résultats récents et conclusions

GRAPHIQUE 8 DÉTÉRIORATION DE LA BALANCE COMMERCIALE DE LA BELGIQUE
(pourcentages du PIB)



Sources : ICN, calculs BNB.

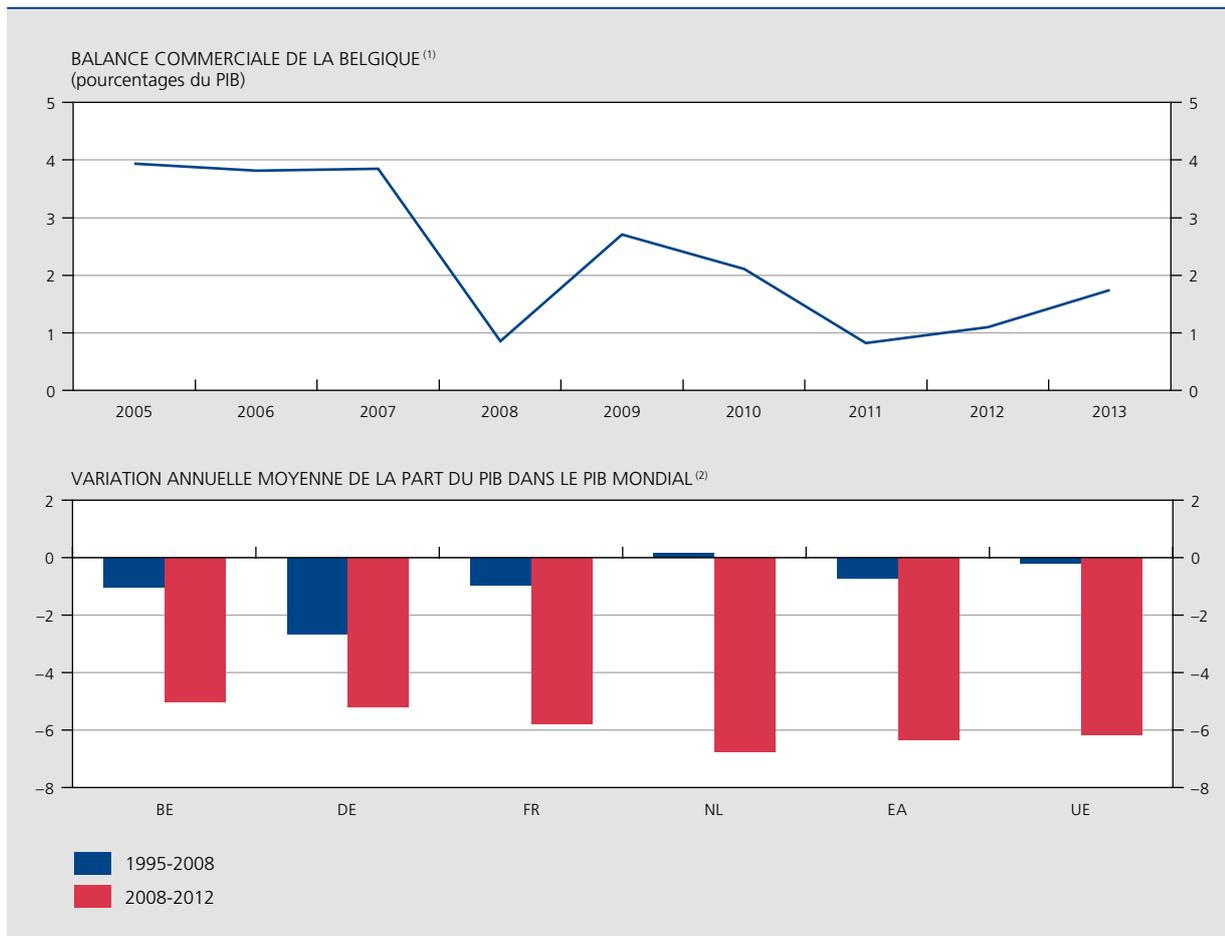
L'approche sous l'angle de la valeur ajoutée fournit de nouveaux éclairages en matière de compétitivité extérieure. Elle complète avantageusement les analyses effectuées jusqu'à présent sur la base des statistiques d'importations et d'exportations de biens et de services. Elle ne s'y substitue toutefois pas, notamment parce que les données de la matrice mondiale n'ont pas été validées par les instituts statistiques nationaux, mais également parce qu'il s'écoule un important délai avant que les données ne soient disponibles.

Il est difficile de se prononcer avec certitude sur les évolutions récentes, d'autant que celles-ci se sont inscrites dans un contexte de crise économique qui a pu infléchir les tendances structurelles. Des éléments parcellaires fournissent néanmoins quelques indications. La balance commerciale de la Belgique s'est détériorée entre 2007 et 2013, une dégradation qui n'est qu'en partie couverte par la présente analyse qui s'étend jusqu'en 2010. De manière générale, l'Europe a été frappée de plein fouet par la crise économique, comme l'atteste la baisse prononcée de sa part dans le PIB mondial entre 2008 et 2012. La Belgique n'échappe pas au phénomène, même si elle ne semble pas davantage touchée que les pays voisins.

(1) Pour être exact, il s'agit d'utiliser la VA consommée à l'étranger, qui ne correspond pas toujours à la VA exportée. Une part de la VA exportée peut en effet être réimportée et consommée in fine à l'intérieur du pays. Selon les données de l'OCDE, les montants concernés pour la Belgique sont toutefois négligeables.

(2) Cf. notamment BNB (2012).

GRAPHIQUE 9 ÉVOLUTIONS DEPUIS LA CRISE ÉCONOMIQUE



Sources : CNUCED, ICN.
 (1) Selon les comptes nationaux.
 (2) Données en valeur.

Même si elle ne permet pas un suivi des évolutions récentes, l'approche sous l'angle de la valeur ajoutée développée dans cet article enrichit toutefois l'analyse structurelle de la compétitivité extérieure de la Belgique à plusieurs égards. Elle permet notamment de :

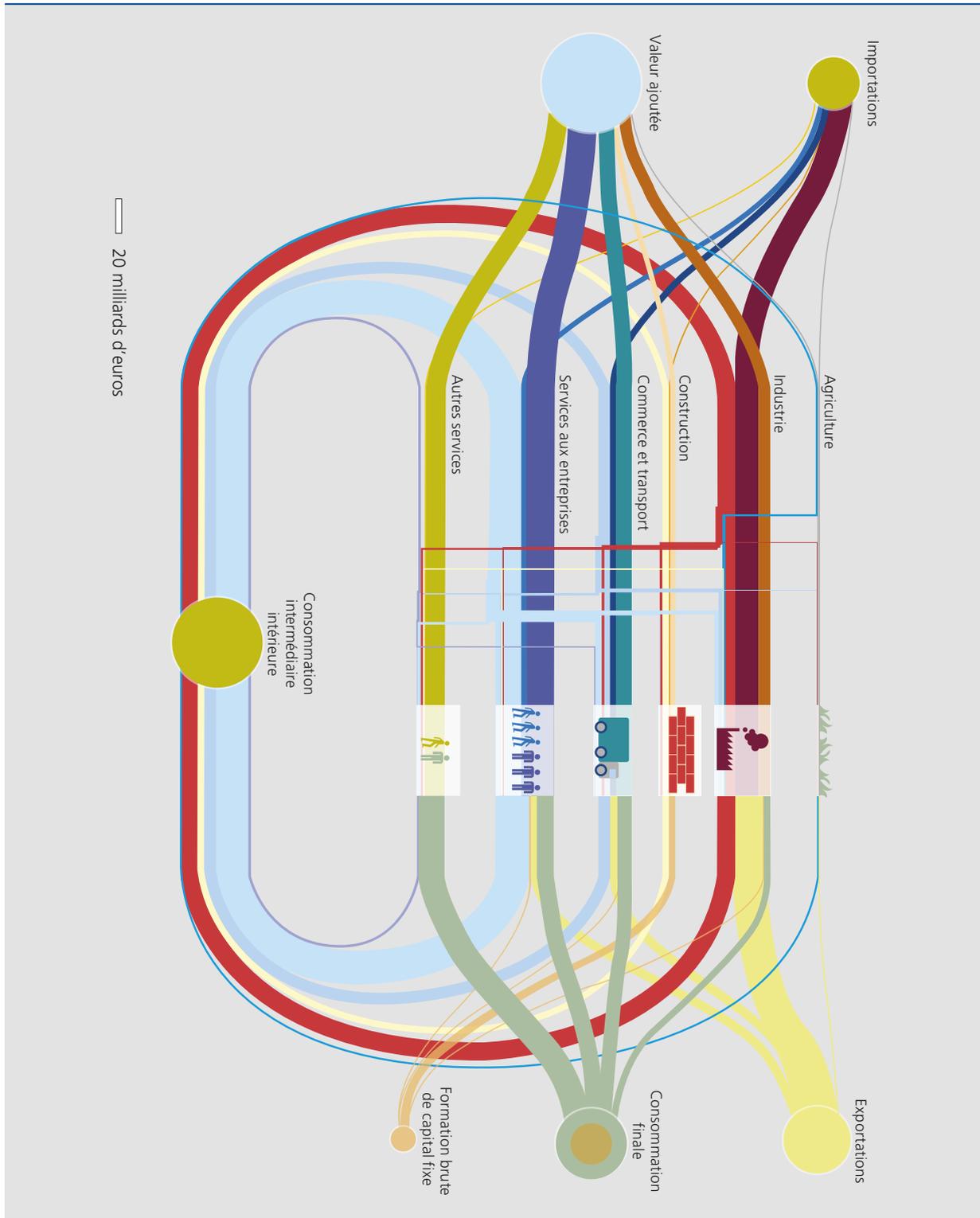
- mieux définir le contours de la notion d'exportations de biens et de services qui sont des statistiques englobant de la valeur étrangère. Celle-ci crée un effet amplificateur qui est indésirable dans le cadre de l'analyse des performances extérieures d'une économie ;
- offrir dès lors un concept alternatif de degré d'ouverture. En mesurant celui-ci sous l'angle de la valeur ajoutée exportée, il s'établit à environ 30 % du PIB, contre 80 % pour l'indicateur traditionnel basé sur les exportations de biens et de services. La différence entre ces deux ratios, à savoir près de 50 % du PIB, représente la valeur étrangère des exportations, qui, couvrant les coûts à l'importation, n'est pas une source de revenu pour les facteurs de production domestiques ;

- nuancer les évolutions de parts de marché à l'exportation enregistrées entre 1995 et 2008. En isolant la contribution de la valeur ajoutée exportée, les pertes de parts de marché sont légèrement plus faibles que lorsqu'elles sont calculées sur la base des exportations de biens et de services. En outre, l'écart vis-à-vis de l'Allemagne et des Pays-Bas se réduit, les performances de ces deux pays relevant d'une hausse des réexportations et des inputs étrangers ;
- souligner le rôle crucial, même s'il est parfois indirect, joué par les entreprises appartenant aux branches de services. Si les biens se taillent la part du lion dans les exportations, ces dernières sont dans de nombreux cas effectuées par des sociétés actives dans les services. Tantôt elles réalisent des opérations de réexportation de marchandises qui transitent par la Belgique, notamment via les ports maritimes, tantôt elles servent de relais à l'exportation pour des biens fabriqués par des firmes industrielles belges. Plus fondamentalement,

- la valeur ajoutée exportée est principalement générée par des entreprises actives dans les branches de services, notamment par le biais de la fourniture de services intermédiaires aux firmes industrielles;
- compléter la cartographie des partenaires commerciaux en identifiant l'origine réelle des importations et la destination finale des exportations. Les véritables consommateurs de la VA exportée par la Belgique sont plus éloignés que les destinataires directs des exportations. Les trois pays voisins consomment ainsi moins de 30 % de la VA exportée par la Belgique, alors que près de 50 % des exportations belges de marchandises leur sont adressées;
 - contribuer à l'examen de la détérioration de la balance commerciale depuis 2000. Il semble ainsi que, exprimée en pourcentage du PIB, la baisse de la valeur ajoutée exportée par la Belgique en soit une des clés, même si des analyses complémentaires sont nécessaires en la matière.

Au final, l'approche sous l'angle de la valeur ajoutée est prometteuse à plusieurs égards. Elle permet d'affiner l'état des connaissances sur le plan de la compétitivité extérieure et a également le mérite d'ouvrir de nouveaux horizons d'analyse et de recherche.

GRAPHIQUE 10 INTERCONNEXION DES BRANCHES D'ACTIVITÉ
(production intérieure⁽¹⁾, 2010)



Source : Datavisualisation de M. Bogaert sur la base des données de l'ICN.

(1) Les variations des stocks, de même que les impôts nets des subventions, ne sont pas représentés car les montants correspondants sont très faibles.

Bibliographie

Amador J. et S. Cabral (2014), *Global value chains: surveying drivers, measures and impacts*, Banco de Portugal, Working papers 3, January.

Avonds L. (2013a), *De gecumuleerde kosten 1995-200*, FPB, Working paper 9, september.

Avonds L. (2013b), *Bijdrage van de componenten van de finale vraag tot het bbp 1995-2005*, FPB, Working paper 10, september.

Baldwin R. et J. Lopez-Gonzales (2013) *Supply-chain trade: a portrait of global patterns and several testable hypotheses*, NBER working paper 18957.

Bernard A., J. Jensen, S. Redding et P. Schott (2010), « Intrafirm trade and product contractibility », *American Economic Review*, 100(2), 444–448.

Bernard A., J. Jensen et S. Kortum (2003), « Plants and productivity in international trade », *American Economic Review*, 93(4), 1268–1290.

BFP (2013), *Tableaux entrées-sorties 2010*, décembre.

BNB (2012), *Rapport annuel*.

BNB (2013), *Rapport annuel*.

De Backer K. et S. Miroudot (2013), *Mapping global value chains*, OECD Trade Policy Papers, 159, OECD Publishing.

Duprez C. et L. Dresse (2013), « L'économie belge dans les chaînes de valeur ajoutée mondiales – Une analyse exploratoire », BNB, *Revue économique*, septembre, 7–22.

Eaton B., S. Kortum et F. Kramarz (2004), « Dissecting trade: firms, industries, and export destinations », *American Economic Review*, 94(2), 150–154.

EC (2013), *Macroeconomic imbalances – Belgium*, Occasional paper 144, April.

EC (2014), *Macroeconomic imbalances – Belgium*, Occasional paper 172, March.

ICN-BNB (2009), *Statistiques du commerce extérieur*, Bulletin mensuel (11), 5–31.

ICN-BNB (2012), *Statistiques du commerce extérieur*, Bulletin mensuel (06), 5–6.

IMF (2013), *Belgium: 2013 Article IV Consultation-Staff Report*, IMF country report 13/123, May.

IMF (2014), *Belgium: 2014 Article IV Consultation-Staff Report*, IMF country report 14/76, March.

Jacks D., C. Meissner, et D. Novy. (2011) « Trade Booms, Trade Busts, and Trade Costs », *Journal of International Economics*, 83, 185–201.

Johnson R. (2014), « Five facts about value-added exports and implications for macroeconomics and trade research », *Journal of Economic Perspectives*, 28(2), 119–142.

Johnson R. et G. Noguera (2012a), « Accounting for intermediates: Production sharing and trade in value added », *Journal of International Economics*, 82(2), 224–236.

Johnson R. et G. Noguera (2012b), « Proximity and production fragmentation », *American Economic Review: Papers and Proceedings*, 102 (3), 407–411.

Johnson R. et G. Noguera (2014), *A portrait of trade in value added over four decades*, Working Paper.

Koopman R., Z. Wang et S.-J. Wei (2014), « Tracing value added and double counting in gross exports », *American Economic Review*, 104(2), 459–494.

Mayer T. et S. Zignago (2011), *Notes on CEPII's distances measures: the GeoDist Database*, CEPII Working Paper 25.

Muûls M. et M. Pisu (2007), *Imports and exports at the level of the firm: evidence from Belgium*, NBB Working paper 114.

OECD-WTO (2012), *Trade in value added: concepts, methodologies and challenges*, Joint OECD-WTO note.

OECD (2013), *OECD economic survey Belgium*, May.

Timmer M., A. Erumban, B. Los, R. Stehrer et G. de Vries (2014) « Slicing up global value chains », *Journal of Economic Perspectives*, 28(2), 99–118.

WTO Nanyang Technical University et Fung Global Institute (2013), *Global value chains in a changing world*, édité par Elms D. et P. Low.

Déséquilibres mondiaux et flux bruts de capitaux

P. Butzen
M. Deroose
S. Ide

Introduction

S'il était impensable, au cours de la première décennie des années 2000, que les débats économiques fassent l'impasse sur le thème des déséquilibres mondiaux, l'attention semble s'être quelque peu détournée de cette thématique ces dernières années. À l'origine de ce moindre intérêt apparent se trouve le constat empirique selon lequel les déséquilibres mondiaux – tels qu'ils transparaissent traditionnellement des déficits et des excédents de la balance des opérations courantes – et, avec eux, les vulnérabilités qui y sont associées, ont diminué depuis la crise financière. À cela vient s'ajouter le fait que l'attention des forums internationaux où se discute l'orientation des politiques économiques s'est portée en priorité sur la mise en place d'un cadre financier plus sûr et sur le rétablissement durable de la croissance économique, comme l'atteste par exemple la Growth Initiative du G20. Le récent regain de volatilité sur les marchés financiers des économies émergentes rappelle toutefois que plusieurs pays, et notamment ceux qui présentent un déficit du compte courant, restent particulièrement sensibles à un retournement du sentiment des investisseurs. Le présent article examine plus en détail les indicateurs qui traduisent la vulnérabilité externe d'un pays ou d'une région économique, en s'appuyant sur les nouveaux éclairages apportés par la littérature dans l'analyse de la crise financière et des déséquilibres mondiaux.

Dans le passé, il était courant d'examiner les soldes de la balance des opérations courantes pour analyser ce type de vulnérabilité. Les pays qui présentaient un déficit du compte courant et une position débitrice nette étaient

jugés sensibles à un revirement des flux de capitaux (*sudden stop*). Les expériences liées à la crise latino-américaine des années 1980 et à la crise asiatique de la fin des années 1990 étaient venues étayer ce cadre d'analyse. Dans les années 2000, l'inquiétude quant au creusement des déficits aux États-Unis s'est accrue. Mais d'aucuns estimaient pour divers motifs fondés sur des raisonnements théoriques que les États-Unis pouvaient assez facilement se financer auprès des pays excédentaires d'Asie, alors que la zone euro, avec sa position nette négligeable, n'aurait aucun rôle à jouer à cet égard. L'excès d'épargne (*excess savings*) des pays en excédent susvisés a donc été considéré comme l'un des facteurs responsables des conditions d'octroi de crédits particulièrement souples aux États-Unis et de la bulle sur le marché américain de l'immobilier résidentiel, lesquelles allaient déboucher sur la crise financière. Mais l'issue de cette crise – à savoir l'absence de *sudden stop* envers les États-Unis, les lourdes pertes subies par le secteur bancaire européen en raison de son exposition internationale et le fait que les pays asiatiques excédentaires s'en soient sortis relativement indemnes sur le plan financier – a mis au jour les failles de ce cadre d'analyse.

La littérature économique a porté un intérêt croissant au rôle des flux bruts de capitaux transfrontaliers, aidée en cela par la mise à disposition de statistiques supplémentaires. De fait, l'analyse des flux bruts de capitaux n'a rien de neuf, l'importance des flux bruts de capitaux, de leur composition et des éventuelles inadéquations sur les plans de la monnaie, de la durée et de la liquidité étant reconvenue depuis longtemps. Mais ce qui différencie la situation récente du passé, c'est la croissance débridée de ces flux

de capitaux, qui a donné lieu à l'accumulation d'encours transfrontaliers de créances et d'engagements d'un niveau sans précédent, si bien qu'une analyse en profondeur des flux bruts de capitaux auxquels une économie est confrontée est devenue un élément incontournable de l'évaluation de sa vulnérabilité éventuelle. Parallèlement, l'une des leçons tirées de la crise de la dette souveraine en Europe et, plus récemment, de l'agitation sur les marchés financiers des économies émergentes, est qu'il est aussi indispensable que cette évaluation examine les positions nettes et les soldes des comptes courants.

Le chapitre 1 du présent article dresse un bref aperçu de l'évolution des déséquilibres mondiaux. Le chapitre 2 montre l'importance accrue des flux de capitaux transfrontaliers à l'échelle mondiale et explique de manière plus détaillée en quoi l'analyse des flux bruts de capitaux est nécessaire et complémentaire à toute évaluation de la vulnérabilité d'un pays. La crise financière permet d'appuyer ce postulat de manière empirique. Le chapitre 3 en livre une autre illustration, plus récente, à l'appui de laquelle les auteurs examinent dans quelle mesure les deux indicateurs ont été déterminants pour expliquer la volatilité observée sur les marchés financiers des économies émergentes depuis l'été de 2013.

1. L'évolution des déséquilibres mondiaux des comptes courants selon l'approche traditionnelle

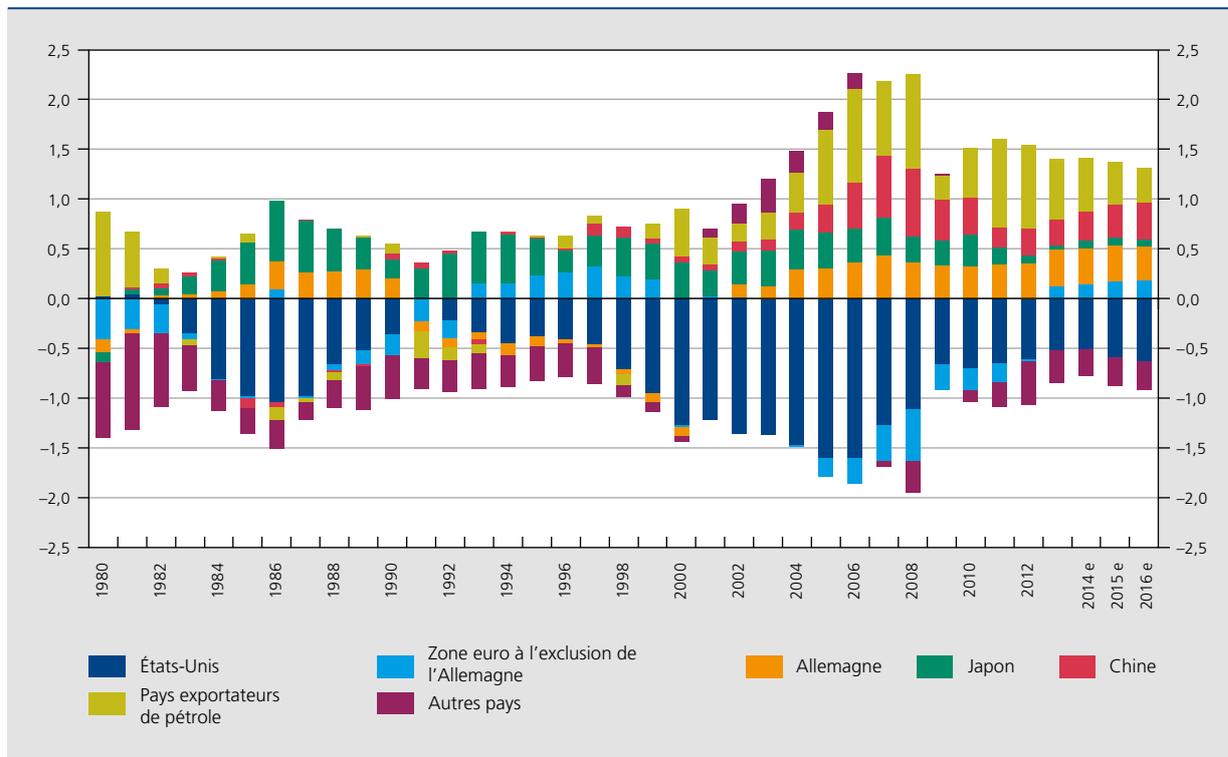
À la veille de la crise financière, les déséquilibres mondiaux des comptes courants s'étaient fortement aggravés. Les manifestations les plus flagrantes en étaient, d'une part, les excédents constitués en Chine et dans les pays exportateurs de matières premières et, d'autre part, les déficits qui ne cessaient de se creuser aux États-Unis. Dans la zone euro, qui affichait vis-à-vis de l'extérieur une position très proche de l'équilibre, plusieurs États membres présentaient toutefois des excédents ou des déficits relativement importants. Avant la crise, les déséquilibres du compte courant résultaient de plusieurs facteurs nationaux et mondiaux, notamment des conditions de financement très attrayantes – favorisées par une sous-évaluation des risques de crédit et par l'apport de flux de capitaux étrangers –, des anticipations de revenus excessivement optimistes, le niveau plus élevé des prix des matières premières et une stratégie de croissance mercantiliste associée à une accumulation massive de réserves de change⁽¹⁾.

En 2009, les déséquilibres mondiaux se sont sensiblement contractés, demeurant ensuite à des niveaux certes nettement plus bas que durant la période antérieure à la crise financière, mais néanmoins toujours plus élevés que dans les années 1980 et 1990. Cette amélioration des positions extérieures a principalement reflété les adaptations cycliques induites par la crise financière. Le resserrement des conditions de financement (et plus particulièrement le tarissement des sources externes de financement) et la baisse des prix des actifs ont sévèrement touché la demande intérieure et les importations, principalement dans les pays présentant un déficit de leur compte courant. Dans les pays excédentaires, les dépenses intérieures se sont généralement mieux maintenues, même si leurs exportations ont pâti des conséquences négatives de l'effondrement puis du redressement modéré du commerce international, ainsi que, pour certains, de la contraction initiale des prix des matières premières. La faible reprise qui caractérise l'économie mondiale depuis l'éclatement de la crise – alimentée dans un premier temps par la croissance des économies émergentes (en 2010 et en 2011) puis par celle des économies avancées (depuis la fin de 2013) – a permis d'éviter un nouveau creusement sensible des déséquilibres mondiaux. Des facteurs nationaux temporaires, comme l'accroissement des importations énergétiques du Japon à la suite du séisme de 2011, ont eux aussi contribué à garder les déséquilibres mondiaux sous contrôle.

Outre les facteurs cycliques, des adaptations plus durables sont également en cours dans plusieurs économies. Ainsi, nombre de pays déficitaires poursuivent leur consolidation budgétaire, même s'il faut bien noter que le rythme de celle-ci est dernièrement devenu moins soutenu. Par ailleurs, et plus spécifiquement, on note aux États-Unis que le taux d'épargne des particuliers est orienté à la hausse (certes au départ d'un niveau faible), et on s'attend à ce que celui-ci demeure à un niveau structurellement plus élevé qu'au cours de la période d'avant la crise, l'expérience récente ayant montré aux ménages américains que des corrections aussi lourdes de conséquences des prix des actions et des prix de l'immobilier ne relèvent pas de l'impossible et qu'il est dès lors impératif de se constituer un matelas de réserves plus épais. En outre, l'augmentation de la production de pétrole aux États-Unis, essentiellement grâce à l'extraction de pétrole de schiste, concourt à résorber le déficit du compte courant du pays. En Chine, l'importance grandissante de la consommation dans la croissance du PIB et l'appréciation progressive du renminbi ont, entre autres facteurs, contribué à réduire l'excédent du compte courant. Le gouvernement chinois a de plus présenté en novembre 2013 un plan de réforme pour la décennie à venir censé ouvrir la voie à la poursuite du rééquilibrage de l'économie. Quant aux améliorations

(1) Pour une description plus détaillée, cf. notamment Butzen et al. (2010).

GRAPHIQUE 1 SOLDE DU COMPTE COURANT
(pourcentages du PIB mondial)



Source : FMI.

que les pays périphériques de la zone euro ont apportées à leurs positions concurrentielles externes, leur effet paraît être de nature durable. Cela étant, les réformes structurelles semblent jusqu'à présent n'avoir joué qu'un rôle mineur dans la résorption des déséquilibres mondiaux, si bien que le risque existe de voir ceux-ci repartir à la hausse au fil du temps (FMI, 2013a et Ollivaud et Schweltnus, 2013).

Depuis 2008, le déficit du compte courant des États-Unis s'est resserré, revenant de 681 milliards de dollars à 379 milliards en 2013. De même, la zone euro à l'exclusion de l'Allemagne est parvenue au cours de cette période à muer son déficit de 327 milliards de dollars en un excédent de 92 milliards, et ce principalement grâce aux efforts fournis par les pays déficitaires. Ainsi, l'Irlande, le Portugal et l'Espagne ont converti leurs déficits respectifs de 15, 32 et 154 milliards de dollars en des excédents de respectivement 14, 1 et 10 milliards de dollars entre 2008 et 2013. L'excédent des économies exportatrices de pétrole a diminué, retombant de 585 milliards de dollars en 2008 à 445 milliards en 2013, tandis que celui de la Chine a chuté de 421 à 189 milliards de dollars. À épingle également, la fermeté de l'excédent allemand, qui a

même dépassé celui de la Chine depuis 2011, devenant ainsi le plus important au monde.

Un déséquilibre du compte courant ne signifie en tant que tel pas forcément que la situation est devenue incontrôlée ; il se peut même qu'il soit approprié compte tenu des fondamentaux et des caractéristiques structurelles d'une économie. Ainsi, il peut être souhaitable, pour un pays à la population vieillissante, de se constituer un bas de laine pour les vieux jours (excédent) et, pour un pays présentant des opportunités d'investissement attrayantes, de financer l'achat de ses infrastructures et équipements en drainant des capitaux étrangers (déficit). Mais si les déséquilibres résultent de dérèglements internes structurels sous-jacents, ils ne sont pas soutenables, et il est dès lors préférable de remédier à la situation. Dans la mesure où il est donc possible que des déséquilibres externes soient le reflet de déséquilibres internes, ceux-ci deviennent un indicateur utile pour les décideurs politiques dans la détection des risques potentiels pesant sur la stabilité macroéconomique et financière. De manière générale, les pays déficitaires sont tout de même jugés plus vulnérables, étant donné qu'ils sont fortement tributaires des flux financiers étrangers. Si ces derniers viennent à se tarir,

voire à refluer (scénario du *sudden stop*), il en découle le plus souvent un ajustement pénible pour l'ensemble de l'économie, comme l'a encore démontré le passé récent.

Comme la constitution de déséquilibres au milieu des années 2000 a été suivie par l'éclatement d'une crise financière sévère, la surveillance des déséquilibres externes a redoublé d'importance. Ainsi, lors du sommet du G20 qui s'est tenu à Pittsburgh en septembre 2009, pays déficitaires et excédentaires se sont accordés sur les mesures à prendre pour contribuer à corriger les déséquilibres mondiaux. Un processus d'évaluation réciproque, dans le cadre duquel le FMI apporte une assistance technique, a été mis en place pour veiller au respect des engagements pris. Par ailleurs, la Commission européenne reprend le solde du compte courant dans le « tableau de bord » qu'elle utilise depuis 2012 aux fins de la nouvelle procédure de gouvernance économique (semestre européen) pour déceler les déséquilibres macroéconomiques dans les États membres de l'UE. Enfin, le FMI publie chaque année depuis 2013 un rapport analysant le secteur externe de 29 économies importantes, en accordant une attention particulière à la situation du compte courant.

Néanmoins, il s'avère à la lecture de la littérature que la relation causale entre le compte courant, d'une part, et la survenance ou l'intensité des crises financières, d'autre part, est mal établie⁽¹⁾. Plusieurs auteurs ont démontré que d'autres facteurs, de nature plus financière, jouent également un rôle. Le chapitre qui suit y est consacré. En tout état de cause, il peut donc de ce point de vue aussi se révéler utile pour les autorités chargées de veiller à la stabilité financière mondiale d'enrichir leur cadre d'analyse d'informations provenant d'autres variables pertinentes.

2. L'importance de l'analyse des flux bruts de capitaux

Le premier chapitre de l'article a décrit les évolutions du compte courant dans les différentes grandes zones du monde et en a conclu que les déséquilibres du compte courant pouvaient constituer un bon indicateur de la fragilité économique d'un pays et de sa vulnérabilité aux chocs financiers. La récente crise financière a toutefois montré qu'une analyse reposant exclusivement sur le compte courant, qui est par essence un concept « net », ne suffit pas pour évaluer correctement ces fragilités. Avant l'éclatement de la crise financière, les préoccupations portaient surtout sur le déficit persistant du compte courant des États-Unis, qui semblait pouvoir être jugé comme étant financé par les excédents courants des économies asiatiques émergentes, tandis que, s'agissant de la zone euro, on pouvait considérer que, son solde courant

étant en quasi-équilibre, celle-ci n'était pas concernée et n'était donc aucunement vulnérable du fait de cette problématique. La finalité du présent chapitre est d'illustrer que, sur la base de l'analyse des flux financiers bruts, l'Asie n'a, pour ainsi dire, pas contribué au financement de la flambée du crédit aux États-Unis, tandis que la zone euro, et en particulier ses banques, ont joué un rôle crucial à cet égard. Les établissements de crédit de la zone euro se sont d'ailleurs avérés extrêmement vulnérables lors de l'éclatement de la bulle du crédit aux États-Unis. En d'autres termes, les pays ou zones monétaires dont le compte courant est en équilibre ne sont pas à l'abri de fragilités liées à l'évolution de leurs positions financières brutes.

Le présent chapitre décrit brièvement l'importance d'analyser les flux financiers bruts plutôt qu'il ne concentre uniquement sur les concepts nets de la balance des paiements. Pour cela, on esquisse d'abord l'évolution des flux bruts de capitaux à l'échelle mondiale, avant d'examiner plus en détail le rôle des flux bruts de capitaux dans la formation de vulnérabilités préalablement à la récente crise financière. Sur la base de l'analyse ainsi enrichie, on s'efforce ensuite, dans le dernier chapitre, d'évaluer la vulnérabilité des économies émergentes dans le contexte économique actuel.

2.1 L'importance croissante des flux bruts de capitaux⁽²⁾

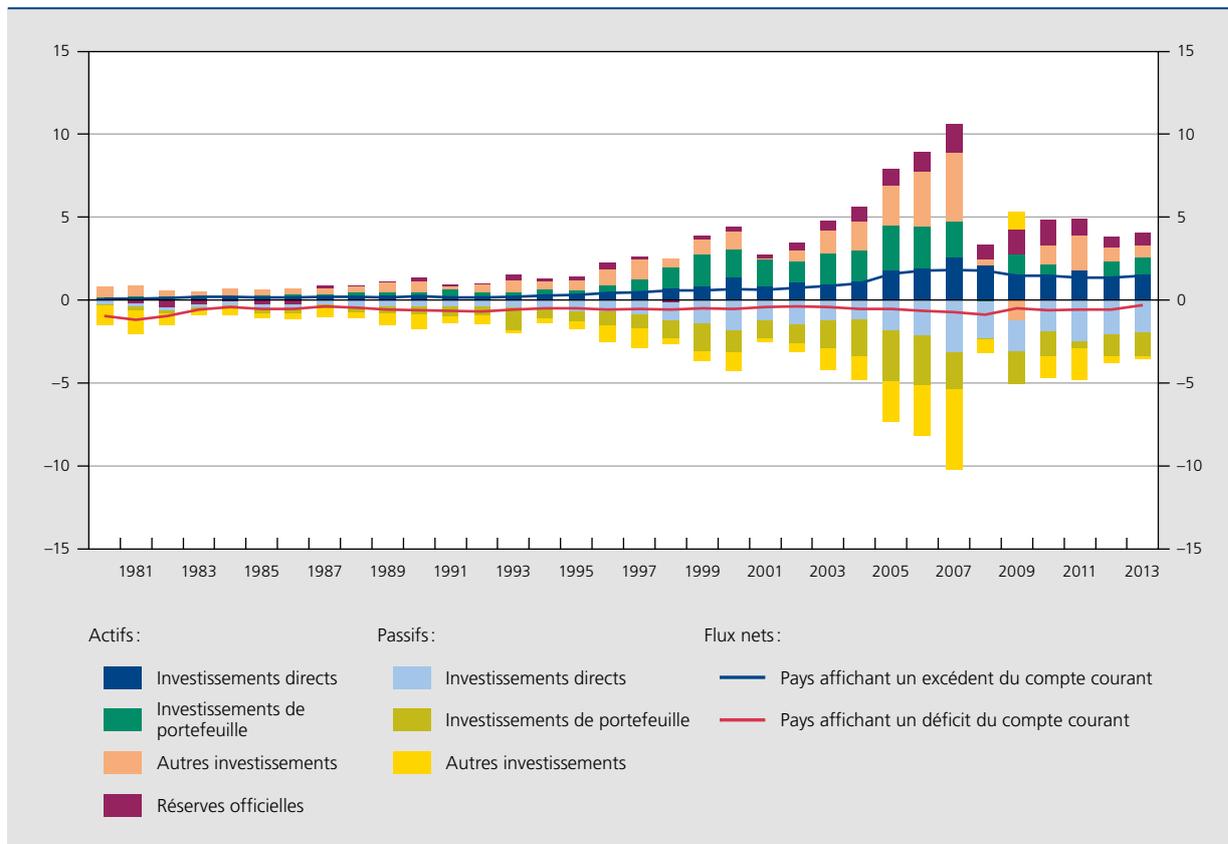
L'accroissement au niveau mondial de l'intégration commerciale et des flux commerciaux de biens et de services s'est accompagné d'une augmentation des flux financiers depuis les années 1990, et notamment des flux de capitaux transfrontaliers. Les principales catégories de flux de capitaux dans la balance des paiements sont les suivantes : (1) les investissements directs étrangers, (2) les investissements de portefeuille en titres de créance et en actions⁽³⁾, (3) les réserves officielles et (4) les autres investissements. Ce dernier groupe inclut les opérations financières en matière de prêts et de dépôts, les capitaux bancaires, les crédits commerciaux et les flux de capitaux officiels autres que les mouvements dans les réserves officielles.

(1) Pour une analyse détaillée, cf. Blanchard et al. (2010), Frankel et Saravelos (2010), Jordà et al. (2011) et Gourinchas et Obstfeld (2012).

(2) Les flux financiers bruts qui sont enregistrés dans les statistiques de la balance des paiements – et auxquels fait référence le présent article – représentent des montants déjà compensés. En effet, la sortie brute de capitaux est la différence entre l'ensemble des achats et l'ensemble des ventes d'actifs étrangers par les résidents. L'entrée brute de capitaux, quant à elle, est la différence entre l'ensemble des achats et l'ensemble des ventes d'actifs domestiques par les non-résidents.

(3) Pour distinguer les investissements de portefeuille des investissements directs étrangers, on considère la taille de la participation détenue par un investisseur dans l'entreprise concernée. Si cette participation est inférieure ou égale à 10 %, les flux de capitaux sont considérés comme des investissements de portefeuille.

GRAPHIQUE 2 FLUX MONDIAUX BRUTS ET NETS DE CAPITAUX TRANSFRONTALIERS
(pourcentages du PIB mondial)



Sources : Statistiques financières internationales du FMI, Perspectives de l'économie mondiale du FMI.

L'évolution des flux de capitaux se caractérise notamment par la hausse bien plus vive des flux bruts que des flux nets. Cette augmentation reflète un élargissement financier des bilans, en particulier dans le secteur financier, et, parallèlement, une baisse de la préférence nationale (*home bias*) en matière financière, qui a entraîné une progression de la part des actifs et des passifs étrangers dans ces bilans.

Au cours de ces dernières décennies, les flux de capitaux transfrontaliers ont enregistré une hausse sans précédent, qui s'est accélérée surtout à partir du milieu des années 1990. En 2007, les entrées et sorties cumulées ont atteint pas moins de 20 % du PIB mondial, contre à peine 1 % en moyenne pour la période 1980-1995. Si l'augmentation a concerné à peu près toutes les catégories de flux de capitaux, ce sont surtout les échanges interbancaires transfrontaliers (compris dans les « autres investissements ») et, dans une moindre mesure, la constitution de réserves qui ont alimenté l'expansion. Toutefois, au début de la crise financière en 2008, les flux bruts de capitaux se sont effondrés. Ils ont retrouvé leur vigueur en 2009 mais, depuis

lors, sous le coup par ailleurs de la crise européenne de la dette souveraine, les flux de capitaux mondiaux sont retombés à des niveaux comparables à ceux de la fin des années 1990. Ces mouvements récents recèlent trois tendances qui ne sont pas toujours parallèles.

Premièrement, on assiste à une contraction persistante des échanges interbancaires transfrontaliers depuis 2008. Cette évolution reflète des facteurs relevant aussi bien de l'offre que de la demande. Les banques opérant à l'échelle internationale, en particulier dans la zone euro et au Royaume-Uni, se sont repliées sur leurs marchés intérieurs et proches et ont réalisé bien moins d'opérations transfrontalières afin d'afficher un redressement généralisé de leurs bilans. La demande de crédits demeure faible elle aussi, étant donné la fragilité persistante de l'environnement macroéconomique dans la plupart des économies avancées, parallèlement aux efforts des ménages et des entreprises en vue de réduire leur taux d'endettement plutôt que de l'accroître. Deuxièmement, il convient de noter une progression notable de l'émission internationale de titres de créance par les entreprises

dans les économies émergentes depuis 2010. La forte demande internationale de ces titres de créance a notamment été alimentée par une quête de rendement (*search for yield*) dans un contexte de baisse croissante de la qualité des crédits (BRI, 2014). Troisièmement, l'accumulation mondiale de réserves de change officielles se poursuit. Après un pic en 2007 et un ralentissement en 2008, la constitution de réserves a rapidement repris en 2009 et en 2010. Depuis lors, on constate à nouveau un léger tassement, mais la constitution annuelle de réserves demeure en tout état de cause considérable, de l'ordre de 0,7 % du PIB mondial.

Vu l'ampleur de ces flux de capitaux, il est clair que ces derniers peuvent influencer lourdement sur la fragilité d'une économie, en particulier si cela conduit au fil des ans à accumuler d'importants encours de positions brutes. À cet égard, ce sont surtout les disparités dans la composition du son bilan en matière de devises et d'échéances qui sont primordiales car, lorsque les encours sont élevés, même des fluctuations de faible amplitude dans les taux de change et/ou d'intérêt peuvent avoir une grande incidence. Il convient de souligner que de telles disparités peuvent également se créer dans des pays où le compte courant est en équilibre ou en excédent, et que ce ne sont donc pas uniquement ceux qui sont confrontés à un déficit du compte courant qui sont susceptibles de devenir vulnérables par ce biais.

2.2 Mesure de la fragilité économique : flux nets et bruts de capitaux

Comme le montre le présent chapitre, la récente crise financière illustre clairement que les flux de capitaux internationaux ne présentent pas nécessairement de lien avec les déséquilibres affectant le compte courant. Il est donc préférable de compléter l'analyse des déséquilibres du compte courant à l'échelle mondiale par une évaluation des positions et des flux bruts de capitaux.

En effet, les études sur la crise financière offrent les éclairages suivants : 1) les flux (nets) de capitaux des pays affichant un compte courant en excédent, en l'occurrence les économies asiatiques émergentes ainsi que le Japon, n'ont pas nécessairement financé directement la croissance (excessive) des crédits dans les pays confrontés à un déficit du compte courant, à savoir les États-Unis, et 2) avant et pendant la crise financière, les déséquilibres du compte courant entre la zone euro et les États-Unis ont été assez limités, alors que les banques européennes accumulaient tout de même d'importantes positions financières sous la forme de titres de créance adossés à des crédits hypothécaires (*mortgage-backed securities*) et

d'obligations d'État américaines, ce qui les rendait vulnérables aux évolutions économiques aux États-Unis.

Ces éclairages sont étayés par la distinction conceptuelle établie à la section 2.2.1 entre l'épargne et le financement, ainsi que par les explications avancées à la section 2.2.2 pour quelques faits empiriques de la crise financière.

2.2.1 Épargne versus financement

Avant l'éclatement de la crise financière, un lien supposé entre les déséquilibres mondiaux du compte courant et le financement de la forte croissance de l'octroi de crédits dans les pays confrontés à un déficit du compte courant a souvent été rationalisé par la théorie dite de l'excès d'épargne (*excess savings*). Les deux hypothèses sous-jacentes à cette théorie sont les suivantes : d'une part, on observe des flux nets de capitaux au départ de pays présentant un excédent du compte courant vers des pays affichant un déficit du compte courant, ce qui engendre une expansion excessive des crédits dans ces derniers, et, d'autre part, l'augmentation de l'épargne mondiale par rapport aux investissements mondiaux est principalement imputable aux pays en excédent, et en particulier aux économies asiatiques émergentes, de même qu'elle a entraîné une baisse des taux d'intérêt réels, surtout aux États-Unis.

Les causes parfois divergentes sous-tendant cette théorie ont été décrites de manière détaillée dans la littérature économique, et Chinn (2013) en donne un bon aperçu : les écarts en matière d'épargne et d'investissements ont été alimentés par des différences en matière de politique budgétaire – très expansive aux États-Unis – et par des évolutions démographiques disparates, parmi lesquelles, notamment, le vieillissement de la population dans les pays occidentaux ; l'accroissement de la productivité aux États-Unis et le lissage de la consommation (*consumption smoothing*) qui l'a accompagné ; les économies asiatiques orientées vers les exportations, avec des interventions de change visant à y soutenir le secteur des exportations ; le trop-plein d'épargne (*savings glut*), et parallèlement, le fait que les marchés financiers des économies émergentes sont trop peu développés pour absorber l'épargne intérieure.

On évoque souvent une combinaison de tout ou partie des facteurs évoqués ci-dessus, mais ceux-ci ont en commun que les régions ou pays dont le compte courant est en quasi-équilibre n'alimentent pas l'équation et ne sont donc pas considérés comme fragiles ou comme une source de vulnérabilité pour d'autres économies. Borio et Disyatat (2011) soulignent toutefois qu'il n'y a

pas nécessairement de lien direct entre les flux nets de capitaux ou le solde du compte courant, d'une part, et l'intermédiation mondiale des flux de financement, d'autre part.

Le point crucial de leur argumentation est la distinction entre l'épargne et le financement. L'épargne est un concept issu des comptes nationaux et elle se définit comme un revenu qui n'est pas consommé. L'épargne englobe donc la contribution des dépenses finales autres que la consommation dans l'ensemble du revenu (ou de la production). Dans une économie fermée, il n'est question d'épargne que lorsque des choses produites ne sont pas consommées, à savoir les investissements. Ce concept d'épargne ne renseigne toutefois pas pleinement sur l'éventuelle disponibilité du financement pour les investissements. Si les ressources générées font défaut pendant un certain temps, il faut recourir à des actifs financiers propres ou emprunter. Ainsi, il n'y a pas nécessairement de lien entre, d'une part, l'épargne (et les investissements) au sens des comptes nationaux et, d'autre part, l'évolution ainsi que les variations des actifs et passifs financiers. En effet, un volume d'épargne donné peut s'accompagner de variations divergentes importantes des actifs et des passifs financiers tels qu'enregistrés par les flux de fonds dans les comptes nationaux.

Dans le cas d'économies ouvertes, la distinction entre l'épargne et le financement s'exprime le plus clairement dans les flux nets de capitaux, d'une part, et les flux bruts de capitaux, d'autre part. Dans les flux nets de capitaux ne figure que le résultat des échanges bilatéraux de biens et de services. Toutefois, ces données sont muettes quant aux mouvements beaucoup plus amples des flux bruts, lesquels englobent également des opérations purement financières. Ces dernières constituent en effet la majeure partie des opérations financières transfrontalières (Obstfeld, 2012a). C'est la raison pour laquelle l'évolution du solde du compte courant en dit peu sur le rôle d'un pays dans les flux financiers internationaux, sur la mesure dans laquelle les dépenses d'investissement sont ou non financées par des ressources intérieures ou étrangères, ou sur l'incidence des flux de capitaux transfrontaliers sur les conditions financières intérieures. Certes, un excédent du compte commun représente une augmentation de la créance nette sur le reste du monde. Un compte courant en équilibre indique quant à lui uniquement que la production intérieure est égale aux dépenses intérieures, mais il ne signifie pas nécessairement que l'épargne intérieure finance directement les investissements intérieurs. Ainsi, une entreprise d'un pays dont le compte courant est en équilibre peut contracter un emprunt auprès d'une banque étrangère pour financer ses dépenses d'investissement. Lorsque les dépôts résultant du produit de la

vente de ces biens d'investissement sont à leur tour placés auprès d'une banque étrangère, il n'en résulte que des flux bruts de capitaux qui se compensent.

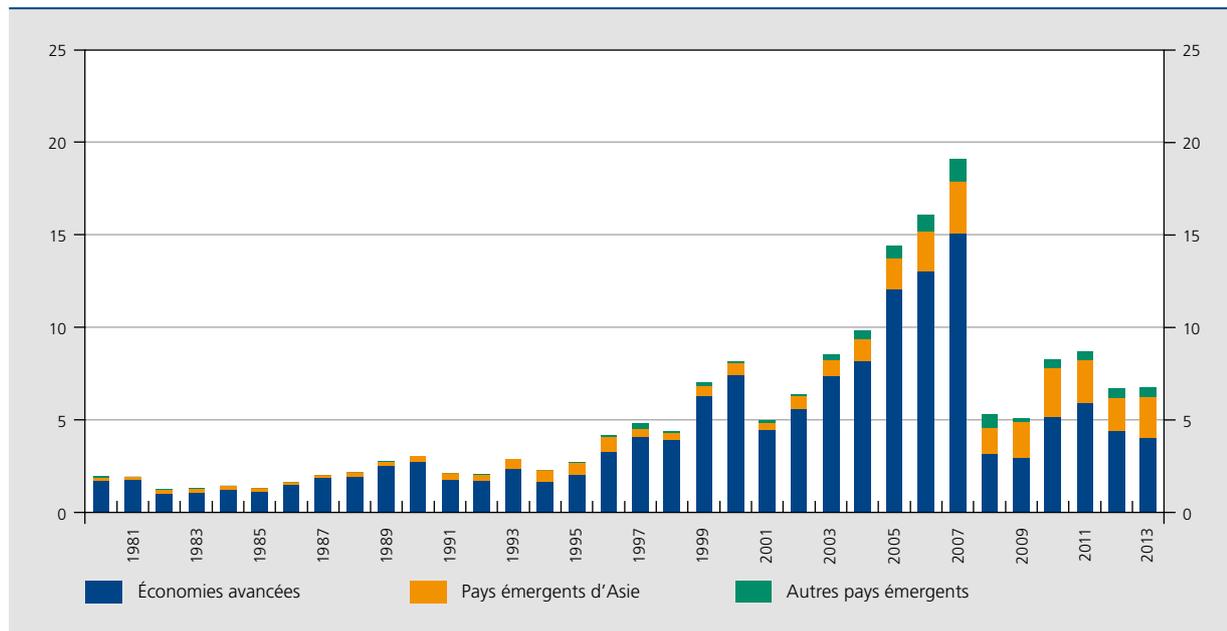
L'éclairage le plus important qui découle de ce qui précède est qu'il est impossible de tirer des conclusions quant aux profils de financement et à l'intermédiation financière transfrontalière en s'appuyant sur les flux nets de la balance des paiements. En d'autres termes, un pays dont le compte courant est en excédent ne finance pas forcément les investissements et les dépenses de pays dont le compte courant est déficitaire. Certes, sur le plan des comptes nationaux, les pays affichant un déficit du compte courant compensent l'épargne de pays excédentaires en consommant davantage. Donc, à l'échelle du monde vu dans son ensemble, les déficits et les excédents concordent, à certaines différences statistiques près. Néanmoins, la consommation et les dépenses d'investissement sous-jacentes qui sont à l'origine de ces déséquilibres peuvent être financées de multiples façons. Dès lors, en cas de déficit du compte courant, qui entraîne d'engagements financiers pour des biens et des services, le pays déficitaire doit bien emprunter au reste du monde, mais la contrepartie de ces créances n'est pas toujours un résident d'un pays présentant un excédent du compte courant. Ce point est clairement illustré par l'analyse des flux bruts de capitaux au cours de la récente crise financière ainsi que pendant la période qui l'a précédée.

2.2.2 Flux bruts de capitaux au cours de la crise financière

Il s'est avéré que, pour une série de raisons, une analyse basée uniquement sur les déséquilibres mondiaux des comptes courants ne suffisait pas pour détecter les vulnérabilités des économies avant et pendant la crise financière.

Premièrement, la vive augmentation des flux bruts de capitaux à l'échelle mondiale (cf. chapitre 2.1), en particulier pendant les années 1990 et jusqu'à l'éclatement de la crise financière en 2008, est imputable surtout à une intensification des flux de capitaux entre économies avancées. Ces dernières, en dépit d'une diminution constante de leur part dans le commerce mondial, représentaient encore, à la veille de la crise, 75 % au moins des flux bruts de capitaux, et elles en assurent quelque 60 % depuis la crise. Dans le groupe des économies émergentes, c'est l'Asie qui enregistre la plus forte évolution. Le volume relatif de ces flux par rapport aux flux nets de capitaux ou aux soldes des balances courantes et leur composition géographique infirment déjà dans une certaine mesure la thèse de l'épargne excédentaire comme explication majeure de la crise financière. Selon cette thèse, ce seraient

GRAPHIQUE 3 FLUX BRUTS INTERNATIONAUX DE CAPITAUX
(pourcentages du PIB mondial, sommes des flux entrants et sortants)



Sources : Statistiques financières internationales du FMI, Perspectives de l'économie mondiale du FMI.

en effet principalement les pays émergents qui auraient déterminé et influencé à l'échelle mondiale les conditions financières, alors qu'on peut observer que leur poids dans les flux bruts de capitaux de l'ensemble de la planète est resté plutôt limité.

Deuxièmement, les statistiques de la balance des paiements des États-Unis confirment que les soldes du compte courant n'ont pas joué un rôle prépondérant dans les mouvements financiers au cours de la période qui a précédé la crise. Lorsque le déficit courant des États-Unis s'est mis à gonfler, les flux bruts de capitaux ont grimpé trois fois plus vite. Les États-Unis ont connu aussi bien d'importantes sorties de capitaux de la part de résidents américains que de substantielles entrées de capitaux de la part de non-résidents. Tel aurait vraisemblablement également été le cas si la balance courante du pays avait été en équilibre.

La rationalisation de la théorie de l'épargne excédentaire par le recours au *global savings glut* repose partiellement sur la forte accumulation de réserves en dollars des États-Unis – en particulier sous la forme de bons d'État américains –, principalement par des banques centrales asiatiques. Il apparaît toutefois, à la lecture des statistiques de la balance des paiements des États-Unis, que le gros de l'augmentation des entrées brutes de capitaux était lié au secteur privé. C'est l'achat de titres des

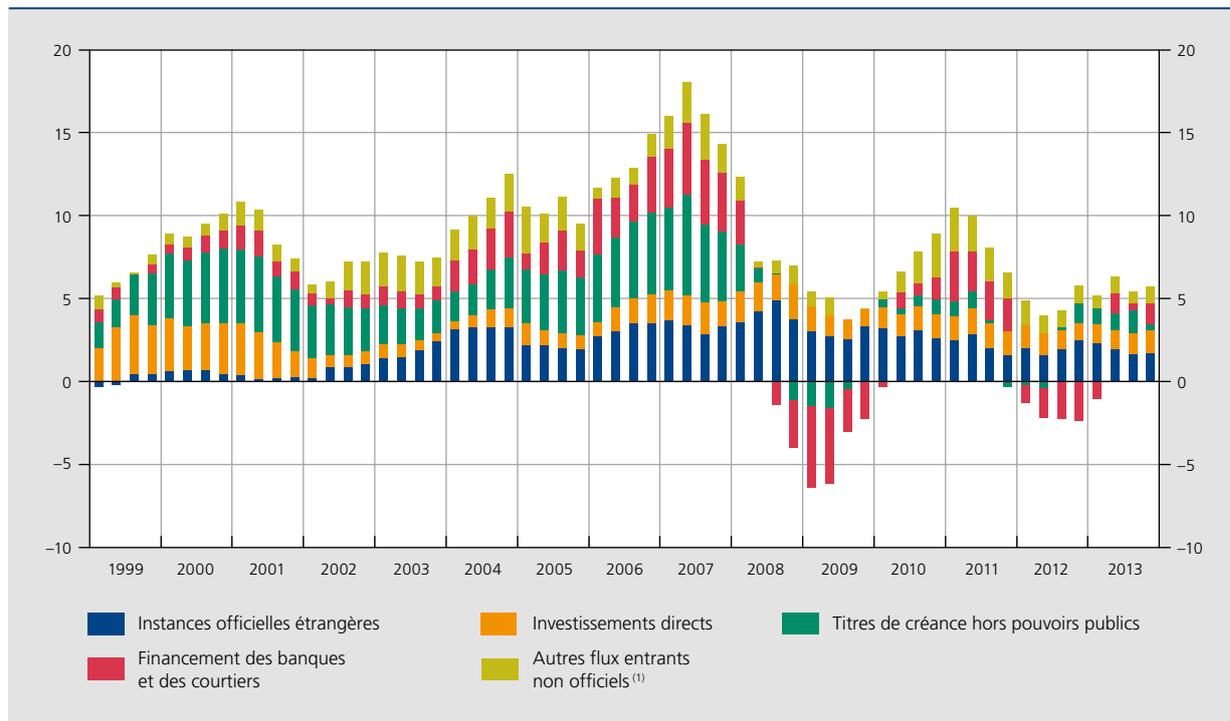
États-Unis hors bons du Trésor qui a constitué la principale entrée de capitaux. À partir des années 2000, le rôle des investisseurs étrangers privés dans le financement des banques et courtiers américains s'est par ailleurs notablement élargi. Cette évolution reflète la forte hausse des transactions interbancaires transfrontalières, qui ont à leur tour joué un rôle dans la crise financière.

Les statistiques américaines de la balance des paiements concernant l'origine géographique des flux de capitaux étrangers entrant aux États-Unis montrent que la principale source de financement était européenne. Non seulement des banques de la zone euro et du Royaume-Uni ont investi de manière considérable en actifs à long terme des États-Unis, mais elles ont par ailleurs financé ces placements en émettant des titres à court terme en dollars des États-Unis, tel du papier commercial adossé à des actifs (Noeth & Sengupta, 2012). Cela a gonflé les flux bruts de capitaux tout en laissant inchangés les flux nets de capitaux. En effet, le compte courant du Royaume-Uni était en déficit, tandis que celui de la zone euro était pratiquement en équilibre⁽¹⁾. Les économies émergentes asiatiques, à commencer par la Chine, ou les pays affichant un important excédent courant, comme

(1) Les flux de capitaux du Royaume-Uni reflètent en partie le rôle de Londres en tant que place financière. Sur la base de statistiques consolidées de la BRI, Borio et Disyatat (2011) confirment le poids des banques européennes dans les entrées de capitaux aux États-Unis.

GRAPHIQUE 4 ÉTATS-UNIS : FLUX ENTRANTS BRUTS DE CAPITAUX PAR TYPE

(pourcentages du PIB, moyennes mobiles sur quatre trimestres)



Source : BEA.

(1) Les autres flux entrants non officiels comprennent les titres du gouvernement américain et les autres actifs détenus par des non-résidents ne faisant pas partie des instances officielles.

le Japon et les pays de l'OPEP, ne représentaient qu'une portion congrue des entrées de capitaux aux États-Unis. La répartition géographique des flux bruts invalide donc l'argument selon lequel les États-Unis avaient été financés surtout par les pays enregistrant un important excédent de la balance courante.

Alors qu'au cours de la crise financière et au lendemain de celle-ci, le déficit du compte courant des États-Unis n'a que légèrement diminué, les flux bruts de capitaux ont évolué de manière beaucoup plus volatile. Cette volatilité reflète la dislocation des relations interbancaires transfrontalières, principalement avec le Royaume-Uni et la zone euro. Il est frappant de constater que les flux de capitaux au départ de la Chine, du Japon et des pays de l'OPEP se sont maintenus pendant la crise, ce qui indique que les flux officiels constituaient un facteur de stabilisation plutôt qu'une source de volatilité pour la balance des paiements des États-Unis.

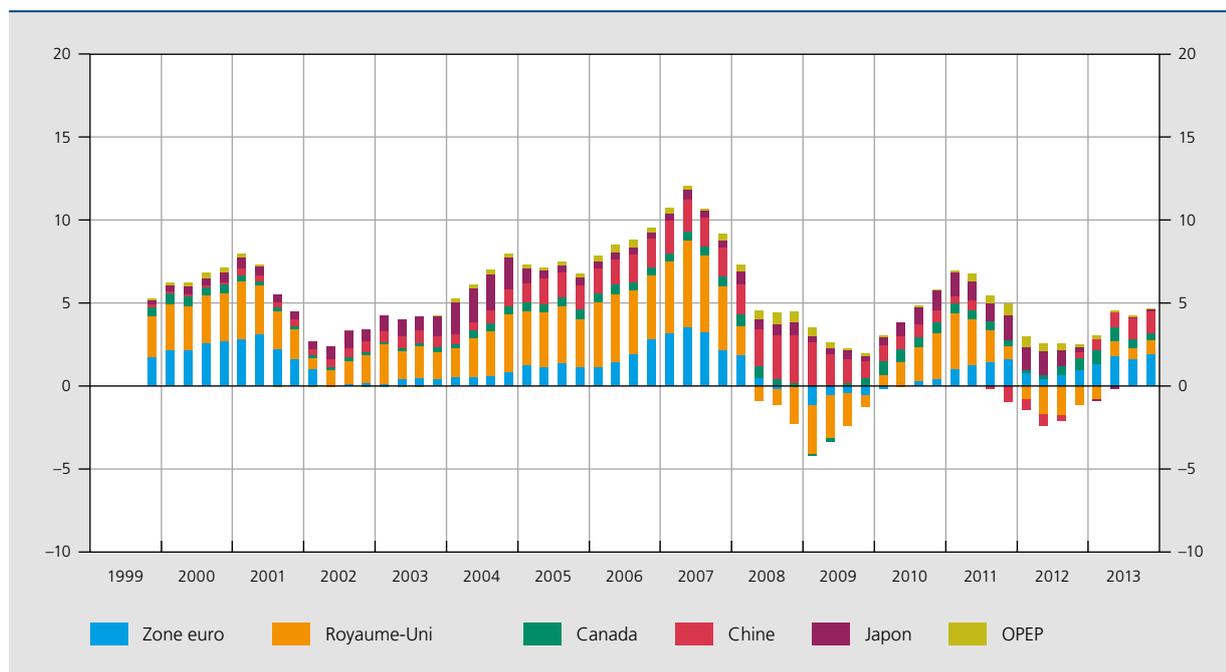
Au total, l'analyse des flux bruts de capitaux révèle une image qui apporte un éclairage différent sur les déséquilibres mondiaux en tant qu'indicateur de la vulnérabilité économique des pays, et en particulier de l'économie

américaine. Le rôle des pays asiatiques dans le financement de l'expansion du crédit aux États-Unis au cours de la période qui a précédé la crise financière semble plutôt limité, alors que celui des banques européennes a été crucial à cet égard. L'analyse fondée exclusivement sur les déséquilibres des comptes courants néglige le rôle de ces banques dans l'expansion du crédit aux États-Unis. Les observateurs ont par ailleurs été particulièrement accaparés par le thème de la constitution des réserves de change, alors que ce facteur n'a finalement guère influé sur la crise.

Cela dit, un autre chapitre de la crise financière, à savoir celui de la crise européenne de la dette souveraine, montre qu'outre les flux bruts de capitaux, les positions nettes continuent de largement déterminer la vulnérabilité économique d'un pays. Au cours de la période qui a précédé la crise financière, l'exposition internationale des banques dans les pays dits du centre de la zone euro, tels que l'Allemagne, la France, la Belgique et les Pays-Bas, a augmenté vis-à-vis non seulement des États-Unis, mais également des pays dits périphériques de la zone euro. Toutefois, par rapport à l'exposition des États-Unis, le type d'intermédiation financière diffère : si les banques ont bien

GRAPHIQUE 5 ÉTATS-UNIS : ENTRÉES BRUTES DE CAPITAUX PAR RÉGION

(pourcentages du PIB, moyennes mobiles sur quatre trimestres)



Source : BEA.

accumulé des actifs dans les pays périphériques, elles se sont cependant financées ailleurs. Hale & Obstfeld (2014) démontrent qu'une grande partie des entrées de capitaux dans la zone euro est passée par l'intermédiation des banques des pays du centre de la zone euro avant de se diriger vers les pays périphériques. Par conséquent, les flux bruts de capitaux au départ et à destination de la périphérie de la zone euro ne se sont pas compensés, et ces pays sont devenus importateurs nets de capitaux. Les statistiques de la balance des paiements font apparaître une forte augmentation des « autres investissements », et en particulier des mouvements interbancaires, qui ont contribué à la vive expansion du crédit dans les pays périphériques.

Hobza & Zeugner (2014) esquissent, en s'appuyant sur une nouvelle base de données, les flux financiers bilatéraux des pays de la zone euro. Ils confirment qu'au cours de la période qui a précédé la crise, l'exposition internationale tant aux pays périphériques de la zone euro qu'au reste du monde a considérablement fait gonfler les bilans des banques du centre de la zone euro. En revanche, les déficits qui se sont constitués dans les pays périphériques ont été financés presque exclusivement par les pays excédentaires du centre, mais néanmoins aussi par des flux de capitaux en provenance de la France et du Royaume-Uni, pays qui affichaient un déficit de leur compte courant. Les auteurs constatent que ce sont les flux financiers plutôt

que le facteur traditionnellement évoqué des flux commerciaux entre pays excédentaires et déficitaires qui ont alimenté les déséquilibres internes à la zone euro.

Au début de la crise, les capitaux ont reflué vers les pays excédentaires, notamment l'Allemagne, mais la France a en grande partie compensé ces sorties de capitaux. Ce n'est que lorsque les flux de capitaux émanant de l'Hexagone ont eux aussi commencé, à partir de 2011, à se tarir, voire à régresser, que la crise de la dette souveraine s'est intensifiée. À partir de là, les pays périphériques se sont rabattus sur le financement de la BCE et sur l'« assistance » officielle offerte par le FMI et les dispositifs d'aide européens – le FESF et le MES – pour continuer de soutenir les besoins financiers (de Sola Perea et Van Nieuvenhuyze, 2014).

3. L'intégration financière et les vulnérabilités dans les économies émergentes

Au cours de l'année écoulée, les économies émergentes ont été très exposées aux perturbations qui ont secoué les marchés financiers. Certains pays se sont avérés plus vulnérables que d'autres aux fluctuations du sentiment de marché. L'explication traditionnellement évoquée pointe

les divergences dans les fondamentaux tels que la croissance, l'inflation, l'état des finances publiques et – surtout – le solde du compte courant, qui indique dans quelle mesure un pays doit faire appel à des sources de financement étrangères.

Mais le présent chapitre illustre une fois de plus qu'en se concentrant de manière trop exclusive sur les fondamentaux, et en l'occurrence sur le compte courant, qui ne reflète que la situation nette, on n'obtient pas une explication suffisante et que la taille et la composition des positions et des flux bruts de capitaux jouent également un rôle important.

La partie qui suit examine d'abord l'évolution de l'intégration financière des économies émergentes au cours de la dernière décennie, avant d'analyser ensuite les événements qui se sont déroulés depuis l'été de 2013.

3.1 Évolutions entre 2004 et 2012

3.1.1 Poursuite de la mondialisation financière dans les économies émergentes

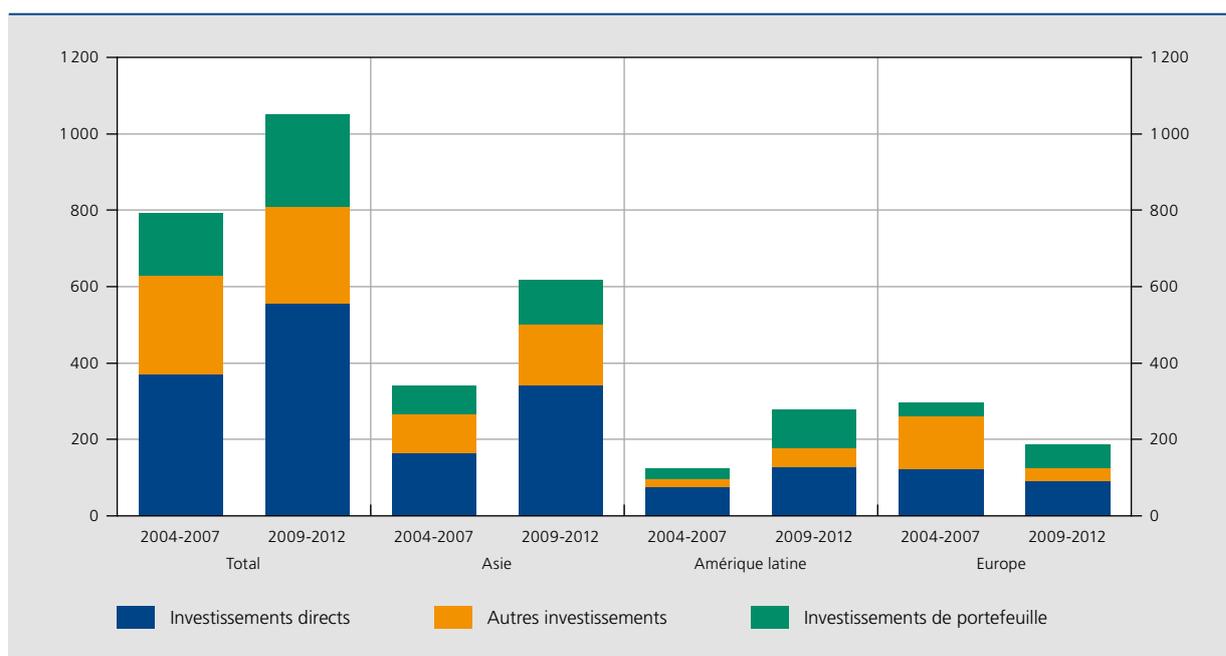
Au cours de la dernière décennie, les marchés financiers des économies émergentes se sont considérablement

approfondis et se sont plus fortement intégrés au sein du système financier mondial. Comme l'a évoqué le chapitre précédent, la plupart des mouvements de capitaux ont cependant toujours lieu entre économies avancées. Depuis la crise financière, la part des économies émergentes dans les flux de capitaux bruts mondiaux a néanmoins sensiblement augmenté.

À l'actif de la position extérieure globale des économies émergentes, le secteur public joue souvent un rôle prédominant en raison des réserves internationales qu'il constitue. À cet égard, il convient de remarquer la large proportion de titres publics à court terme presque sans risque de pays avancés qui sont détenus à cette fin mais dont le rendement est généralement faible. Au passif, on observe une plus grande diversité, et c'est surtout sur ce volet que se concentre le reste de l'article.

Entre 2004 et 2007, les économies émergentes ont enregistré une nette hausse des entrées de capitaux étrangers, qui ont atteint quelque 800 milliards de dollars par an. La crise financière de 2008 a brièvement interrompu ces flux, mais ceux-ci ont repris dès la mi-2009, s'intensifiant même par rapport à la période antérieure à la crise (en moyenne 1 100 milliards de dollars par an). Ce rétablissement ne s'est toutefois pas effectué à la même vitesse ni avec la même vigueur dans toutes les régions.

GRAPHIQUE 6 FLUX DE CAPITAUX ÉTRANGERS VERS LES ÉCONOMIES ÉMERGENTES
(milliards de dollars, moyennes annuelles)



Sources : FMI (2014b) et calculs propres.

C'est surtout en Europe émergente que les entrées de capitaux sont demeurées faibles, la maigre contribution des « autres investissements » (au rang desquels figurent les prêts interbancaires) étant particulièrement notable. D'une part, cela tient au recul du financement par les banques opérant à l'échelle internationale à l'issue de la crise, et notamment par celles de la zone euro, qui étaient très présentes dans la région⁽¹⁾. D'autre part, outre des facteurs liés à l'offre, des facteurs de demande ont eux aussi joué un rôle important. Avant la crise, les flux de capitaux bancaires avaient encore permis d'alimenter amplement l'octroi de crédits, mais ils avaient ainsi concouru à la formation de déséquilibres macroéconomiques et financiers. La crise financière a enclenché une correction de ces déséquilibres qui a lourdement influé sur la majorité des économies de la région, qui ont dès lors dû faire face à une longue période de restructuration et de désendettement. Dans le même temps, les économies de la plupart des pays d'Amérique latine et d'Asie, de même que celles de la Turquie et de la Russie, se sont relativement

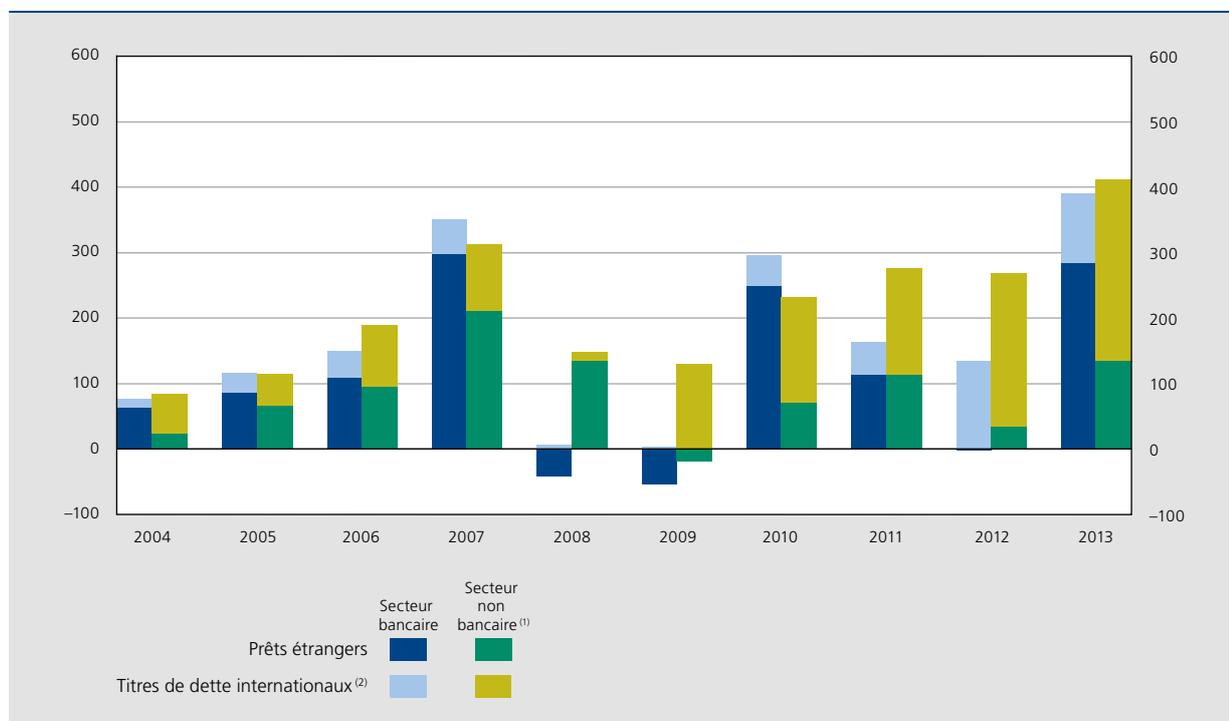
vite redressées, entre autres grâce à la mise en œuvre de vastes politiques de relance. Les taux de croissance plus encourageants qu'elles ont affichés contrastaient vivement avec la persistance de la crise économique dans les pays d'Europe centrale et orientale, qui subissaient les conséquences du malaise dans la zone euro.

3.1.2 Du financement bancaire au financement de marché

Globalement, on peut constater, s'agissant de la composition du financement des économies émergentes, exception faite de celles d'Asie, que les flux relevant des « autres investissements » ont récemment perdu un peu de terrain au profit des investissements de portefeuille, tandis que les investissements directs ont continué de dominer les flux totaux. Entre 2004 et 2007, les banques opérant à l'échelle internationale, essentiellement situées dans les économies avancées, ont joué un rôle majeur dans l'intermédiation financière. Les flux de capitaux de ces banques opérant à l'échelle internationale vers des banques – souvent des filiales – établies dans les économies émergentes se sont en effet nettement renforcés durant cette période. Après s'être contractés pendant la crise financière, ces

(1) Les actifs bancaires aux mains de banques étrangères sont supérieurs à 50 % du PIB dans presque tous les pays de cette région, ce qui se traduit par des parts de marché dominantes, qui peuvent même atteindre 90 % dans certains pays (FMI, 2013b).

GRAPHIQUE 7 FINANCEMENT ÉTRANGER DES ÉCONOMIES ÉMERGENTES
(milliards de dollars)



Source : BRI.

(1) Le secteur non bancaire comprend tant le secteur privé que le secteur public.

(2) Les données relatives aux titres de dette internationaux sont basées sur la nationalité de l'emprunteur et non, comme c'est le cas d'habitude, sur son lieu de résidence.

flux bancaires ont évolué de manière assez volatile. Pour compenser cette volatilité, les économies émergentes ont accru leurs émissions de titres de dette. On remarque en particulier l'augmentation de l'émission nette de titres de dette internationaux par le secteur non bancaire.

Une série de facteurs expliquent le passage d'un financement bancaire à un financement de marché. D'abord, les banques opérant à l'échelle internationale étaient préoccupées par la nécessité d'assainir leurs bilans dans le sillage de la crise et étaient moins enclines à accorder du financement en dehors de leur cœur de marché. Ensuite, les banques sont tenues de respecter les dispositions plus contraignantes de la réglementation Bâle III, ce qui pourrait aussi avoir pesé sur leur octroi de crédits. Enfin, en partie à la suite des mesures non conventionnelles de politique monétaire adoptées dans les économies avancées, les rendements à long terme sont retombés à des étages records sur les principaux marchés obligataires, ce qui a incité les investisseurs des quatre coins du monde à se mettre en quête de classes d'actifs plus rentables, parmi lesquels ceux des économies émergentes, qui affichaient en outre dans l'ensemble de meilleures perspectives de croissance que ceux des pays avancés. Outre les facteurs d'attraction (*pull factors*) propres aux pays (à savoir les fondamentaux,

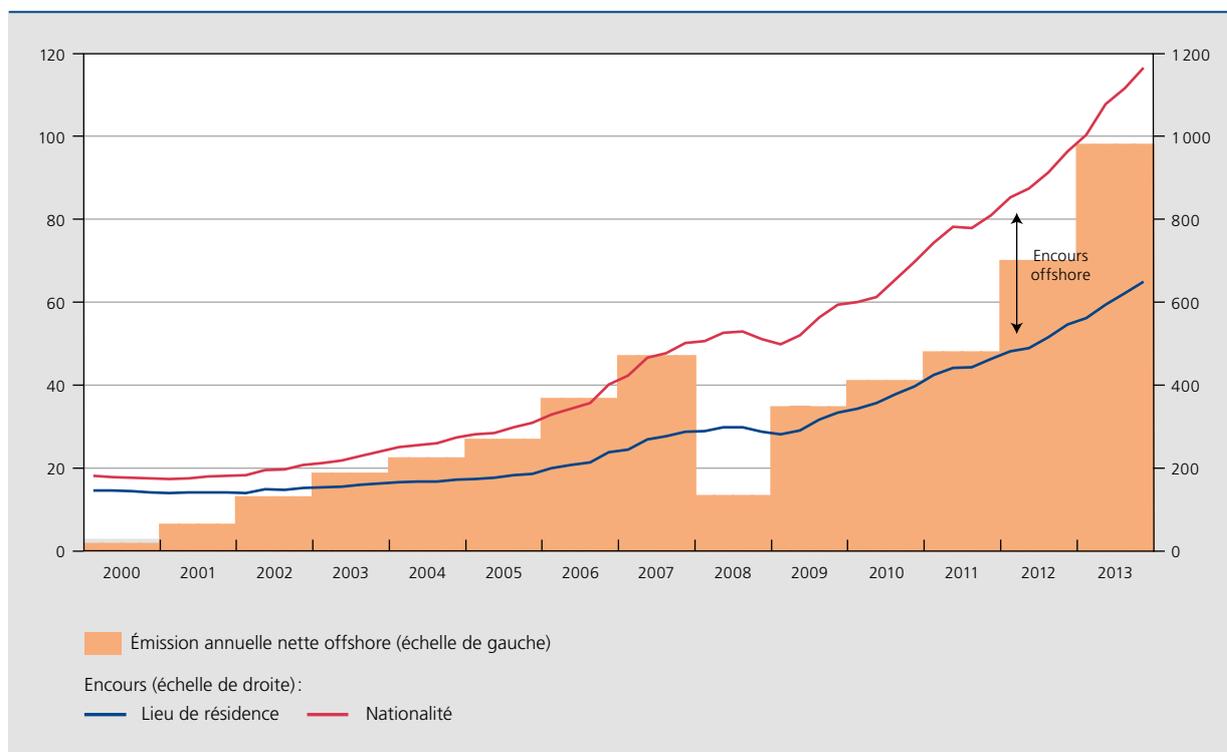
les évaluations de crédit, les prévisions de croissance), les facteurs de pression (*push factors*) à l'échelle mondiale ont donc largement contribué à orienter les flux financiers vers les économies émergentes. Selon la Banque mondiale (2014), ces deux facteurs seraient à l'origine de respectivement 40 et 60 % de la hausse des flux de capitaux vers les économies émergentes entre 2009 et 2013.

Le grand intérêt de la part des investisseurs étrangers a largement concouru à la poursuite du déploiement et de l'approfondissement des marchés financiers des économies émergentes. Deux évolutions récentes ont été plus particulièrement notables: le financement de marché croissant des sociétés non financières et la capacité renforcée des pouvoirs publics d'émettre des titres de dette en monnaie locale.

Augmentation de l'émission d'obligations par les entreprises, entre autres offshore

Confrontées à un resserrement de l'octroi de crédits par les banques et encouragées par la demande accrue émanant des investisseurs internationaux, les entreprises des économies émergentes ont largement recouru aux marchés de capitaux internationaux pour satisfaire leurs

GRAPHIQUE 8 TITRES DE DETTE INTERNATIONAUX DU SECTEUR PRIVÉ NON BANCAIRE DANS LES ÉCONOMIES ÉMERGENTES
(milliards de dollars)



Source : BRI.

besoins de financement. À la fin de 2013, l'encours des titres de dette internationaux émis par des sociétés atteignait quelque 1 100 milliards de dollars dans les économies émergentes, soit plus du double de celui observé à la fin de 2007⁽¹⁾. Le financement de marché se caractérisant souvent par des échéances plus longues que celles du financement bancaire, le risque de refinancement qui y est associé est plus faible. Ainsi, au cours de chacune des six prochaines années, quelque 10 % à peine du montant de ces dettes d'entreprises arrivera à échéance.

Les filiales étrangères de sociétés établies dans des économies émergentes ont été à l'origine d'une grande part des émissions de titres de dette. Ainsi, à la fin de 2013, 40 % environ de l'encours de la dette avaient été émis offshore. La vive accélération de l'émission offshore enregistrée depuis la crise financière est essentiellement attribuable à des entreprises ayant leur siège en Chine ou au Brésil.

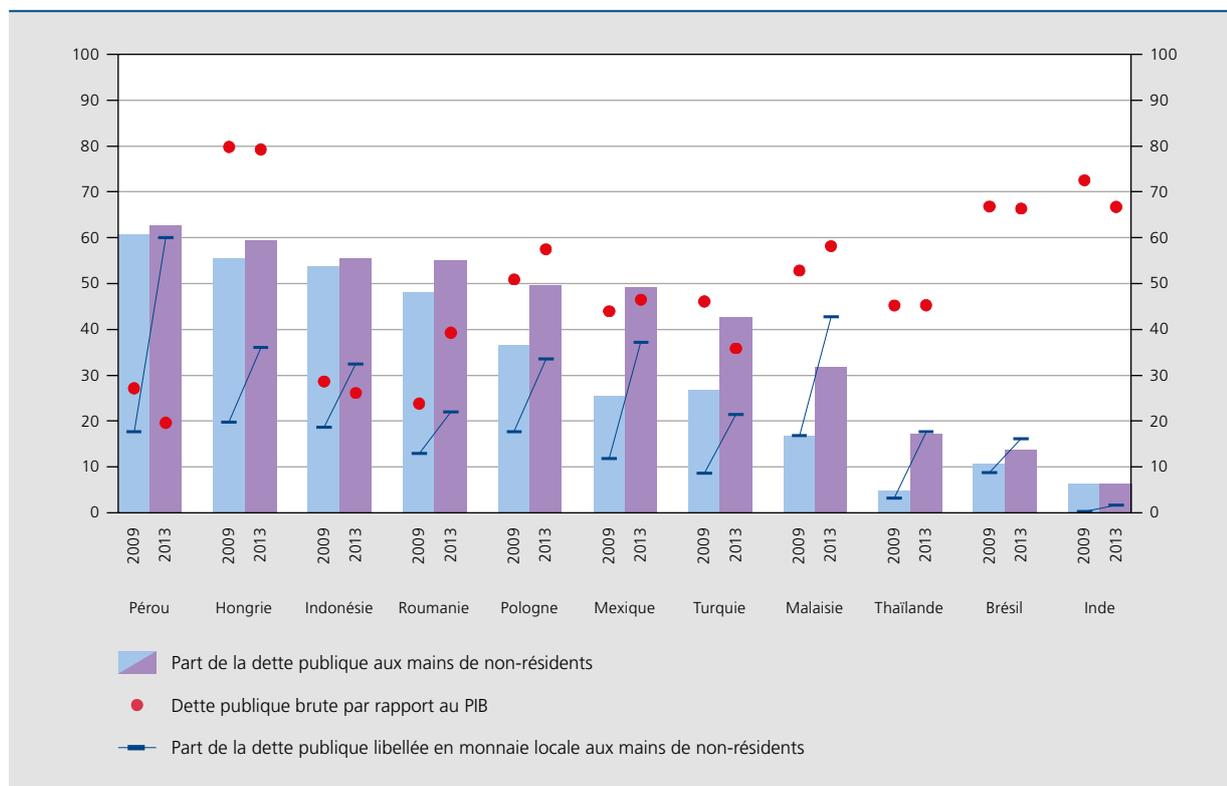
Il importe de savoir que ces émissions offshore ne sont pas reprises dans les données de la balance des paiements, ces dernières étant établies sur la base du lieu de résidence de l'émetteur (à savoir le pays où est installée la filiale) et non sur celle de sa nationalité (c.-à-d. le pays où se situe le siège principal de la filiale). Les chiffres de la dette extérieure fondés sur les données de la balance des paiements sous-évaluent donc l'encours réel de la dette externe des entreprises. En outre, les émissions offshore sont généralement libellées en monnaie étrangère, ce qui peut accroître la fragilité d'un pays sur le plan des asymétries dans la composition du bilan selon les devises, et donc exacerber les fluctuations des cours de change. Il s'agit là d'un risque non négligeable. La part de la dette offshore des entreprises qui est émise en monnaie étrangère atteint ainsi 84 % pour la Chine et près de 100 % pour le Brésil (McCauley et al., 2013).

Croissance des émissions d'obligations publiques libellées en monnaie locale

La présence étrangère sur le marché de la dette publique des économies émergentes a elle aussi considérablement augmenté depuis la crise financière. La Thaïlande a ainsi

(1) Les pouvoirs publics des économies émergentes opèrent eux aussi sur les marchés internationaux de la dette, mais dans une moindre mesure, et le récent allourdissement de leur endettement a aussi été moins prononcé. L'encours des titres internationaux de dette publique des économies émergentes a ainsi gonflé de près de 60 % depuis la fin de 2007, passant à 750 milliards de dollars à la fin de 2013.

GRAPHIQUE 9 PRÉSENCE ÉTRANGÈRE SUR LES MARCHÉS DE LA DETTE PUBLIQUE DES ÉCONOMIES ÉMERGENTES
(pourcentages)



Sources : FMI, Arslanalp & Tsuda (2014).

vu quadrupler la part de non-résidents dans l'encours de la dette publique, tandis que la Malaisie et le Mexique l'ont presque vue doubler. En Europe émergente, la progression de cette part étrangère a été plus réduite, étant donné que celle-ci s'établissait déjà à un niveau élevé, ce qui est le reflet de la forte intégration financière au sein de l'Europe. On estime qu'à la fin de 2012, quelque 1 000 milliards de dollars de la dette publique des principales économies émergentes étaient aux mains d'investisseurs étrangers (contre 500 milliards en 2010) et que 80 % de ce montant provenaient d'établissements étrangers du secteur financier non bancaire, c'est-à-dire des grands investisseurs institutionnels, des fonds spéculatifs et des fonds de prévoyance (cf. Arslanalp & Tsuda, 2014)⁽¹⁾.

La base d'investisseurs locaux s'étant étoffée et l'intérêt des investisseurs étrangers pour la dette publique des économies émergentes s'étant avivé, les pouvoirs publics de ces pays ont pu émettre plus aisément des obligations en monnaie locale, allégeant ainsi notablement le risque de change⁽²⁾. Le marché de la dette publique en monnaie locale est passé de l'équivalent de 3 100 milliards de dollars en 2009 à 4 900 milliards en 2012, le Brésil, la Chine et l'Inde y détenant une part supérieure à 67 % (cf. World Bank, 2013). C'est principalement sur ces marchés de la dette en monnaie locale que les investisseurs étrangers ont sensiblement consolidé leurs positions; ces dernières ont ainsi doublé dans bon nombre de pays depuis 2009. La part détenue par l'étranger sur les marchés d'obligations publiques en monnaie locale des économies émergentes pour lesquelles des données sont disponibles a ainsi représenté en moyenne 27 % du total en 2013, contre à peine 12 % en 2009. Au Pérou et en Malaisie, les non-résidents possèdent même plus de 40 % des obligations publiques libellées en monnaie locale.

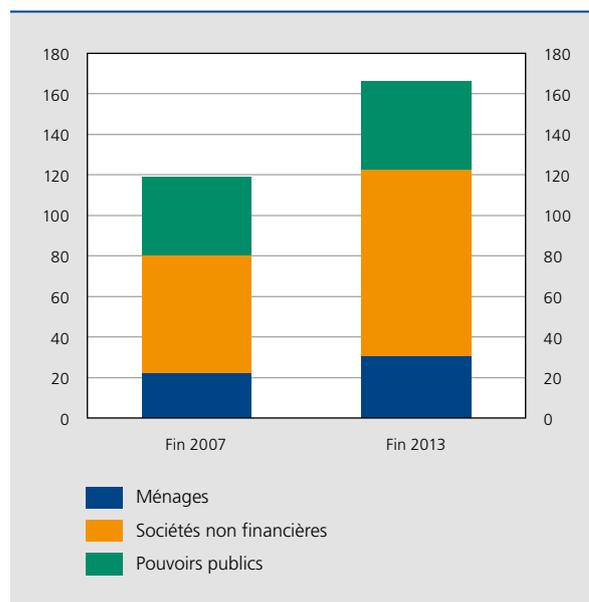
3.1.3 Constitution d'éventuelles vulnérabilités

Même si les entrées de capitaux offrent des avantages aux économies émergentes, elles ne sont néanmoins pas dénuées d'un certain nombre de risques.

D'abord, une présence croissante d'investisseurs étrangers peut concourir à amplifier la volatilité sur les marchés financiers locaux. Ainsi, une augmentation des entrées de capitaux étrangers exacerbe la sensibilité des économies émergentes aux éventuels brusques mouvements de contraction ou d'inversion de ces flux. Les flux de liquidités d'origine étrangère se caractérisent en effet par leur tendance très procyclique, ce qui signifie qu'ils sont bon marché et disponibles à foison en période de vaches grasses mais qu'ils se tarissent rapidement si les choses se gâtent, par exemple en cas de hausse des taux d'intérêt au niveau mondial ou de détérioration des fondamentaux

GRAPHIQUE 10 TAUX D'ENDETTEMENT DES ÉCONOMIES ÉMERGENTES

(pourcentages du PIB)



Source : BRI (2014).

intérieurs. Cela a été le cas durant l'été de 2013 (cf. infra). Il est aussi frappant de constater qu'en période favorable, lorsque la liquidité est présente en abondance, les investisseurs opèrent moins de distinctions entre les économies émergentes sur la base de leurs fondamentaux, alors qu'ils sont plus tentés de le faire lorsque le vent tourne. Il en découle que dans les pays dont les fondamentaux sont faibles, la volatilité financière devrait être relativement plus élevée en périodes défavorables. Par ailleurs, un excès de flux entrants durant une période prolongée pourrait même de manière quasiment imperceptible contribuer à une dégradation des fondamentaux, et notamment à la formation de bulles des prix des actifs, jusqu'à ce qu'un retournement généralisé du sentiment des investisseurs ne rende soudain ces déséquilibres manifestes.

De plus, la présence accrue d'investisseurs étrangers sur les marchés financiers locaux ne garantit pas des marchés plus liquides. Sur les marchés de la dette publique libellée en monnaie locale de la Hongrie, de l'Indonésie et de la Malaisie, on a même pu constater une aggravation des conditions en matière de liquidité (FMI, 2013c). Sur des

(1) Arslanalp & Tsuda (2014) ont utilisé pour leur étude des données relatives à 24 grandes économies émergentes qui représentent ensemble la majeure partie du secteur de l'investissement en dette publique des économies émergentes.

(2) Les entreprises des marchés émergents ont elles aussi accru leurs émissions de titres de dette en monnaie locale. Les participations étrangères y restent toutefois faibles, ces marchés étant illiquides et les étrangers étant moins disposés à courir, en plus du risque de change, des risques de liquidité et de crédit.

marchés moins liquides, une réallocation relativement limitée du portefeuille d'un investisseur peut influencer de manière significative sur l'évolution des cours.

Ensuite, et comme on l'a déjà évoqué ci-avant, le passage d'un financement bancaire à un financement de marché dans le secteur privé n'a pas réduit le risque d'un déséquilibre dans la composition du bilan selon les devises, au contraire. Ainsi, plus de 90 % des titres de dette internationaux d'entreprises établies dans des économies émergentes sont libellés en monnaie étrangère (BRI, 2014).

Enfin, l'afflux notable de liquidités bon marché vers les économies émergentes a contribué à assouplir les conditions financières, ce qui a poussé à la hausse l'évaluation des actifs et ravivé l'endettement. Nombre d'économies émergentes sont dès lors confrontées à des déséquilibres macroéconomiques et financiers. Les entreprises comme les pouvoirs publics ont ainsi vu leur taux d'endettement grimper en moyenne de respectivement 58 et 14 % depuis 2007. Tous ces éléments accroissent la vulnérabilité des économies émergentes à une normalisation du niveau des taux d'intérêt et à un renversement des flux de capitaux, deux facteurs qui pourraient alourdir les coûts de financement.

3.2 Évolutions depuis mai 2013

3.2.1 L'annonce d'une éventuelle normalisation de la politique monétaire aux États-Unis a engendré des turbulences sur les marchés financiers des économies émergentes

Après une longue période au cours de laquelle la politique monétaire a été extrêmement accommodante dans les économies avancées, Bernanke, le président de la Réserve fédérale de l'époque, a surpris les marchés financiers le 22 mai 2013 en annonçant que la Réserve fédérale pourrait restreindre ses achats mensuels de titres dans un avenir proche. Ce signal a été interprété comme sonnante le glas, de manière nettement plus rapide que prévu, de l'octroi abondant et peu onéreux de liquidités par la Réserve fédérale et a créé des remous sur les marchés financiers du monde entier. La période de tensions sur les marchés s'est caractérisée par une diminution de l'appétence pour le risque, par de vives dépréciations d'un certain nombre de devises, par un accroissement des rendements des obligations, par la baisse des cours des actions, ainsi que par la hausse des coûts de financement à l'échelle mondiale.

De manière générale, les marchés émergents ont essuyé des pertes plus importantes que les économies avancées. Ainsi, les indices boursiers des économies émergentes se

sont repliés de quelque 16 % entre la fin de mai et celle de juin 2013, contre 7 % seulement pour les économies avancées. Au cours de la même période, les monnaies du Brésil et de l'Inde se sont dépréciées d'environ 10 % par rapport au dollar des États-Unis, tandis que le rouble russe a perdu quelque 5 % de sa valeur. En revanche, le yuan chinois a poursuivi son appréciation.

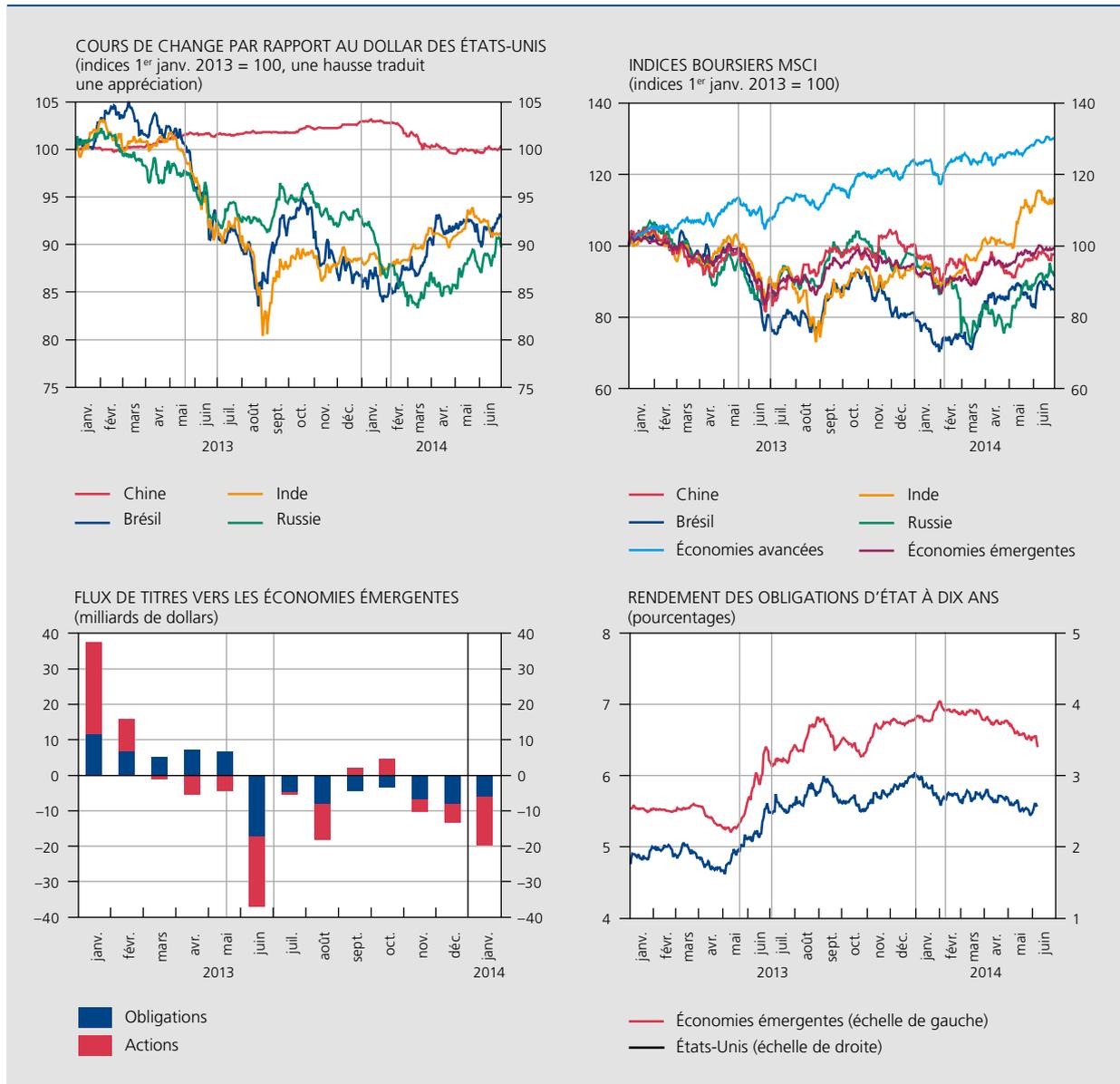
Les attentes des marchés d'un ajustement imminent de la politique monétaire de la Réserve fédérale ont dès lors mené à un durcissement au niveau mondial des conditions financières avant même que la Réserve fédérale ne procède réellement à une réduction de ses achats de titres ou à un relèvement de ses taux d'intérêt. Afin de calmer les esprits, la Banque centrale européenne, de même que ses homologues américaine et anglaise, ont indiqué au début de juillet 2013 que leur politique monétaire demeurerait accommodante pour une période prolongée. Les orientations prospectives qu'elles ont données en ce sens ont permis d'atténuer considérablement les tensions sur les marchés financiers des économies avancées. La pression pesant sur ceux des économies émergentes a par contre persisté. Ainsi, les marchés d'actions des économies avancées ont nettement rebondi à partir de juillet 2013, alors que ceux des économies émergentes ont évolué de manière plutôt volatile. Les flux de capitaux vers les économies avancées se sont également redressés assez vite, alors qu'ils ont continué de refluer dans les économies émergentes. La pression sur les cours de change de certains pays émergents (dont le Brésil et l'Inde) a dès lors perduré tout au long de l'été.

En plus des vulnérabilités dont il a déjà été question plus haut, les marchés ont estimé que les rendements et les primes de risque dans les économies émergentes convergeaient trop fortement vers ceux des économies avancées⁽¹⁾. En outre, ce resserrement des écarts n'était imputable que pour un tiers aux conditions nationales, les facteurs extérieurs étant très largement à l'origine de cette situation (cf. FMI, 2013c). Une revalorisation s'est dès lors imposée. Par ailleurs, de nombreuses économies émergentes ont aussi été en butte à des perspectives de croissance plus moroses, contrairement aux économies avancées, où l'activité est enfin redevenue un peu plus dynamique.

Si l'automne s'est avéré être une période plus calme pour les marchés financiers, l'incertitude entachant les économies émergentes est néanmoins demeurée latente. À la fin de janvier 2014, l'aversion pour le risque s'est à nouveau accentuée, donnant lieu à une deuxième vague de fuite de capitaux.

(1) Ainsi, les rendements des emprunts publics à dix ans de l'Indonésie, du Mexique et des Philippines s'établissaient en mai 2013 plus de 300 points de base en deçà de la moyenne de la période 2005-2012.

GRAPHIQUE 11 DÉVELOPPEMENTS SUR LES MARCHÉS FINANCIERS INTERNATIONAUX⁽¹⁾



Sources : Thomson Reuters Datastream, EPFR, BRI.

(1) Les lignes verticales correspondent respectivement aux dates suivantes : 22 mai 2013, 1^{er} juillet 2013, 1^{er} janvier 2014 et 3 février 2014.

3.2.2 Différents déterminants de la volatilité sur trois périodes

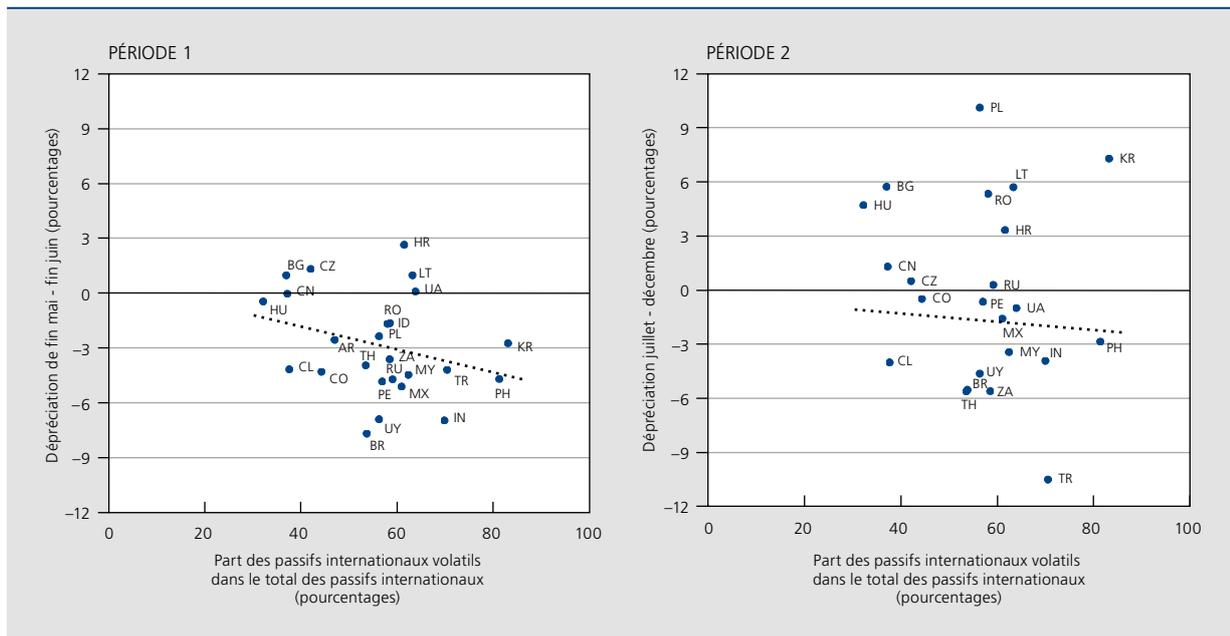
La littérature traitant de l'importance que revêtent les fondamentaux pour expliquer les réactions des marchés durant les récentes périodes de volatilité sur les marchés financiers des économies émergentes n'en est encore qu'à ses débuts. On peut cependant déjà constater que les variables qui déterminent la volatilité sur les marchés financiers des économies émergentes ont évolué au fil du temps. En outre, alors que les

facteurs de pression jouaient au départ un rôle plus prépondérant, ils ont par la suite cédé la place aux facteurs d'attraction.

Période 1 (de la fin de mai à juin 2013): la réaction initiale touche toutes les économies émergentes, mais surtout celles présentant un endettement volatil plus élevé

De la fin du mois de mai au mois de juin 2013, l'ensemble des économies émergentes, y compris celles affichant des fondamentaux plus solides, ont dû faire

GRAPHIQUE 12 ENGAGEMENTS EXTÉRIEURS VOLATILS ET COURS DE CHANGE



Sources : FMI, Thomson Reuters Datastream.

face à des turbulences sur leurs marchés financiers. Les pays dont le compte courant est en excédent (comme la Corée, la Malaisie, les Philippines et la Russie) n'ont ainsi pas davantage été épargnés par ces remous : leur cours de change a notamment subi une pression baissière comparable à celle observée dans les pays en déficit (dont l'Afrique du Sud, le Chili, la Colombie, le Pérou et la Turquie – cf. volet de gauche du graphique 13). En revanche, les pays dont l'endettement était constitué de composantes plus liquides se sont révélés plus vulnérables que les autres. Si, en s'inspirant d'Eichengreen & Gupta (2014), nous utilisons comme approximation le ratio du stock d'engagements en investissements de portefeuille et autres au total des engagements internationaux, il s'avère en effet que le cours de change des pays pour lesquels ce ratio est plus élevé, tels que le Brésil, l'Inde, le Mexique et la Turquie (dont le compte courant est en déficit), et la Corée, la Malaisie, les Philippines et la Russie (dont le compte courant est en excédent), a été touché plus durement que celui de pays ayant une dette extérieure relativement moins liquide (cf. volet de gauche du graphique 12). Cela s'explique par le souci des investisseurs de se défaire le plus rapidement possible de leurs positions dans les économies émergentes, lesquelles avaient fortement gonflé après la crise, opération qui était d'autant plus aisée – et entraînait d'autant moins de pertes – que les positions étaient liquides. De plus, un exercice parallèle basé sur le total des entrées de capitaux étrangers durant les années précédant l'été de 2013

montre que les pays qui avaient enregistré de massives entrées de capitaux ont vu leurs marchés financiers subir une volatilité plus prononcée (Mishra et al., 2014). Ces pays seraient plus sensibles à une variation des conditions financières mondiales parce que les investisseurs y avaient initialement pris les positions les plus élevées et y couraient donc les risques les plus grands. C'est l'une des raisons pour lesquelles même les pays dont les fondamentaux sont solides ont subi une pression assez vive au cours de la période mai-juin (Aizenman et al., 2014). Tous ces éléments confirment une fois encore l'importance que revêtent l'ampleur et la composition des positions brutes dans l'évaluation de la vulnérabilité d'un pays.

Période 2 (de juillet à décembre 2013) : différenciation accrue sur la base des fondamentaux

À mesure qu'avancait l'été, les investisseurs ont commencé à opérer une plus grande différenciation entre les économies émergentes présentant des fondamentaux solides et celles affichant des fondamentaux fragiles. Cela montre que, passée leur première réaction, il leur est apparu que les économies vulnérables allaient éprouver davantage de difficultés pour s'adapter à un environnement financier moins favorable. Plus spécifiquement, les investisseurs se sont concentrés sur des pays enregistrant un important déficit du compte courant et qui étaient plus particulièrement sensibles aux brusques

sorties de capitaux. La relation entre la liquidité des marchés financiers et la pression sur le cours de change s'est dès lors quelque peu décalée (cf. volet de droite du graphique 12), alors que celle avec le solde du compte courant s'est manifestée plus nettement (cf. volet de gauche par rapport à celui du milieu du graphique 13). Ainsi, ce sont l'Afrique du Sud, le Brésil, l'Inde, l'Indonésie et la Turquie qui ont vu leur monnaie se déprécier le plus au cours de la période juillet-décembre 2013. Par ailleurs, de vives dépréciations ont également été observées dans des pays où l'inflation était élevée et la croissance du crédit rapide.

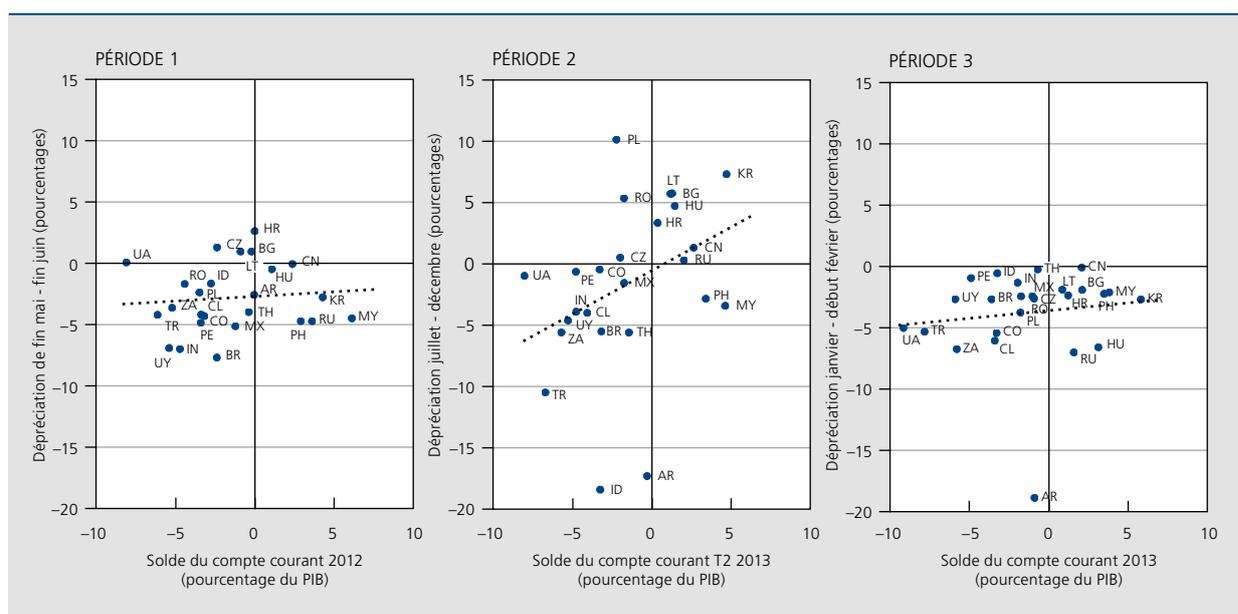
Des pays comme le Brésil, l'Inde, l'Indonésie, la Russie et la Turquie ont dès lors été contraints de relever leurs taux d'intérêt directs, d'instaurer un contrôle des capitaux et/ou de prendre des mesures macroprudentielles et budgétaires restrictives. L'Inde, l'Indonésie et la Russie, notamment, ont par ailleurs entamé leurs réserves. A contrario, les pays affichant un solde extérieur positif et une faible inflation, parmi lesquels la majorité des pays émergents d'Asie et d'Europe centrale et orientale, ont été considérés comme relativement sûrs et n'ont donc guère subi de pression baissière sur leurs cours de change, certains enregistrant même une pression haussière. De ce fait, ces pays ont pu maintenir leur politique monétaire et budgétaire accommodante, et certains ont même pu l'assouplir afin de redynamiser leur activité économique.

Période 3 (de janvier au 3 février 2014): importance croissante des tensions politiques et perspectives économiques divergentes

Alors que la fuite de capitaux au cours de l'été de 2013 avait été causée par un choc mondial, à savoir l'anticipation d'une normalisation de la politique monétaire aux États-Unis, la volatilité financière observée au début de 2014 est imputable à des évolutions spécifiques au sein même des économies émergentes. Ainsi, l'activité économique de bon nombre de ces pays a été atone en début d'année, une « banque parallèle » chinoise (*shadow bank*) a presque fait défaut, ce qui a contribué à renforcer la prise de conscience des vulnérabilités financières qui s'étaient développées dans les économies émergentes, les frictions politiques se sont multipliées (Thaïlande, Turquie, Ukraine) et, le 23 janvier, la banque centrale argentine a suspendu son soutien au peso, ce dernier perdant en un jour 10% de sa valeur par rapport au dollar des États-Unis. La combinaison de ces événements a entraîné à la fin de janvier un nouvel accès de volatilité dans les économies émergentes. Les pertes essuyées sur les actions et les obligations sont demeurées plus limitées qu'au cours de l'été de 2013, mais les dépréciations des monnaies ont néanmoins été d'une ampleur comparable.

L'attention se portait désormais principalement sur les économies émergentes confrontées à des tensions politiques ou à des perspectives de croissance moroses. Par ailleurs, les pays accusant d'importants déficits du compte

GRAPHIQUE 13 COMPTE COURANT ET COURS DE CHANGE



Sources: FMI, statistiques nationales, Thomson Reuters Datastream.

courant continuaient d'être sanctionnés. Pour contenir les dépréciations, certaines banques centrales sont intervenues plus énergiquement encore que pendant la période précédente. Ainsi, la banque centrale russe a procédé à une nouvelle diminution de ses réserves de change en janvier 2014. Ces mesures ont stabilisé les cours de change mais, conjuguées à l'ampleur croissante des tensions politiques, elles ont également distendu la relation entre l'ampleur de la dépréciation du cours de change et les indicateurs qui permettent d'appréhender les déséquilibres macroéconomiques (cf. volet de droite du graphique 13). Il convient par ailleurs de noter que les pays dont les autorités ont pris des mesures à partir de mai 2013 (Inde et Indonésie) se sont montrés plus résilients.

À partir de février, les monnaies et les actions des économies émergentes ont peu à peu effacé une grande partie des pertes subies en janvier, tandis que les écarts sur les obligations se sont resserrés. Dans un contexte de regain de l'appétence pour le risque, les investisseurs en quête de rendement se sont à nouveau tournés vers les économies émergentes. La confiance demeure toutefois fragile, chaque publication de nouvelles informations étant susceptible de peser sur les économies émergentes. Il faudra aussi attendre de voir quelle sera l'incidence d'un relèvement des taux d'intérêt par la Réserve fédérale.

Les récentes périodes de volatilité ont démontré que les économies émergentes et les flux de capitaux vers ces pays étaient toujours très sensibles à un retournement soudain du sentiment des investisseurs, et ce en dépit du fait que ces économies disposent aujourd'hui généralement de cours de change flexibles, de fondamentaux plus solides et d'établissements financiers mieux capitalisés qu'à la fin des années 1990. L'analyse présentée ci-avant suggère cependant que la présence de fondamentaux solides, et en particulier d'un excédent du compte courant, n'est pas suffisante pour rester à l'abri des tensions sur les marchés financiers. De fait, la forte progression des flux et positions bruts de capitaux depuis la crise financière a également accru la vulnérabilité des économies émergentes. L'annonce par la Réserve fédérale qu'elle pourrait réduire ses achats de titres a renforcé la prise de conscience de ces fragilités et a durci les conditions financières dans les économies émergentes. Une normalisation des taux d'intérêt aux États-Unis pourrait aggraver encore

la situation et révéler de nouvelles vulnérabilités qui n'ont pas encore été mises au jour. En effet, la disponibilité de données relatives aux flux et positions bruts des économies émergentes étant actuellement encore limitée, il est difficile de déceler ex ante où se situent les vulnérabilités.

Conclusion

Le compte courant (concept net) demeure une variable indispensable dans l'analyse des vulnérabilités économiques et financières des pays. La forte progression de la mondialisation financière, telle qu'elle ressort de l'expansion sans précédent des flux internationaux de capitaux bruts observée ces deux dernières décennies, même si elle peut présenter des avantages, constitue néanmoins une source de risques supplémentaires qui ne sont pas toujours pris en considération par les concepts nets. Il convient dès lors de se doter d'un cadre d'analyse plus étendu qui prenne également en compte les concepts bruts.

L'article illustre l'importance des deux types d'indicateurs en s'appuyant sur deux événements : la crise financière et la volatilité qui caractérise depuis peu les marchés financiers des économies émergentes. Cette analyse montre que les concepts tant nets que bruts constituent des indicateurs pertinents, chaque type d'indicateurs apportant un éclairage différent sur la localisation des risques éventuels.

Alors que le compte courant est un indicateur établi de longue date, l'intérêt pour les flux et positions bruts de capitaux n'a opéré une percée notable que depuis la crise financière. On a alors commencé à établir et à publier des statistiques de meilleure qualité pour appréhender les risques en matière de déséquilibres dans la composition du bilan d'une économie selon les devises et les échéances, pour lesquels il demeure encore une grande d'incertitude. Une transparence accrue concernant les déséquilibres en matière de positions brutes peut aider les instances compétentes à définir et à mettre en œuvre des mesures ciblées pour s'attaquer à ces vulnérabilités. Par ailleurs, elle pourrait aider les investisseurs à mieux évaluer les risques liés à certains marchés, ce qui permettrait de mieux aligner les valorisations d'actifs financiers sur les fondamentaux sous-jacents.

Bibliographie

- Aizenman J., M. Binici et M.M. Hutchison (2014), *The transmission of federal reserve tapering news to emerging financial markets*, NBER Working Paper 19980.
- Arslanalp S. et T. Tsuda (2014), *Tracking global demand for emerging market sovereign debt*, IMF Working Paper 14/39.
- Blanchard O.J., H. Faruqee et M. Das (2010), « The initial impact of the crisis on emerging market countries », *Brookings papers on Economic Activity* 41, 263-307.
- Blanchard O.J. et G.M. Milesi Ferretti (2009), *Global imbalances in midstream?*, Staff Position Note 09/29.
- Borio C. et P. Disyatat (2011), *Global imbalances and the financial crisis: Link or no link?*, BIS, Working Papers 346.
- BRI (2014), *84^e Rapport annuel*.
- Butzen P., W. Melyn et W. Vandevyvere (2010), « Rééquilibrage de la demande mondiale », BNB, *Revue économique*, juin, 23-42.
- Chinn M.D. (2013), « Global imbalances », in G. Caprio (ed), *The Evidence and Impact of Financial Globalization 3*, Oxford, Elsevier, 67-79.
- de Sola Perea M. et C. Van Nieuwenhuyze (2014), « Intégration et fragmentation financières dans la zone euro », BNB, *Revue économique*, mars, 109-138.
- Eichengreen B. et P. Gupta (2014), *Tapering talk: The impact of expectations of reduced federal reserve security purchases on emerging markets*, World Bank, Policy Research Working paper Series 6754.
- FMI (2014a), « La reprise s'affermi, mais reste inégale », *Perspectives de l'économie mondiale*, avril.
- FMI (2014b), « Moving from liquidity- to growth-driven markets », *Global Financial Stability Report*, April.
- FMI (2013a), *Imbalances and Growth: Update of staff sustainability assessments for G20 Mutual assessment process*, September.
- FMI (2013b), « Financing future growth: The evolving role of banking systems in CESEE », *Central, Eastern and Southeastern Europe – Regional Economic Issues*, April.
- FMI (2013c), « Transition challenges to stability », *Global Financial Stability Report*, October.
- Frankel J.A. et G. Saravelos (2010), *Are leading indicators of financial crises useful for assessing country vulnerability? Evidence from the 2008-09 global crisis*, NBER, Working Paper 16047.
- Gourinchas P.O. (2011), *Global imbalances and global liquidity*, Paper presented at the Federal Reserve Bank of San Francisco Asia Economic Policy Conference, November, 28-30.
- Gourinchas P.O. et M. Obstfeld (2012), « Stories of the twentieth century for the twenty first », *American Economic Journal: Macroeconomics* 4, 226-265.
- Hale G. et M. Obstfeld (2014), *The euro and the geography of international debt flows*, CEPR, Discussion Paper 9337.
- Hobza A. et S. Zeugner (2014), *The « imbalanced balance » and its unravelling: Current accounts and bilateral financial flows in the euro area*, EC, Economic Papers 520.

Jordà O., M. Schularick et A.M. Taylor (2011), « Financial crises, credit booms, and external imbalances: 140 years of lessons », *IMF Economic Review* 59, 340-378.

McCauley R.N., C. Upper et A. Villar (2013), « Emerging market debt securities issuance in offshore centres », *BIS Quarterly Review* Q3, 22-23.

Mishra P., K. Moriyama, P. N'Diaye et L. Nguyen (2014), *Impact of Fed tapering announcements on emerging markets*, IMF Working Paper 14/109.

Noeth B. et R. Sengupta (2012), « Global European banks and the financial crisis », *Federal Reserve Bank of St. Louis Review* 94 (6), 457-480.

Obstfeld M. (2012a), « Financial flows, financial crises, and global imbalances », *Journal of International Money and Finance* 31(3), 469-480.

Obstfeld M. (2012b), *Does the current account still matter?*, NBER Working Paper 17877.

Ollivaud P. et Schwellnus C. (2013), *The post-crisis narrowing of international imbalances – cyclical or durable?*, OECD, Economics Department Working Papers 1062.

World Bank (2014), « Capital flows and risks in developing countries » in *Global Economic Prospects: Coping with policy normalization in high-income countries*, 96-119.

World Bank (2013), *Recent developments in local currency bond markets*, October (<https://www.g20.org>).

L'endettement des ménages : évolution et répartition

Ph. Du Caju
Th. Roelandt
Ch. Van Nieuwenhuyze
M.-D. Zachary

Introduction

Au cours des dernières décennies, les dettes des ménages ont considérablement augmenté dans la plupart des pays de la zone euro, en termes tant absolus que relatifs par rapport au PIB. La Belgique n'a pas échappé à cette tendance internationale. En termes nominaux, les dettes des ménages belges ont doublé ces dix dernières années, atteignant 217 milliards d'euros au début de 2014. À la suite de ce doublement du niveau de la dette, le taux d'endettement des ménages a grimpé de 40 à 56,5 % du PIB durant cette même période. En dépit de cette progression tendancielle, le taux d'endettement enregistré au début de 2014 restait néanmoins inférieur à celui des ménages de la zone euro (63,7 % du PIB).

Il importe de suivre de près l'évolution du taux d'endettement. Un taux d'endettement en hausse peut en effet avoir de lourdes implications sur (la volatilité de) l'activité macroéconomique et, si celui-ci devient intenable (c'est-à-dire en cas de défaillance d'un nombre suffisamment élevé de ménages), éventuellement aussi sur la stabilité financière. Pour suivre ces risques, et en particulier pour évaluer la soutenabilité de la dette, on recourt généralement à des indicateurs qui rapportent les dettes aux ressources dont les débiteurs disposent. Ce faisant, on peut faire intervenir tant des ratios de liquidité, c'est-à-dire les flux (le *debt-service-to-income ratio* ou service de la dette rapporté au revenu, qui exprime la relation entre les remboursements et le revenu) que des ratios de solvabilité, c'est-à-dire les encours (le *debt-to-asset ratio*, qui relie l'endettement à l'actif), ou encore une combinaison

de ces deux concepts (le *debt-to-income ratio*, c'est-à-dire l'endettement rapporté au revenu). L'estimation de l'endettement et des indicateurs s'effectue souvent sur la base de statistiques macroéconomiques (comptes nationaux), en raison de leur disponibilité rapide et de leur comparabilité internationale. Ces statistiques présentent toutefois un inconvénient majeur en ce qu'elles sont établies pour le secteur des ménages dans son ensemble et non au niveau des ménages individuels, si bien qu'il est possible (par exemple en cas de répartition inégale des revenus, des actifs ou des dettes) que certains risques, liés à des types spécifiques de ménages, ne soient pas détectés.

Le présent article tente de pallier cet inconvénient en examinant les risques inhérents à l'endettement également sur la base de données microéconomiques. À cet effet, les auteurs se fondent sur l'Enquête sur le financement et la consommation des ménages (*Household Finance and Consumption Survey* – HFCS), dans le cadre de laquelle les ménages ont été interrogés en 2010 sur leur situation financière, de même qu'ils font appel à la Centrale des crédits aux particuliers (CCP), qui enregistre aussi bien les crédits que les défauts de paiement. Ces données offrent l'avantage de mesurer la santé financière du ménage ou de l'individu. Les données microéconomiques, et tout spécialement celles de la HFCS, permettent aussi de relier l'endettement à des variables socioéconomiques, telles que l'âge et le revenu. Dans la CCP, cela n'est possible que sur la base de l'âge. Cela permet d'identifier des groupes vulnérables au sein d'une population. De plus, il est fréquent que la soutenabilité des dettes dépende aussi de

ces variables socioéconomiques, et en particulier de l'âge. Les jeunes ont souvent la perspective de voir leur revenu augmenter au cours de leur carrière, si bien qu'ils peuvent généralement supporter une dette plus lourde par rapport à leur revenu actuel, entre autres parce qu'ils doivent réaliser des investissements importants. Il faut tenir compte de cet aspect dans l'évaluation de la soutenabilité. Ainsi, un taux d'endettement élevé au niveau de l'économie dans son ensemble peut s'expliquer sur le plan démographique (par exemple par une plus grande part de jeunes dans la population).

L'article expose en détail l'évolution et la répartition de l'endettement des ménages belges. Il s'articule comme suit: le premier chapitre explique, sur le plan théorique, pourquoi et à quels moments les ménages s'endettent. Le deuxième présente les indicateurs permettant d'évaluer la soutenabilité de l'endettement et commente les bases de données utilisées, parmi lesquelles on distingue celles qui regroupent des informations macroéconomiques (comptes nationaux) et celles qui fournissent des informations microéconomiques (HFCS, CCP). Le troisième chapitre aborde, à l'aide de ces sources, l'évolution et la répartition de la dette en Belgique et dans la zone euro, en établissant une distinction entre les crédits hypothécaires (garantis) et les crédits à la consommation (non garantis). Le quatrième chapitre identifie, à partir d'indicateurs et de seuils, les ménages dont l'endettement est excessif dans les diverses catégories d'âge et de revenu. On y vérifie également comment la soutenabilité de la dette réagit à une série de chocs (chocs de revenu, de taux d'intérêt et d'actifs), tant à partir de la HFCS qu'ex post, sur la base des défauts de paiement enregistrés dans la CCP. Enfin, la conclusion résume succinctement les principaux résultats de l'analyse.

1. Théorie: le rôle des dettes pour les ménages

La théorie économique, et en particulier la théorie du cycle de vie (Ando et Modigliani, 1963), considère la constitution et le remboursement de dettes au cours de la vie comme un processus normal – et même crucial – pour les ménages individuels. Selon l'hypothèse du cycle de vie, les consommateurs recherchent un modèle de consommation stable correspondant aux ressources dont ils prévoient de disposer durant leur vie (le revenu permanent). Ce processus de *consumption smoothing* (continuité de la consommation) tout au long de la vie n'est possible que par la constitution et le remboursement de dettes au moyen de l'intermédiation financière, qui permet que les ressources temporairement excédentaires d'agents économiques (revenu disponible supérieur

au revenu permanent) soient affectées à des agents en déficit (revenu disponible inférieur au revenu permanent). Dans la mesure où ce processus s'accompagne d'une allocation plus efficace de la consommation, il accroît le bien-être, tant du débiteur que du créancier. Puisqu'en principe le revenu augmente au fil de la carrière, les jeunes ménages empruntent généralement un montant relativement plus élevé comparativement à leur revenu disponible. Dans le même temps, ils réalisent à un stade précoce de leur vie des investissements substantiels (p. ex. l'achat d'un logement), ce qui les incite à contracter des dettes.

L'hypothèse du cycle de vie repose toutefois sur le postulat d'une population de consommateurs parfaitement rationnels, qui savent par ailleurs avec précision quelles ressources ils vont constituer au cours de leur vie. Dans la pratique, la trajectoire future du revenu est souvent inconnue – et éventuellement entachée d'un excès d'optimisme –, et des chocs économiques négatifs importants peuvent se produire, comme une hausse du chômage, une baisse des prix des actifs ou un affaiblissement de la productivité, autant d'éléments qui peuvent devenir persistants. Ces chocs peuvent révéler que le niveau des dettes résulte d'une estimation trop élevée du revenu permanent et qu'elles constituent donc un endettement excessif. Ainsi, le surendettement est souvent la conséquence de prévisions trop optimistes et/ou de la non-prise en compte de risques concernant la trajectoire future de l'économie et/ou la situation personnelle (par exemple en matière de santé du sujet), et il touchera inévitablement à tout moment une partie de la population.

Il convient toutefois d'éviter qu'un endettement excessif ne devienne systémique et qu'il ne touche une large tranche de la population. Outre la souffrance personnelle et la perte de bien-être au niveau de l'individu ou du ménage, un haut niveau d'endettement peut entraîner des effets néfastes considérables pour l'économie dans son ensemble. Sur le plan macroéconomique, un taux d'endettement élevé peut rendre la consommation des ménages plus sensible à des chocs (imprévus) de taux d'intérêt, de revenu, etc. Dans la mesure où ces chocs (négatifs) se répercutent sur la consommation des ménages (en raison de limitations financières et/ou de matelas de capitaux insuffisants), cette volatilité accrue peut induire de lourdes pertes de bien-être. Dans le contexte d'une récession financière, ces chocs sont par ailleurs susceptibles de déclencher un mouvement de désendettement, qui risque à son tour de renforcer la spirale économique baissière (phénomène de « récession de bilan »). Un endettement trop grave peut aussi rejallir sur la stabilité financière. Les engagements non honorés entraînent en effet pour les créanciers des pertes de

valeur, qui se concentrent souvent dans le secteur bancaire, a fortiori lorsqu'il s'agit de dettes des ménages. Enfin, il est fréquent qu'un endettement excessif exacerbe l'inégalité entre acteurs économiques, de sorte que les modifications apportées le cas échéant à la politique budgétaire et/ou monétaire risquent d'induire des effets distributifs importants (et peut-être non souhaités) entre débiteurs et créanciers.

Afin de vérifier si des ménages sont confrontés à un endettement immodéré ou excessif, il y a lieu, parallèlement à l'aspect macroéconomique, d'également voir ce qui se passe sur le plan microéconomique. La stabilité financière des ménages doit en effet être évaluée au cas par cas, contrairement à la situation financière d'entités telles que, par exemple, les administrations publiques. Les aspects de distribution sont, à cet égard, essentiels. Face aux dettes des ménages au niveau de l'ensemble du secteur, des flux considérables de revenus ou d'actifs peuvent se concentrer chez les ménages non endettés. C'est la raison pour laquelle le présent article mesure l'endettement sur les plans tant macroéconomique que microéconomique. Les chiffres macroéconomiques présentent l'avantage d'illustrer rapidement des évolutions générales, tandis que les données microéconomiques permettent d'estimer plus précisément les risques liés à l'endettement (de certains groupes) des ménages.

2. Indicateurs de dette

Le cadre théorique du cycle de vie montre que, pour évaluer la soutenabilité des dettes, il convient de tenir compte de plusieurs éléments. Outre les dettes, le taux d'intérêt et le revenu disponible, d'autres variables ont également leur importance, comme l'âge et le niveau de formation (liés au revenu attendu ou permanent), ou encore le patrimoine. C'est pourquoi il faut recourir à des sources multiples (tant microéconomiques que macroéconomiques).

Pour évaluer la soutenabilité de la dette, on se fonde généralement, en plus du niveau d'endettement (mesuré en euros ou en termes relatifs par rapport au PIB), sur des indicateurs qui rapportent les dettes aux ressources dont disposent les débiteurs. À cet égard, on peut utiliser tant des ratios de liquidité que des ratios de solvabilité, ou encore une combinaison des deux concepts. Les mesures les plus courantes dans la littérature économique, qui sont également utilisées dans le présent article, sont les suivantes :

- le debt-to-income ratio : encours des dettes par rapport au revenu ; cet indicateur mesure le nombre de revenus annuels (nets ou bruts) nécessaires pour rembourser le solde de la dette.

- le debt-service-to income ratio : montant de capital et d'intérêts à rembourser par rapport au revenu ; cet indicateur mesure la proportion du revenu (net ou brut) affectée au remboursement de la dette.
- le debt-to-asset ratio : encours de la dette par rapport à l'ensemble des avoir financiers et immobiliers ; cet indicateur mesure si la dette encourue peut être remboursée par la liquidation des actifs (mobiliers et immobiliers) disponibles.

Les indicateurs varient de zéro (pas de dette) à l'infini (pas d'actif ni de revenu). Plus le ratio est élevé, plus la dette risque de s'avérer insoutenable. La section 4.1 définit pour ces indicateurs des seuils au-delà desquels la dette est considérée comme difficilement soutenable. Les mesures permettant d'estimer l'importance de la dette par rapport au revenu (debt-to-income ratio et debt-service-to-income ratio) ont trait à la situation des ménages en matière de liquidités et permettent de déterminer si le ménage peut faire face à ses engagements avec son flux de revenu actuel. Plus spécifiquement, elles définissent l'effort de remboursement des ménages ; soit sur le plan de la proportion du revenu actuel consacrée au remboursement de la dette (debt-service-to income ratio), soit du point de vue de la durée nécessaire pour rembourser l'ensemble de la dette (debt-to-income ratio). Les mesures qui rapportent la dette aux actifs portent sur la solvabilité des ménages et évaluent la proportion de la dette qui peut être remboursée en liquidant immédiatement les actifs, en supposant que ceux-ci soient réalisables. Ces indicateurs sont soumis à différents chocs macroéconomiques. Ainsi, un choc de taux d'intérêt influencera essentiellement le debt-service-to-income ratio, alors qu'une baisse des prix de l'immobilier se reflétera en premier lieu dans le debt-to-asset-ratio. Un endettement excessif suppose généralement que tant la liquidité que la solvabilité des ménages sont touchées. Ainsi, il se peut qu'un ménage dont le debt-to-income ratio est élevé ne puisse pas faire face à ses engagements avec son revenu actuel, sans pour autant avoir de problème d'endettement puisqu'il peut rembourser en vendant des actifs. Inversement, un ménage dont la solvabilité est faible peut ne jamais connaître de problèmes s'il s'assure d'un flux de revenu suffisamment volumineux, permanent et certain.

Il est important que ces indicateurs soient mesurés sur la base d'informations tant macroéconomiques que microéconomiques. Les indicateurs macroéconomiques sont élaborés pour l'ensemble du secteur et ne tiennent dès lors pas compte des aspects de distribution. Si la distribution des dettes, des revenus et/ou des actifs est inégale, certains problèmes risquent de rester masqués. Les informations microéconomiques relatives à la distribution sont donc essentielles pour compléter l'analyse

macroéconomique. Pour leur part, les indicateurs micro-économiques expriment les valeurs pour les ménages endettés, si bien que les risques pour l'économie dans son ensemble pourraient être surévalués. Comme les informations microéconomiques se limitent au groupe des ménages endettés, les valeurs médianes ou moyennes qui en découlent sont généralement supérieures aux indicateurs macroéconomiques. Pour une série d'indicateurs, et singulièrement pour le *debt-service-to-income ratio*, les informations microéconomiques constituent également un complément important aux données macroéconomiques. Ainsi, les remboursements en capital ne sont enregistrés dans les statistiques macroéconomiques que de manière incomplète, voire pas du tout, et ils ne peuvent être déterminés que sur la base d'une série d'hypothèses, notamment en matière d'échéance du solde de la dette. Les informations microéconomiques, qui reposent sur des données d'enquête, fournissent une mesure directe pour cet indicateur et/ou permettent de tester les hypothèses émises dans les informations macroéconomiques.

Les informations macroéconomiques concernant les dettes, les revenus et les actifs sont dans une large mesure basées sur les comptes nationaux financiers (et non financiers). L'avantage principal de ces données réside dans le fait qu'elles donnent une image exhaustive des ménages et qu'elles sont rapidement disponibles. Elles se prêtent par ailleurs à une comparaison internationale, en particulier au sein de l'UE, où les statistiques sont établies selon une méthodologie harmonisée, à savoir le Système européen des comptes nationaux et régionaux (SEC). Pour ce qui est des comptes financiers, les comptes nationaux permettent une subdivision par secteur (ménages, entreprises, etc.) et par instrument financier (prêts, actions, etc.). Les statistiques macroéconomiques présentent néanmoins aussi des inconvénients. Ainsi, l'analyse doit tenir compte de révisions parfois importantes, et elle souffre également de quelques lacunes qui ont des répercussions sur l'appréciation de la soutenabilité de l'endettement. Ainsi, ces statistiques n'enregistrent pas la valeur de l'encours du patrimoine immobilier. La plupart des institutions qui produisent des statistiques, dont l'ICN pour la Belgique et la BCE pour la zone euro, en ont toutefois récemment réalisé des estimations de bonne qualité. Un autre manquement des comptes nationaux concerne l'enregistrement de la charge de remboursement, surtout en capital, de sorte qu'on est contraint de formuler des hypothèses (cf. section 3.3).

Le présent article analyse également l'endettement sur la base de deux sources microéconomiques. La première est la Centrale des crédits aux particuliers (CCP), qui fournit rapidement des séries temporelles sur les emprunteurs individuels. Elle a pour mission d'enregistrer tous les crédits (centrale positive), à la consommation (prêts et ventes

à tempérament) et hypothécaires, conclus dans un but privé par des personnes physiques, ainsi que les éventuels défauts de paiement relatifs à ces crédits (centrale négative). Les découverts bancaires autorisés, à savoir les lignes de crédit qui permettent aux consommateurs de dépasser le montant disponible sur leurs comptes à vue sont également pris en compte. Les prêteurs sont par ailleurs tenus de la consulter avant tout octroi de crédit à des particuliers, ce qui tend à les responsabiliser davantage. Étant donné l'obligation légale de les enregistrer, ces données sont exhaustives; elles sont disponibles par type de crédit (crédits hypothécaires et crédits à la consommation: prêts et ventes à tempérament et ouvertures de crédit) et peuvent être ventilées selon l'âge des emprunteurs, le nombre de contrats conclus, ou encore le montant initial du contrat.

Toutefois, la CCP ne comporte guère d'informations complémentaires concernant les emprunteurs. Ainsi, elle en dit peu sur les caractéristiques socio-économiques des emprunteurs (uniquement leur âge) et reste muette quant à leur revenu ou à leurs actifs. Pour pallier ces manquements, il faut recourir à des données supplémentaires, plus structurelles. La deuxième source microéconomique, la HFCS, comble ces lacunes. Les données sont tirées d'une enquête sur le comportement financier des ménages dans la zone euro, menée par un réseau de recherche spécialement créé à cet effet (*Household Finance and Consumption Network* – HFCN). La Revue économique de la Banque a déjà traité en détail du fonctionnement du HFCN et de l'organisation de la HFCS en Belgique (cf. Du Caju, 2012 et 2013). Les interviews pour la première vague ont, dans la plupart des pays, dont la Belgique, été réalisées en 2010. Au total, plus de 62 000 ménages ont été interrogés dans la zone euro, dont 2 364 en Belgique. Les données d'enquête au niveau des ménages offrent les avantages de permettre d'étudier séparément le groupe des ménages endettés et de fournir des informations sur la répartition de la dette entre ces ménages, avec, le cas échéant, une ventilation selon différentes caractéristiques relatives aux types de ménages examinés. En revanche, elles présentent l'inconvénient de ne jamais être exhaustives (par exemple en raison de déclarations incomplètes de la part des personnes interrogées) et de ne paraître qu'épisodiquement et avec retard. C'est pourquoi les données d'enquête viennent toujours en complément, jamais en remplacement, des statistiques macroéconomiques.

3. Évolution et répartition de l'endettement des ménages

Le présent chapitre traite de la composition et de l'évolution de l'endettement des ménages et calcule les indicateurs de la dette définis ci-avant pour la Belgique

et pour la zone euro. En se fondant sur les informations microéconomiques (HFCS), les auteurs procèdent également, pour la Belgique, au calcul de ces indicateurs pour plusieurs tranches d'âge et catégories de revenu. Cette subdivision permet d'identifier les groupes vulnérables. Selon la théorie du cycle de vie, le degré d'endettement varie notamment en fonction de l'âge, ce qui souligne la nécessité d'évaluer la soutenabilité de l'endettement par tranche d'âge. Une analyse en fonction du revenu est également pertinente. En effet, un même ratio d'endettement par rapport au revenu peut comporter un plus grand risque pour les ménages à faible revenu dans la mesure où le taux d'épargne de ces derniers est généralement faible et où ils ne disposent dès lors vraisemblablement que d'un patrimoine restreint. En outre, s'ils sont confrontés à un choc négatif, ces ménages risquent de devoir renoncer plus rapidement à des besoins vitaux, vu leur « marge » relativement plus étroite de consommation non essentielle.

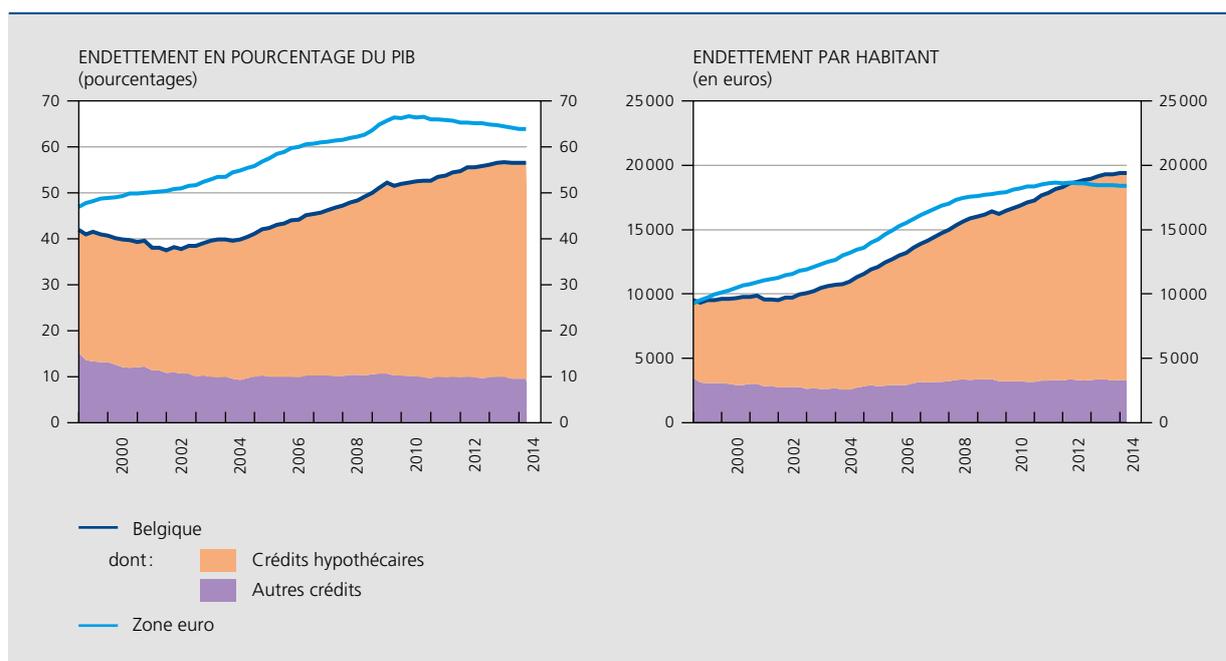
3.1 Le niveau d'endettement des ménages

La dette nominale absolue des ménages belges a doublé au cours de la décennie écoulée, atteignant 217 milliards d'euros, ce qui a porté le taux d'endettement des ménages de 40 % du PIB en 2003 à 56,5 % au début de 2014. Un rebond comparable a été observé dans la zone euro, du moins jusqu'à la mi-2010, lorsque la crise

a contraint les ménages de certains pays à réduire leur endettement. En dépit d'une augmentation sensible et tendancielle, le taux d'endettement en Belgique s'établissait au début de 2014 à un niveau toujours inférieur à celui de la zone euro (63,7 % du PIB). Même mis en perspective avec la population, l'endettement continue de présenter une tendance haussière, bien que la progression soit en l'occurrence renforcée par l'inflation. Contrairement au taux d'endettement, le niveau d'endettement par habitant en Belgique (19 400 euros) dépassait toutefois, au début de 2014, celui enregistré dans la zone euro (18 400 euros). Comparé au taux d'endettement exprimé en pourcentage du PIB, le niveau d'endettement par habitant en dit cependant moins sur les risques qui y sont associés puisqu'il n'est pas rapporté au revenu ni/ou aux actifs. Ainsi, le niveau d'actifs financiers par habitant des ménages belges est nettement plus élevé (98 500 euros) que celui des ménages de la zone euro (62 900 euros). De même, le revenu disponible par habitant en Belgique (21 400 euros) est supérieur à celui de la zone euro (19 000 euros).

L'évaluation macroéconomique de la position financière des ménages en Belgique est donc relativement favorable, compte tenu, notamment, de la faiblesse relative du taux d'endettement et du niveau élevé des actifs qu'ils détiennent. Cela étant, d'un point de vue macroprudentiel, le fait que le taux d'endettement continue d'augmenter

GRAPHIQUE 1 ÉVOLUTION MACROÉCONOMIQUE DU NIVEAU D'ENDETTEMENT DES MÉNAGES



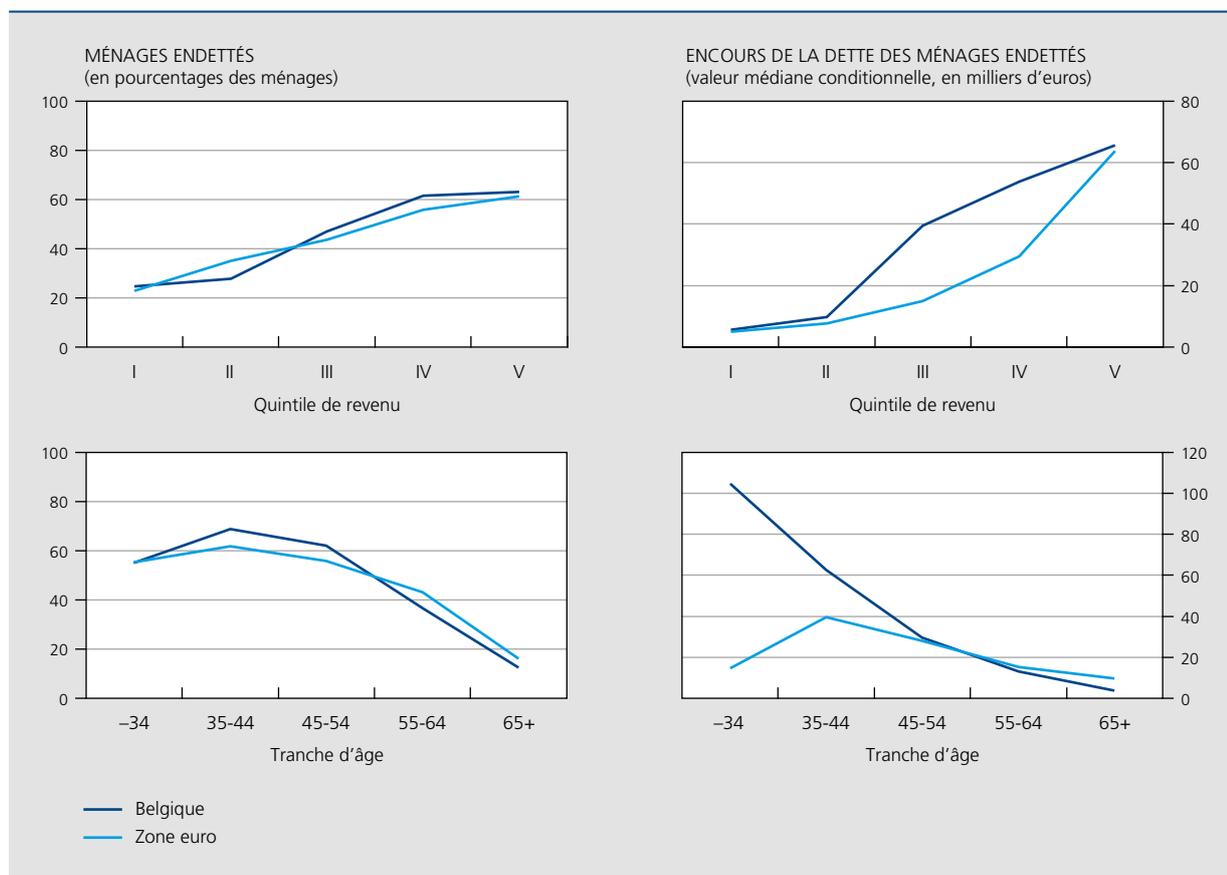
Sources: BCE, BNB.

sensiblement requiert qu'on lui accorde l'attention nécessaire, étant donné les risques macrofinanciers évoqués ci-avant (cf. chapitre 2), et notamment une sensibilité accrue des dépenses des ménages aux variations des taux d'intérêt, du chômage et des prix des actifs. De plus, il est possible que les chiffres favorables sur le plan macroéconomique – c'est-à-dire pour l'ensemble de l'économie – occultent des problèmes plus graves pour les ménages endettés ou pour un sous-groupe de cette population.

En Belgique, comme dans la zone euro, l'aggravation de l'endettement des ménages s'explique principalement par l'accroissement notable des octrois de crédits hypothécaires (Bruggeman et Van Nieuwenhuyze, 2013). Au début de 2014, les crédits hypothécaires représentaient 47 % du PIB, alors qu'ils avoisinaient 30 % du PIB durant la première moitié des années 2000. L'enchérissement sensible des biens immobiliers a fait grimper le montant moyen emprunté. Les crédits à la consommation sont pour leur part demeurés stables, aux alentours de 10 % du PIB.

Cette tendance haussière du taux d'endettement au cours de la dernière décennie est souvent expliquée par l'assouplissement des conditions d'accès au crédit pour les ménages, sous l'effet, entre autres, d'une série d'innovations financières (par exemple l'allongement de la durée de l'emprunt). En outre, l'alourdissement de l'endettement est survenu sur fond de conditions financières favorables (par exemple en matière de taux ou de quotité de financement). Ces dernières ont été alimentées par la faiblesse des taux d'intérêt nominaux et réels, ainsi que par une concurrence intense entre les banques, qui s'est traduite, notamment, par des marges étroites sur les crédits hypothécaires. La hausse des emprunts hypothécaires est également liée à des facteurs fiscaux, eu égard au traitement souvent plus avantageux des charges d'intérêts que certains pouvoirs publics ont mis en place au fil du temps. Ainsi, la progression des crédits hypothécaires en Belgique depuis 2005 a coïncidé avec l'instauration d'un nouveau traitement fiscal des crédits hypothécaires contractés à partir de cette date, avec à la clé un avantage plus transparent pour ces crédits,

GRAPHIQUE 2 NIVEAU D'ENDETTEMENT DES MÉNAGES
(ventilation par quintile de revenu et par tranche d'âge)



Source : BNB (HFCS).

sous la forme du « bonus logement ». En outre, depuis 2009, un volet du « plan de relance » a introduit une série d'incitants fiscaux pour les investissements destinés à réaliser des économies d'énergie (« crédits verts »). De 2009 à 2011, date à laquelle la majeure partie de ces mesures ont été suspendues, ces avantages ont entraîné une vive augmentation du nombre de crédits destinés à la rénovation. C'est en raison de ces facteurs que, à niveau équivalent de revenu ou d'actifs, les ménages ont pu contracter des emprunts plus importants.

Les statistiques qui précèdent et qui reposent sur les comptes financiers donnent un aperçu de la situation financière de l'ensemble des habitants ou des ménages, endettés ou non. Les données tirées de la HFCS pour 2010 font toutefois apparaître que moins de la moitié des ménages sont endettés. La participation au marché du crédit – c'est-à-dire la part des ménages ayant contracté un ou plusieurs crédit(s) – s'élève à 44,8 % en Belgique, contre 43,7 % dans la zone euro. Si on considère uniquement ces ménages endettés, et plus spécifiquement la valeur de l'encours pour un ménage se trouvant à mi-chemin de la distribution, on obtient la valeur médiane conditionnelle de l'encours de la dette. En Belgique, un ménage « médian » est endetté pour un montant de 39 300 euros (valeur médiane), contre 21 500 euros dans la zone euro.

Le niveau d'endettement des ménages belges peut être examiné plus en détail en répartissant les ménages par

tranche d'âge et par quintile de revenu, le premier quintile comprenant les 20 % de ménages aux revenus les plus faibles, et ainsi de suite jusqu'au cinquième quintile, qui regroupe les 20 % de ménages aux revenus les plus élevés. Sans surprise, la participation au marché du crédit s'accroît avec le revenu : les ménages qui disposent d'un plus gros revenu sont plus à même de contracter et de rembourser des emprunts. En outre, la banque leur accorde plus facilement un crédit. Le profil de revenu de la participation au marché du crédit en Belgique est comparable au profil général observé dans la zone euro. Le constat selon lequel l'encours médian d'un ménage endetté en Belgique est supérieur à celui relevé dans la zone euro se manifeste surtout dans les quintiles de revenu centraux.

En Belgique comme dans la zone euro, le profil d'âge de la participation au marché du crédit est en forme de cloche. La participation augmente dans un premier temps avec l'âge, atteignant un sommet pour la tranche d'âge des 35-44 ans, avant de refluer. Cette évolution illustre le cycle de vie évoqué ci-dessus. Dans la zone euro, le profil en forme de cloche du taux de participation se reflète également dans le montant de l'encours des dettes des différentes tranches d'âge. En Belgique, contrairement à la zone euro, les ménages endettés les plus jeunes sont aussi typiquement ceux dont les encours sont les plus importants. Ce constat s'explique par les différents profils en matière de patrimoine immobilier et par les crédits hypothécaires qui y sont liés. En termes

GRAPHIQUE 3 NIVEAU D'ENDETTEMENT DES MÉNAGES EN BELGIQUE

(ventilation par type de dette, quintile de revenu et tranche d'âge)

| Ménages ayant des dettes hypothécaires (en pourcentages des ménages) | | | | | | |
|---|------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| | I | II | III | IV | V | Total |
| -34 | 8,4 | 26,4 | 41,7 | 71,9 | 75,5 | 41,1 |
| 35-44 | 14,3 | 12,8 | 62,9 | 67,3 | 80,3 | 55,2 |
| 45-54 | 32,1 | 19,7 | 42,7 | 58,4 | 51,7 | 43,9 |
| 55-64 | n. | 18,6 | 23,1 | 16,8 | 27,6 | 18,1 |
| 65+ | 3,2 | 3,5 | n. | n. | n. | 3,0 |
| Total | 9,2 | 13,2 | 31,1 | 46,8 | 52,4 | 30,5 |

| Encours des dettes hypothécaires (valeur médiane conditionnelle, en euros) | | | | | | |
|---|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| | I | II | III | IV | V | Total |
| -34 | 94 000 | 99 000 | 128 000 | 125 000 | 140 000 | 125 000 |
| 35-44 | 55 000 | 76 345 | 60 000 | 57 706 | 90 000 | 70 000 |
| 45-54 | 18 504 | 69 728 | 40 000 | 36 700 | 49 500 | 40 000 |
| 55-64 | n. | 30 000 | 25 000 | 20 000 | 30 000 | 25 000 |
| 65+ | 18 000 | 11 000 | n. | n. | n. | 18 000 |
| Total | 50 000 | 65 119 | 63 000 | 75 180 | 75 000 | 70 000 |

| Ménages ayant des dettes non hypothécaires (en pourcentages des ménages) | | | | | | |
|---|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| | I | II | III | IV | V | Total |
| -34 | 17,2 | 27,3 | 31,9 | 36,2 | 19,3 | 26,4 |
| 35-44 | 20,7 | 19,3 | 52,7 | 31,0 | 30,4 | 31,3 |
| 45-54 | 24,0 | 43,0 | 24,3 | 39,8 | 31,8 | 32,7 |
| 55-64 | 24,3 | 18,2 | 26,1 | 27,9 | 31,8 | 25,4 |
| 65+ | 12,7 | 7,4 | 12,0 | 7,7 | 6,4 | 10,1 |
| Total | 18,0 | 19,2 | 27,0 | 28,8 | 27,8 | 24,2 |

| Encours des dettes non hypothécaires (valeur médiane conditionnelle, en euros) | | | | | | |
|---|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | I | II | III | IV | V | Total |
| -34 | 1 500 | 3 000 | 7 200 | 7 330 | 7 500 | 5 750 |
| 35-44 | 1 300 | 4 500 | 4 500 | 9 062 | 7 300 | 6 000 |
| 45-54 | 5 000 | 3 000 | 3 500 | 6 906 | 10 000 | 7 000 |
| 55-64 | 2 200 | 2 400 | 4 300 | 2 500 | 7 847 | 5 000 |
| 65+ | 1 100 | 1 200 | 7 200 | 4 000 | 3 750 | 2 725 |
| Total | 2 000 | 2 765 | 5 000 | 7 000 | 8 280 | 5 037 |

Source : BNB (HFCS).

relatifs, davantage de ménages belges (69,9 %) que de ménages de la zone euro (60,1 %) sont propriétaires de leur propre logement, un écart surtout marqué pour la tranche d'âge la plus jeune: en Belgique, 46,4 % des ménages dont la personne de référence a moins de 35 ans possèdent leur propre logement, contre seulement 31,9 % dans la zone euro. De plus, l'immobilier en Belgique est en moyenne plus cher, et les prêts qui y sont liés dès lors plus importants, que dans la zone euro.

Les profils de revenu et d'âge de l'endettement des ménages varient en fonction du type de crédit. Les ménages peuvent contracter des hypothèques en gageant leur propre logement ou d'autres biens immobiliers. Les dettes non hypothécaires que la HFCS prend en compte sont les lignes de crédit et les découverts sur comptes, les encours des cartes de crédit et les autres prêts, tels les prêts automobiles et les autres crédits à la consommation (cf. HFCN, 2013). Si on se concentre sur les ménages belges et si on croise les facteurs de revenu et d'âge, il apparaît que ce sont surtout les ménages les plus jeunes issus des quintiles de revenu les plus élevés qui souscrivent des crédits hypothécaires (jusqu'à plus des trois quarts de ces ménages, contre trois ménages sur dix pour l'ensemble de la population) et que, en termes relatifs, ces ménages présentent les encours les plus volumineux (en moyenne deux fois supérieurs à la médiane de l'ensemble de la population). Au demeurant, les ménages belges à faible revenu qui ont un crédit hypothécaire en cours affichent en moyenne, en comparaison avec la zone euro, un encours plus important (cf. Du Caju, 2013). Les crédits non hypothécaires se répartissent plus équitablement entre les différentes catégories de revenu et d'âge, même s'ils sont un peu moins fréquents chez les personnes plus âgées et les ménages à revenu plus faible. Les encours les plus élevés se retrouvent auprès des jeunes ménages et des ménages d'âge moyen issus du quintile de revenu supérieur. Cependant, les montants concernés restent, en valeurs médianes, assez limités. Du reste, les jeunes ménages de la zone euro contractent plus souvent des crédits non hypothécaires que les ménages correspondants en Belgique.

3.2 L'endettement rapporté au revenu : le debt-to-income ratio

Le niveau de l'encours des dettes des ménages ne livre pas, en tant que tel, d'informations quant à leur capacité de les rembourser. C'est pourquoi il convient de les mettre en perspective avec les ressources dont disposent les ménages pour les éponger. Un premier indicateur utilisé dans ce contexte consiste à rapporter la dette au

revenu. Le debt-to-income ratio exprime la relation entre le niveau de l'encours de la dette et le revenu disponible des ménages. Il estime le nombre de revenus annuels nécessaires pour apurer cet encours et peut être considéré comme une mesure plus détaillée du taux d'endettement en pourcentage du PIB: il s'agit en l'occurrence de comparer les dettes au revenu des ménages et non plus aux revenus générés par l'ensemble de l'économie.

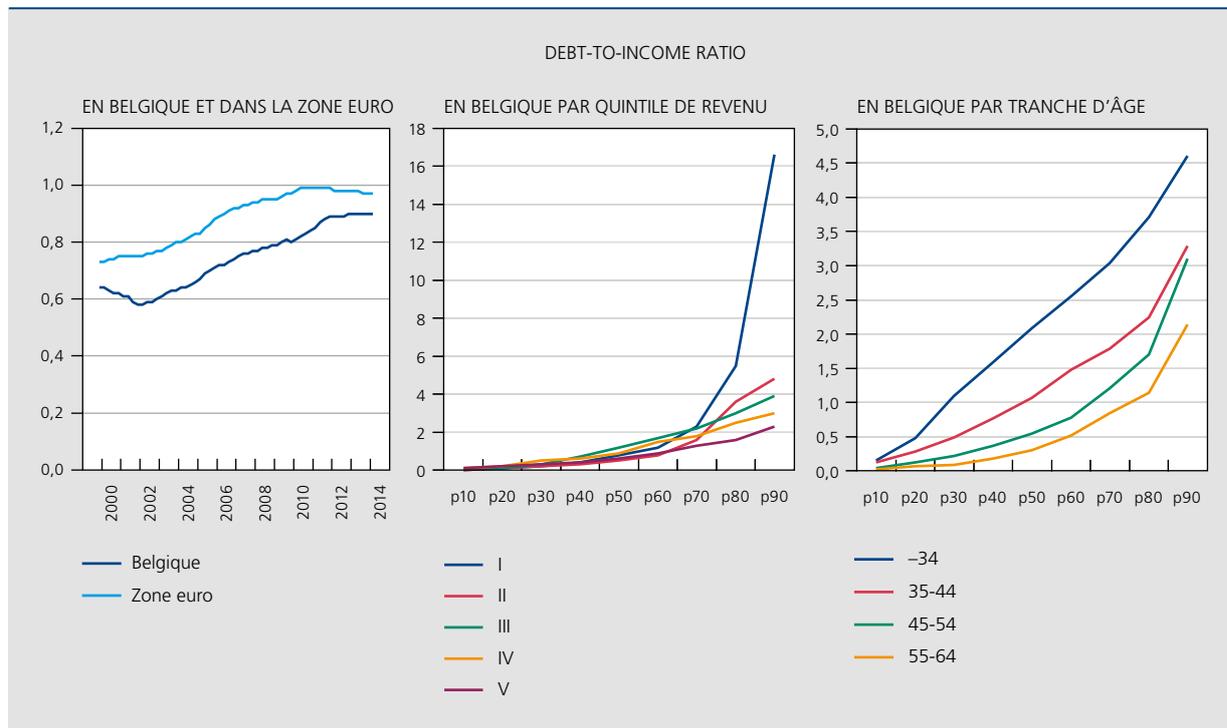
La vision macroéconomique obtenue en rapportant l'endettement au revenu est comparable à celle du taux d'endettement exprimé en pourcentage du PIB. Au cours de la décennie écoulée, on a observé une hausse sensible de ce ratio, de 0,64 en 2004 à 0,90 au début de 2014, qui demeure néanmoins inférieur à celui observé dans la zone euro.

Lors de l'évaluation de cet indicateur à l'échelon macroéconomique, il convient toutefois de garder à l'esprit que celui-ci est calculé pour l'ensemble du secteur des ménages et que les dettes sont donc exprimées par rapport à l'ensemble des revenus, c'est-à-dire non seulement à ceux des ménages endettés, mais aussi à ceux des ménages qui ne le sont pas. De plus, la moyenne ne fournit pas d'indication quant à la répartition au sein de la population de la dette rapportée au revenu. Ainsi, il se peut que l'analyse sur la base de cet indicateur macroéconomique sous-estime le debt-to-income ratio des ménages endettés, de même que les risques inhérents aux dettes contractées. Les données microéconomiques permettent d'interpréter cet indicateur avec plus de précision. La HFCS sonde les ménages quant à leur revenu brut, lequel englobe, outre les revenus du travail, les revenus issus de transferts (pensions et prestations diverses) et les revenus du patrimoine (revenus locatifs, intérêts, dividendes). En Belgique, un ménage endetté médian (à mi-chemin de la distribution) présente un debt-to-income ratio de 0,80, alors que cette valeur médiane conditionnelle ne dépasse pas 0,62 dans la zone euro.

Lorsqu'on examine plus en détail la situation des ménages belges, si on s'attarde sur la répartition par quintile de revenu et par tranche d'âge, la HFCS montre que l'endettement rapporté au revenu peut atteindre des valeurs relativement importantes, surtout pour les ménages issus du quintile de revenu le plus faible. Ainsi, 20 % des ménages endettés issus de ce quintile de revenu ont un debt-to-income ratio supérieur à 5. Il convient toutefois de remarquer que seul un quart des ménages de ce quintile sont endettés. Les déciles les plus élevés de ce ratio concernent donc un petit nombre de ménages, et les valeurs sont par conséquent estimées sur la base d'un nombre relativement réduit d'observations.

GRAPHIQUE 4 L'ENDETTEMENT DES MÉNAGES RAPPORTÉ AU REVENU: LE DEBT-TO-INCOME RATIO

(visions macroéconomique et microéconomique)



Sources: BCE, BNB (HFCS).

Le debt-to-income ratio est également plus considérable pour les ménages plus jeunes, un constat qui vaut pour l'ensemble de la distribution. Conformément à la thèse du cycle de vie, ce ratio diminue avec l'âge. Ainsi, 10 % des ménages endettés les plus jeunes ont un debt-to-income ratio de plus de 4,5. Cela étant, un peu plus de la moitié des ménages relevant de cette tranche d'âge ont contracté des dettes. Il s'avère donc que les ratios les plus hauts peuvent apparaître chez des ménages jeunes et/ou à faible revenu. Outre le niveau des ratios les plus élevés (qui sont difficiles à estimer), c'est surtout le nombre de ménages présentant un ratio supérieur à une valeur critique qui revêt de l'importance, comme on le démontrera plus loin (cf. section 4.1).

3.3 La charge de remboursement : le debt-service-to-income ratio

Le debt-service-to-income ratio mesure la part du revenu qui doit être réservée à l'apurement de la dette (capital et intérêts). Comme cet indicateur compare deux variables de flux, il fournit l'estimation la plus directe de la position de liquidité des ménages. Il est par ailleurs facile à interpréter. Si, dans un cas extrême, il dépasse 1, cela signifie

que le ménage concerné se trouve clairement face à des problèmes de liquidité et que, s'il manque d'actifs liquides ou de crédits supplémentaires, il ne pourra pas honorer ses engagements. Étant donné que les ménages doivent également couvrir d'autres dépenses, les problèmes vont, dans la pratique, se poser à un stade plus précoce, à savoir dès que le ménage atteindra un niveau nettement inférieur de cet indicateur.

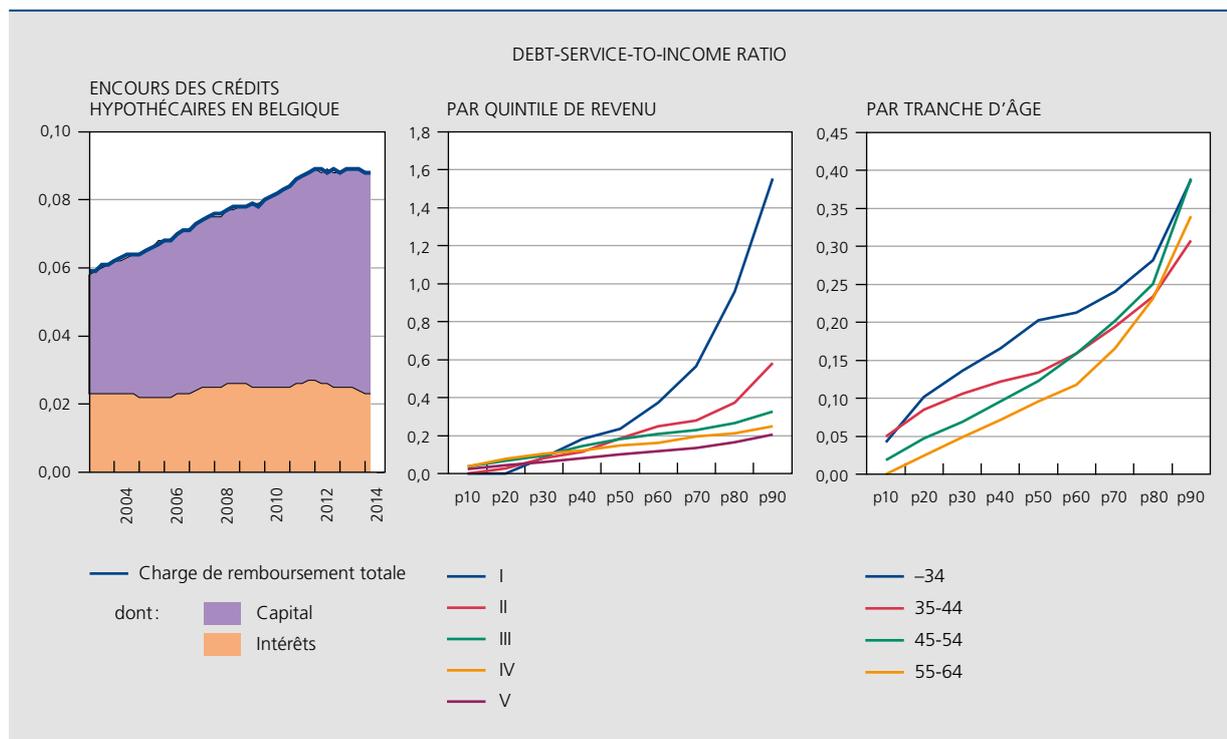
L'analyse macroéconomique de cet indicateur est compliquée par le fait que la charge de remboursement n'est pas enregistrée dans les comptes nationaux. Seuls les encours des dettes (comptes financiers) et des intérêts (comptes de revenus) sont disponibles. En se fondant sur l'encours des dettes et sur le taux d'intérêt implicite moyen appliqué à ces dettes (enquête MIR), il est toutefois possible de dériver une estimation indicative de la charge de remboursement en formulant une série d'hypothèses spécifiques quant à la durée résiduelle moyenne et au mode de remboursement de ces crédits. À des fins de simplification, cette étude s'en tient au calcul de la charge de remboursement de l'encours des crédits hypothécaires. Les crédits hypothécaires présentent en Belgique les avantages que leur remboursement se déroule la plupart du temps selon un système

de mensualités fixes et que la durée résiduelle moyenne est relativement stable. Cette analyse se fonde sur le postulat que cette durée résiduelle moyenne est de dix ans. Selon ces modalités de calcul, la charge de remboursement en Belgique aurait systématiquement augmenté au cours de la dernière décennie, passant de 6 % du revenu disponible total en 2004 à 9 % au début de 2014. Une répartition de cette charge entre remboursements de capital et d'intérêts montre que cette progression est entièrement imputable à l'accroissement des remboursements de capital. En dépit du gonflement du volume des dettes, les charges d'intérêts sont demeurées globalement stables, ce qui peut s'expliquer par les conditions de financement plus favorables observées au cours de la période concernée. Notons que ce ratio est établi par rapport au revenu disponible total – et donc également à celui des ménages qui ne sont pas endettés.

Les données microéconomiques de la HFCS font apparaître que le debt-service-to-income ratio en Belgique présente une distribution comparable à celle observée dans la zone euro. Il appert toutefois, comme pour l'endettement rapporté au revenu, que le ratio d'un ménage belge endetté médian est légèrement supérieur à celui d'un ménage équivalent dans la zone euro: en

Belgique, la valeur médiane conditionnelle du service de la dette rapporté au revenu est de 0,14, contre 0,11 dans la zone euro. La répartition par quintile du debt-service-to-income ratio est assez prononcée. Le ratio peut atteindre des valeurs très hautes pour un ménage à faible revenu. Ainsi, le ratio de 20 % des ménages endettés relevant du quintile de revenu le plus bas dépasse 0,80. Il convient toutefois de garder à l'esprit que dans ce quintile de revenu, seul un quart des ménages ont contracté des dettes. Les déciles les plus élevés pour ce qui est du debt-service-to-income ratio concernent donc un petit nombre de ménages, et l'estimation se fait sur la base d'un nombre relativement faible d'observations. Il n'en demeure pas moins que ces ménages sont en proie à une lourde charge de remboursement. Peuvent être visés ici, d'une part, des ménages dont les perspectives sont favorables sur le plan de leur revenu futur ou pouvant disposer d'autres ressources pour rembourser leurs dettes (par exemple l'aide de leur famille) et, d'autre part, des ménages qui ont dû faire face à un choc de revenu négatif. La répartition par tranche d'âge montre que le debt-service-to-income ratio prend une valeur plus élevée pour les ménages plus jeunes. Les écarts ne sont toutefois pas aussi marqués que pour le debt-to-income ratio.

GRAPHIQUE 5 LES REMBOURSEMENTS DE DETTES RAPPORTÉS AU REVENU DES MÉNAGES: LE DEBT-SERVICE-TO-INCOME RATIO
(visions macroéconomique et microéconomique pour la Belgique)



Sources: BCE, BNB (HFCS).

3.4 L'endettement rapporté à l'actif : le debt-to-asset ratio

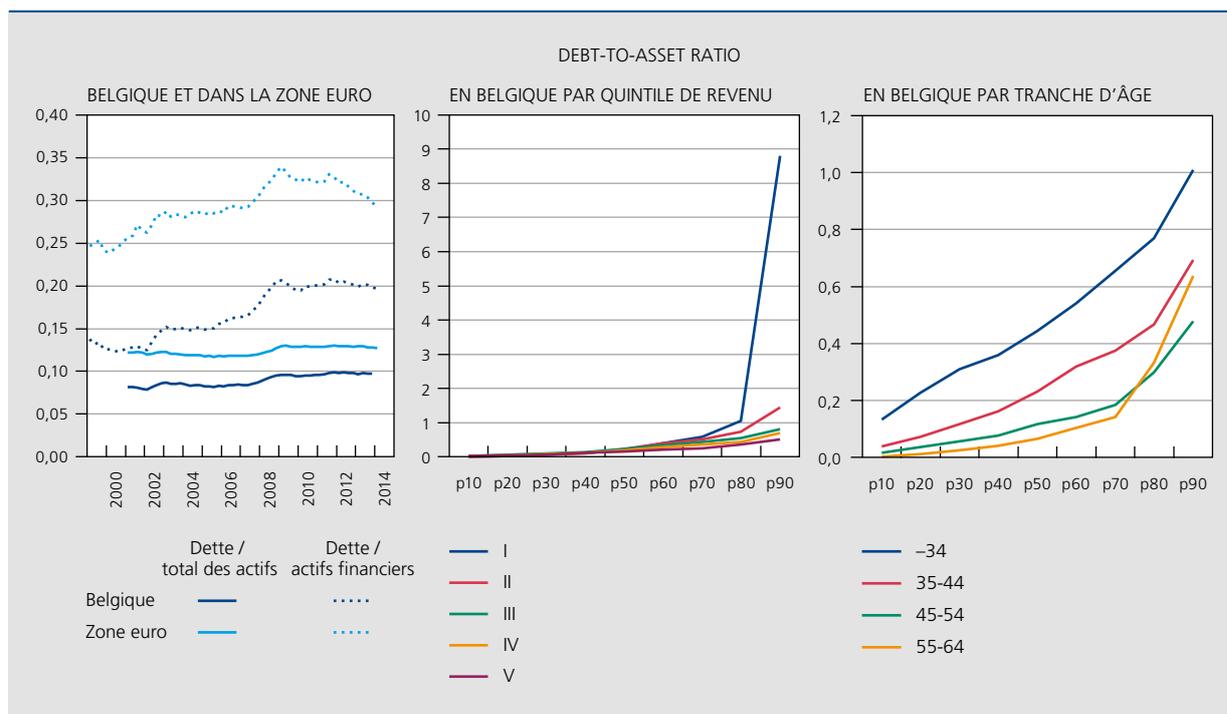
Le debt-to-asset ratio confronte les dettes aux actifs. Comme indiqué précédemment, ce ratio mesure la solvabilité des ménages. Dans les cas où le debt-to-income ratio ou le debt-service-to-income ratio s'établirait à un niveau alarmant, cela ne veut pas nécessairement dire que les ménages ne peuvent pas respecter leurs engagements, notamment si leur endettement rapporté à l'actif est faible et s'ils disposent donc de suffisamment d'actifs réalisables. Le debt-to-asset ratio peut se définir au sens large ou au sens strict, selon que les dettes sont comparées à l'ensemble des actifs, financiers et immobiliers, ou uniquement aux actifs financiers (plus liquides). Un ratio (défini au sens large) supérieur à 1 est généralement le signe qu'un ménage est en difficulté. Si les flux de revenu de ce ménage ne sont pas assez élevés, il ne pourra pas honorer ses engagements.

Tant pour la zone euro que pour la Belgique, les estimations macroéconomiques du debt-to-asset ratio sont nettement inférieures à 1, ce qui indique qu'en moyenne, les actifs couvrent largement les engagements. Ce constat est le reflet du fait que les ménages disposent d'un patrimoine net positif. La faible valeur du debt-to-asset ratio en

Belgique comparativement à la zone euro s'explique par le degré d'endettement plus faible des ménages belges, mais également et surtout par leur patrimoine mobilier et immobilier relativement élevé (par rapport au PIB). Au début de 2014, le patrimoine financier des ménages belges était estimé à 287 % du PIB, contre 218 % pour celui des ménages de la zone euro. La valeur du patrimoine immobilier – mesurée à l'aune des estimations de l'ICN (Belgique) et de la BCE (zone euro) – avoisinait 300 % du PIB, tant pour la Belgique que pour la zone euro. Comme le patrimoine immobilier porte souvent sur le logement propre, il est bien souvent impossible de l'exploiter pour rembourser les dettes, à moins de procéder à la vente de celui-ci, une décision qui constitue un bouleversement considérable pour le ménage. À cet égard, le concept sensu stricto (dette par rapport aux actifs financiers) est également pertinent. La Belgique occupe à cet égard une position extrêmement favorable, même si le ratio a augmenté au cours de la dernière décennie, passant de 0,15 à 0,20.

La vision macroéconomique d'une couverture relativement bonne des dettes des ménages belges en comparaison avec la zone euro est corroborée par l'analyse microéconomique effectuée sur la base de la HFCS. Un ménage belge endetté médian présente un debt-to-asset ratio de 0,18, contre 0,22 dans la zone euro. Ce ratio est

GRAPHIQUE 6 L'ENDETTEMENT DES MÉNAGES RAPPORTÉ À LEURS ACTIFS: LE DEBT-TO-ASSET RATIO
(visions macroéconomique et microéconomique)



Sources: BCE, BNB (HFCS).

inférieur en Belgique d'un bout à l'autre de la distribution, mais surtout dans les ratios les plus élevés. Dans la zone euro, 10 % des ménages endettés (décile le plus élevé) affichent un debt-to-asset ratio supérieur à 1. En Belgique, cette valeur du décile le plus élevé est inférieure à 0,80. Tout comme le debt-to-income ratio et le debt-service-to-income ratio, le debt-to-asset ratio est le plus haut pour les jeunes ménages et pour les ménages disposant des revenus les plus faibles.

4. L'endettement des ménages

À ce stade, nous avons abordé la répartition de trois indicateurs mesurant le degré d'endettement des ménages : le debt-to-income ratio, le debt-service-to-income ratio et le debt-to-asset ratio. Chacun de ces indicateurs reflète la capacité des ménages de rembourser l'encours de leur dette. Il est intéressant d'examiner le nombre (et le type) de ménages qui, sur la base de ces ratios, courent le risque d'être confrontés à des problèmes de remboursement. C'est la raison pour laquelle nous allons nous pencher, pour chacun de ces indicateurs, sur les seuils au-delà desquels les ménages commencent à courir un risque relativement plus important.

Bien que les valeurs critiques applicables aux ratios calculés plus haut ne soient pas étayées de manière rigoureuse sur le plan théorique, les seuils qu'on retrouve dans la littérature ne varient guère d'une source à l'autre (cf., par exemple, HFCN, 2013b et Ampudia et al., 2014). Ainsi, les ménages en difficulté sont considérés comme ceux dont les dettes ne sont pas intégralement couvertes par des actifs et qui, après liquidation de leurs actifs, ne sont toujours pas à même de rembourser leurs dettes. On peut dès lors postuler un seuil de 1 pour le debt-to-asset ratio. Toutefois, il n'est pas toujours aisé de liquider des actifs dans leur intégralité et pour une valeur qu'on a soi-même estimée, surtout s'il s'agit de biens immobiliers. C'est pourquoi la valeur critique est souvent fixée à 0,75 pour le debt-to-asset ratio. C'est également le cas dans le cadre du HFCN (2013b). Pour le debt-to-income ratio, il est plus ardu de déterminer une valeur critique car il s'agit ici d'un ratio entre une variable de stock (l'encours de la dette) et une variable de flux (le revenu annuel). Les valeurs sont souvent fixées à un ratio allant de 3 pour les revenus bruts (cf. HFCN, 2013b) jusqu'à 6 pour les revenus nets (cf. Ampudia et al., 2014). Pour le debt-service-to-income ratio, 0,3 et 0,4 sont des valeurs seuils fréquemment utilisées (cf. à nouveau HFCN, 2013b et Ampudia et al., 2014).

(1) Le présent article examine séparément le lien entre les ratios d'endettement et le revenu ou l'âge. Toutefois, les résultats sont également confirmés dans une analyse multivariée, dans le cadre de laquelle, outre le revenu et l'âge, d'autres facteurs (comme la taille des ménages, le niveau de formation et la situation sur le marché du travail) sont pris en considération (cf. Du Caju et al., 2014).

4.1 Ménages présentant des valeurs critiques pour les indicateurs d'endettement

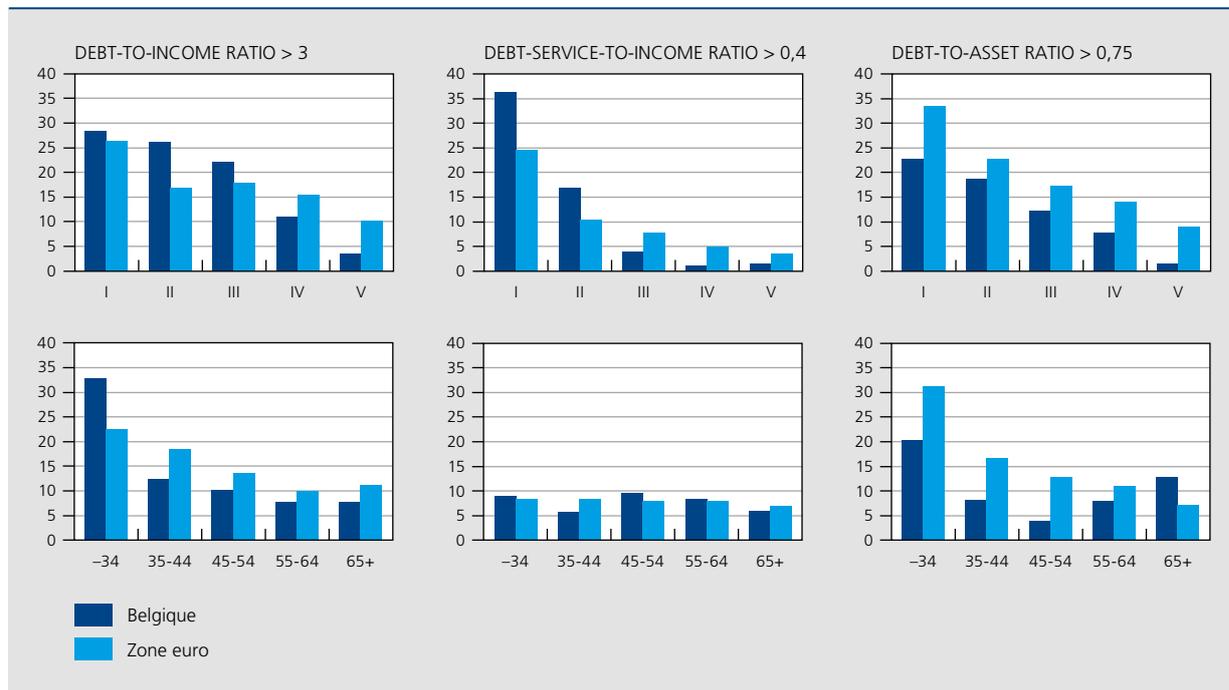
Nous examinons chacun des trois ratios d'endettement séparément. Pour les ratios liés au revenu, le nombre de ménages présentant un risque accru en Belgique et dans la zone euro est relativement similaire. La proportion de ménages pour lesquels le debt-to-income ratio est supérieur à 3 atteint 15 % des ménages endettés en Belgique et 16 % dans la zone euro. La proportion de ménages présentant un debt-service-to-income ratio supérieur à 0,4 s'établit à 8 % des ménages endettés pour la Belgique comme pour la zone euro. Le debt-to-asset ratio est supérieur à 0,75 pour 10 % des ménages endettés en Belgique, contre 17 % des ménages endettés dans la zone euro. La valeur élevée des actifs des ménages belges et la répartition (plus égale) de ces actifs (surtout pour l'immobilier) dans la population jouent ici un rôle d'amortisseur relativement plus important que dans la zone euro.

La probabilité d'avoir un ratio d'endettement (trop) élevé n'est pas identique pour tous les groupes de ménages. Ainsi, des différences se marquent entre groupes de revenu ainsi qu'entre tranches d'âge⁽¹⁾. La part des ménages dont le ratio d'endettement pose problème diminue avec le revenu pour chacun des trois ratios. Dans le quintile de revenu le plus bas, plus d'un cinquième des ménages affichent un debt-to-asset ratio supérieur à 0,75, plus d'un quart un debt-to-income ratio supérieur à 3 et plus d'un tiers un debt-service-to-income ratio supérieur à 0,4. Dans le quintile de revenu le plus élevé, pour chacun des trois indicateurs, moins de 3 % des ménages dépassent la valeur critique. Dans le cadre de la comparaison internationale, la part des ménages présentant une valeur critique pour le debt-to-asset ratio est, pour tous les groupes de revenu, moins importante en Belgique que dans la zone euro. La part des ménages enregistrant une valeur critique pour les indicateurs liés au revenu est plus vaste en Belgique que dans la zone euro en ce qui concerne les quintiles de revenu les plus bas. On observe également des différences entre les tranches d'âge. Les jeunes ménages en particulier courent un risque potentiel lié au debt-to-asset ratio et au debt-to-income ratio. C'est ainsi que, dans la tranche d'âge la plus jeune en Belgique, un cinquième environ des ménages endettés affichent un debt-to-asset ratio supérieur à 0,75, contre un tiers environ dans la zone euro. S'agissant du debt-to-income ratio, la situation est inversée : dans la tranche d'âge la plus jeune, il y a en Belgique davantage de ménages présentant un risque accru, soit un tiers environ, contre un cinquième environ dans la zone euro.

Si on agrège les données concernant le nombre de ménages pour lesquels les ratios d'endettement sont

GRAPHIQUE 7 MÉNAGES SURENDETTÉS, PAR QUINTILE DE REVENU ET PAR TRANCHE D'ÂGE

(en pourcentages des ménages endettés)



Sources : BNB (HFCS).

GRAPHIQUE 8 MÉNAGES SURENDETTÉS PAR TYPE DE DETTE, REVENU ET ÂGE

(en pourcentages des ménages endettés)

| Debt-to-income ratio > 3 | | | | | | | Debt-service-to-income ratio > 0,4 | | | | | | | Debt-to-asset ratio > 0,75 | | | | | | |
|--------------------------|------|------|------|------|------|-------|---|------|------|-----|-----|-------|------|---|------|------|------|-------|-----|------|
| | I | II | III | IV | V | Total | Ménages ayant une dette hypothécaire ⁽¹⁾ | | | | | | | Ménages ayant une dette non hypothécaire ⁽²⁾ | | | | | | |
| | I | II | III | IV | V | Total | I | II | III | IV | V | Total | I | II | III | IV | V | Total | | |
| -34 | 96,3 | 86,4 | 76,2 | 26,1 | 26,0 | 41,8 | 89,3 | 30,2 | 9,7 | 0,0 | 0,0 | 10,2 | 23,7 | 28,7 | 24,1 | 14,6 | 2,6 | 15,8 | | |
| 35-44 | 87,3 | 62,9 | 18,8 | 7,1 | 6,8 | 13,9 | 100,0 | 33,7 | 2,1 | 2,3 | 2,7 | 7,0 | 0,0 | 7,2 | 4,3 | 3,6 | 0,7 | 2,6 | | |
| 45-54 | 46,1 | 65,9 | 12,8 | 6,7 | 3,0 | 13,7 | 75,2 | 48,2 | 6,7 | 2,3 | 2,5 | 12,0 | 1,6 | 2,1 | 1,7 | 1,9 | 0,0 | 1,1 | | |
| 55-64 | n. | 27,8 | 9,8 | 4,6 | 0,0 | 13,8 | 60,1 | 31,9 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 10,8 | n. | 0,0 | 2,2 | 0,0 | 3,3 | 3,2 | | |
| 65+ | 25,5 | 26,1 | n. | n. | n. | 44,4 | 19,6 | 13,2 | 16,2 | 0,0 | 0,0 | 12,6 | 0,0 | 0,0 | n. | n. | n. | 0,9 | | |
| Total | 66,7 | 55,8 | 31,1 | 12,8 | 4,1 | 20,5 | Total | 75,6 | 33,7 | 5,5 | 1,5 | 1,9 | 9,7 | Total | 8,4 | 8,6 | 8,6 | 6,1 | 1,0 | 5,2 |
| -34 | 13,8 | 27,2 | 32,7 | 6,3 | 7,2 | 18,2 | -34 | 26,7 | 24,3 | 3,7 | 0,0 | 0,0 | 9,5 | -34 | 61,7 | 62,0 | 11,8 | 7,5 | 5,9 | 26,6 |
| 35-44 | 9,4 | 34,3 | 14,1 | 13,1 | 5,2 | 12,7 | 35-44 | 7,5 | 9,1 | 2,1 | 3,6 | 1,3 | 3,4 | 35-44 | 37,0 | 34,0 | 8,4 | 16,8 | 2,5 | 14,1 |
| 45-54 | 23,8 | 13,5 | 4,8 | 4,2 | 0,1 | 6,3 | 45-54 | 51,3 | 17,1 | 8,1 | 0,0 | 0,0 | 8,7 | 45-54 | 15,2 | 14,3 | 4,4 | 5,5 | 2,0 | 6,8 |
| 55-64 | 14,6 | 4,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 3,4 | 55-64 | 28,4 | 6,8 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 6,5 | 55-64 | 27,3 | 16,1 | 11,3 | 3,3 | 2,9 | 11,2 |
| 65+ | 9,7 | 0,0 | 1,0 | 0,0 | 0,0 | 3,6 | 65+ | 9,7 | 0,0 | 2,7 | 0,0 | 0,0 | 4,0 | 65+ | 11,0 | 14,1 | 35,0 | 0,0 | 0,0 | 16,1 |
| Total | 23,1 | 12,9 | 3,4 | 1,1 | 0,4 | 6,6 | Total | 23,0 | 13,0 | 3,0 | 1,0 | 0,0 | 7,0 | Total | 31,0 | 25,6 | 12,3 | 8,9 | 2,6 | 14,2 |

Source : BNB (HFCS).

(1) Il s'agit de ménages ayant au moins un crédit hypothécaire, qu'ils aient ou non contracté par ailleurs des crédits non hypothécaires.

(2) Il s'agit de ménages ayant au moins un crédit non hypothécaire, qu'ils aient ou non contracté par ailleurs des crédits hypothécaires.

critiques, ventilées selon le revenu et l'âge, et celles sur la participation au marché du crédit et les valeurs médianes conditionnelles de l'encours de la dette, également ventilées selon le revenu et l'âge, on obtient une image globale permettant d'estimer les risques. Il convient toutefois de souligner qu'en raison du croisement de l'âge et du revenu pour répartir les ménages, le nombre d'observations par catégorie est parfois assez faible, ce qui rend les estimations plus imprécises.

Si on examine d'abord les ménages ayant contracté un crédit hypothécaire⁽¹⁾, il appert que les ménages présentant des ratios d'endettement critiques font principalement partie des ménages plus jeunes à plus faible revenu. Dans ces groupes, plus des trois quarts des ménages ayant un crédit hypothécaire en cours ont un *debt-service-to-income ratio* et un *debt-to-income ratio* qui peuvent poser problème. Toutefois, c'est par ailleurs précisément au sein de ce(s) groupe(s) qu'un plus petit nombre de ménages recourent au crédit hypothécaire (moins d'un ménage sur quatre) et que l'encours de ces crédits est généralement bas. De plus, le *debt-to-asset ratio* de la grande majorité des ménages de cette catégorie n'est habituellement pas excessif. C'est pourquoi la plupart d'entre eux possèdent suffisamment d'actifs à exploiter en cas de problème pour éponger leurs dettes. Une éventuelle crise immobilière pourrait néanmoins grever ce matelas. Au sein du groupe des jeunes ménages à faible revenu qui ont un crédit hypothécaire, un certain nombre éprouvent donc quelques difficultés à rembourser leurs dettes avec leur revenu actuel. Toutefois, comme ces groupes comptent relativement peu de ménages ayant un crédit hypothécaire, et comme la plupart des crédits sont suffisamment couverts par des actifs, ces difficultés n'ont pas nécessairement de lourdes conséquences macroéconomiques ou prudentielles. À l'inverse, ce sont essentiellement les jeunes ménages des quintiles de revenu les plus élevés qui empruntent le plus souvent et le plus. C'est dans

ce groupe que la détention de crédits hypothécaires et les encours médians sont les plus importants. Il s'avère néanmoins que ces groupes ne comptent guère de ménages dont les ratios d'endettement sont précaires. C'est ainsi qu'ils comptent (nettement) moins de 10 % des ménages affichant un *debt-service-to-income ratio* supérieur à 0,4. La plupart des ménages peuvent donc dûment rembourser leurs dettes en se servant de leurs flux de revenu. Il faut évidemment, dans ce cas, que ces flux de revenu soient pérennes.

Comme exposé plus haut (cf. chapitre 3), le crédit non hypothécaire est réparti plus également entre les ménages, et ce sur les plans tant de la détention que des encours. Cependant, tout comme c'est le cas parmi les ménages ayant un crédit hypothécaire, ce sont à nouveau, au sein du groupe des ménages ayant un crédit non hypothécaire⁽²⁾, les jeunes ménages à faible revenu qui présentent le plus souvent un *debt-service-to-income ratio* et un *debt-to-income ratio* (trop) élevés. Comme les encours sont moins volumineux lorsqu'il s'agit de dettes non hypothécaires, on recense au sein de ce groupe moins de ménages ayant un ratio d'endettement excessif que dans le cas des crédits hypothécaires. En revanche, pour nombre de jeunes ménages (jusqu'à plus de 60 %) à faible revenu, ces dettes ne sont pas suffisamment couvertes par des actifs (*debt-to-asset ratio* supérieur à 0,75). Le risque de défaut de paiement in fine est donc plus grand dans ce cas, surtout si ces ménages devaient subir un choc de revenu négatif, comme par exemple une perte d'emploi. Eu égard aux encours typiquement assez faibles, les conséquences macroéconomiques éventuelles de ces problèmes sont limitées, ce qui n'en réduit pas pour autant les conséquences sociales pour les ménages touchés.

(1) Il s'agit de ménages ayant au moins un crédit hypothécaire, qu'ils aient ou non contracté par ailleurs des crédits non hypothécaires.

(2) Il s'agit des ménages ayant au moins un crédit non hypothécaire, qu'ils aient ou non contracté par ailleurs des crédits hypothécaires.

Encadré – L'incidence de chocs macroéconomiques sur la soutenabilité de la dette des ménages

Du point de vue de la politique tant macroéconomique que prudentielle, il faut pouvoir estimer l'incidence de différents types de chocs macroéconomiques sur la soutenabilité de la dette des ménages. À l'échelle macroéconomique, une détérioration de la soutenabilité peut en effet avoir des conséquences néfastes sur les dépenses des ménages s'il doit en résulter un durcissement des conditions d'octroi de crédits et/ou une tendance au désendettement (*deleveraging*). Sous l'angle de la politique prudentielle, il convient, compte tenu du poids, dans le total du bilan des banques, des encours des crédits octroyés aux ménages, de savoir quelle est la sensibilité

du risque de crédit (et, partant, de la rentabilité des établissements financiers) à une évolution de l'environnement macroéconomique (tests de résistance macroéconomique).

Le présent encadré vise à identifier, pour l'économie belge, l'incidence d'une série de chocs importants (à savoir les chocs de revenu, les chocs de taux d'intérêt et les chocs sur les prix de l'immobilier) sur les ratios d'endettement des ménages sur la base des données microéconomiques de la HFCS. Comme il ressort d'une étude récente par Ampudia, van Vlokhoven et Zochowski (2014), ces données permettent de simuler – sur la base de quelques postulats – l'incidence de chocs sur la soutenabilité de la dette au niveau des ménages, compte tenu des caractéristiques socioéconomiques de ces derniers ainsi que de la répartition du revenu, des dettes et des actifs au sein de la population. Ces données permettent d'étayer sous un angle microéconomique les résultats fournis, par exemple, par les tests de résistance macroéconomiques.

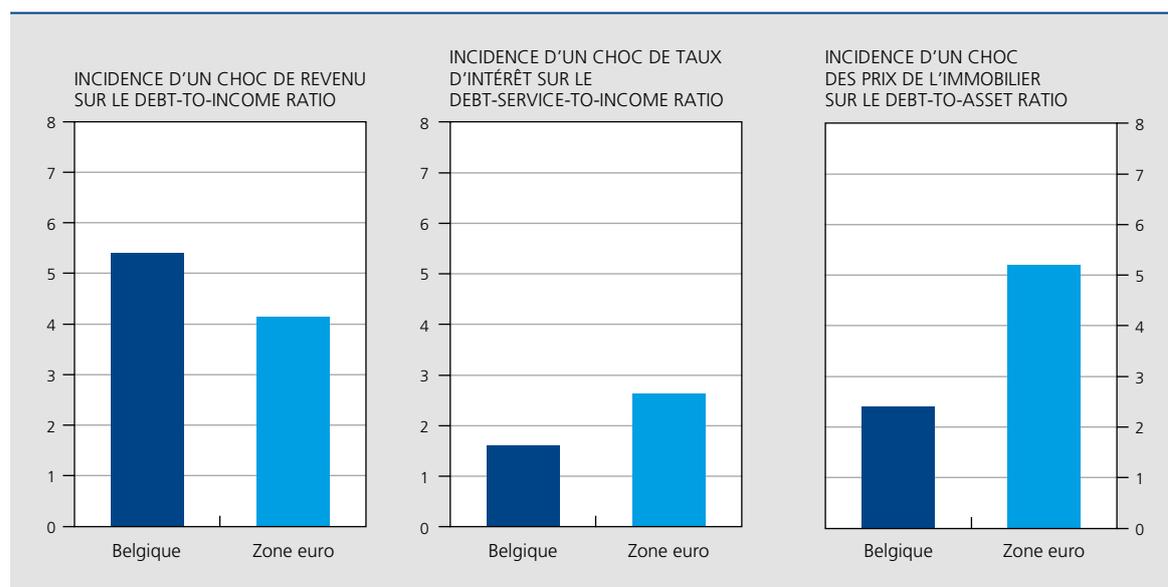
Dans cet encadré, les résultats découlant de la HFCS sont par ailleurs complétés en associant aux variables macroéconomiques l'évolution des retards de paiement agrégés tels qu'enregistrés dans la CCP. Cette analyse ne possède certes pas de fondement microéconomique, mais elle offre l'avantage de mesurer l'incidence sur la soutenabilité ex post, dans la mesure où elle s'appuie sur les retards de paiement effectivement survenus.

Sur la base de données de la HFCS, Ampudia et al. (2014) ont examiné, pour les pays de la zone euro, l'effet sur le debt-to-income ratio, sur le debt-service-to-income ratio et sur le debt-to-asset ratio des facteurs respectifs suivants :

- un choc de revenu : une diminution de 10 % du nombre de personnes occupées, le revenu du travail étant compensé par une allocation de chômage ;
- un choc de taux d'intérêt : une hausse de 300 points de base du taux d'intérêt des crédits hypothécaires à taux variable ;
- un choc sur les prix de l'immobilier : une diminution de 20 % des prix de l'immobilier.

AUGMENTATION DES RATIOS D'ENDETTEMENT DES MÉNAGES À LA SUITE DE CHOCs DÉFAVORABLES

(modification du ratio médian pour les ménages endettés, en points de pourcentage)

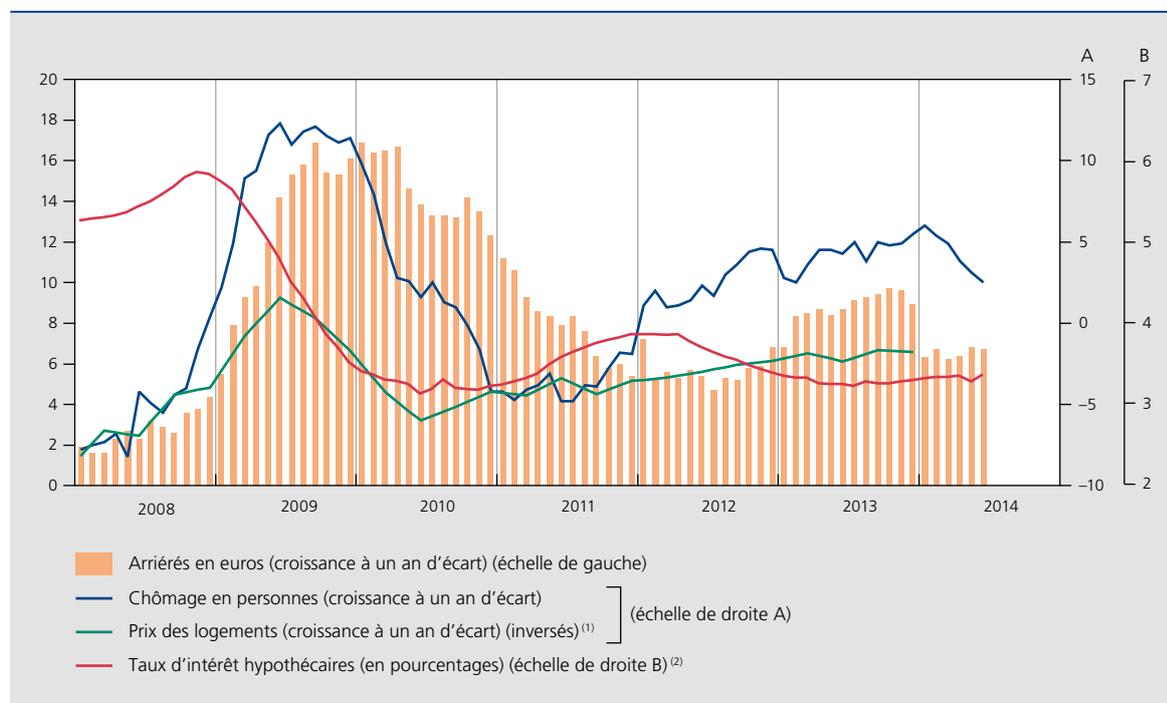


Source : Ampudia et al. (2014).

L'incidence d'un choc de revenu sur la valeur médiane pour le debt-to-income ratio est relativement importante en Belgique par rapport à la zone euro (5,4 contre 4,1 points de pourcentage). L'incidence des autres chocs (de taux d'intérêt et sur les prix de l'immobilier) est toutefois plus limitée, par rapport tant au choc de revenu qu'aux valeurs obtenues pour la zone euro. Le choc de taux d'intérêt fait augmenter le debt-service-to-income ratio plus nettement dans la zone euro (2,6 points de pourcentage) qu'en Belgique (1,6 point de pourcentage). La baisse des prix de l'immobilier a elle aussi une influence plus vive dans la zone euro : la hausse du debt-to-asset ratio y a atteint 5,2 points de pourcentage, contre 2,5 points de pourcentage en Belgique. Les résultats de cette étude suggèrent que les ménages belges (endettés) sont comparativement plus sensibles aux chocs de revenu que ceux de la zone euro. Ces résultats s'expliquent d'un point de vue microéconomique par le fait qu'en Belgique, certains groupes présentent déjà des debt-to-income ratio relativement élevés et que ce sont principalement les ménages plus jeunes qui sont plus endettés. Ces derniers n'ont généralement pas encore ou pas suffisamment constitué d'actifs qu'ils pourraient réaliser s'ils étaient confrontés à un choc de revenu négatif. En revanche, la sensibilité à un choc de taux d'intérêt ou sur les prix de l'immobilier est plus limitée, ce qui peut s'expliquer respectivement par la faible part de la dette placée à des taux d'intérêt variables et par l'assez bonne couverture des dettes des ménages belges par les actifs (et donc par un debt-to-asset ratio peu élevé).

L'évolution des retards de paiement des ménages belges confirme globalement ces constatations. Les défauts de paiement – qui sont enregistrés chaque mois depuis janvier 2007 par la CCP – permettent de vérifier ex post comment l'environnement macroéconomique influence la soutenabilité des dettes des ménages. À cet effet, la corrélation entre les défauts de paiement et les variables macroéconomiques est mesurée tout au long du cycle. Pour cerner le profil cyclique des retards de paiement nominaux, nous indiquons celui-ci à l'aide de leur croissance à un an d'écart. L'effet de la crise apparaît aussitôt : de 2008 jusqu'à 2010, les retards de paiement ont fortement

ENVIRONNEMENT MACROÉCONOMIQUE ET DÉFAUTS DE PAIEMENT DES MÉNAGES



Sources : ONEM, BNB (MIR, CCP).

(1) Prix nominaux des logements, tous logements confondus, observations trimestrielles interpolées de manière linéaire sur une base mensuelle.

(2) Taux bancaire moyen sur l'encours des crédits hypothécaires assortis d'une période de fixité initiale du taux inférieure ou égale à un an.

augmenté. Le choc de revenu est illustré par la variation du chômage en personnes (croissance à un an d'écart). Le choc de taux d'intérêt est reflété par les mouvements du taux d'intérêt moyen sur l'encours des crédits hypothécaires (assortis d'une période de fixité initiale du taux inférieure ou égale à un an). Les prix des actifs sont représentés par la croissance à un an d'écart des prix de l'immobilier résidentiel.

Au cours de la période limitée qui est disponible, les variations des retards de paiement en Belgique sont le plus étroitement corrélées avec les fluctuations du chômage (0,62). Les deux séries connaissent au fil du temps des évolutions similaires, le chômage anticipant légèrement les défauts de paiement. En revanche, la hausse des retards de paiement n'est pas couplée au taux d'intérêt, qui affiche une tendance à la baisse tout au long de la période. Les retards de paiement montrent la relation attendue avec les fluctuations des prix des logements. Lorsque ceux-ci augmentent moins fort ou diminuent, les retards de paiement s'accroissent plus nettement. La corrélation (-0,43) est toutefois moins nette que dans le cas du chômage. Cette analyse ex post confirme que, pour la période 2008-2014, les chocs de revenu persistants, mesurés à l'aide des variations du chômage, ont globalement eu une incidence significative sur la soutenabilité de la dette des ménages belges.

Les résultats doivent toutefois être interprétés avec prudence, notamment parce que nous nous limitons dans le présent article à une analyse graphique et que l'historique disponible empêche d'appréhender l'intégralité du cycle. Différentes études empiriques (Marcucci et Quagliariello, 2009; Laeven et Majnoni, 2003) font état d'une relation non linéaire entre le risque de crédit et l'environnement macroéconomique. Plus particulièrement, l'évolution des défauts de paiement serait plus sensible à l'environnement macroéconomique lors de récessions qu'en période de haute conjoncture. En outre, cette relation est également déterminée par les modèles d'évaluation des risques des établissements financiers. Un bon suivi des risques – tant l'analyse des risques au sein des banques que dans le cadre de la politique macroprudentielle – devrait en principe limiter la relation entre les retards de paiement et les facteurs liés à l'environnement macroéconomique.

4.2 Ménages rencontrant des problèmes de remboursement

Les données de la HFCS ont permis d'établir que les jeunes ménages belges disposant d'un faible revenu constituaient un groupe potentiellement plus à risque que d'autres types de ménages en ce qui concerne les problèmes d'endettement. Sur la base de l'étude d'Ampudia et al. (2014) (cf. encadré ci-avant pour plus de détails), il apparaît en outre que ce groupe est relativement sensible (par comparaison à la zone euro) aux chocs (négatifs) de revenu. Partant de ce constat, il est intéressant de se tourner vers les données de la CCP; celles-ci permettent en effet, d'une part, de vérifier les constats tirés de la HFCS et, d'autre part, d'analyser à quel degré les différences dans les profils de risque se matérialisent et se traduisent par des divergences dans les problèmes d'endettement effectifs. En particulier, l'évolution dans le temps du taux moyen de défaut par catégorie d'âge des emprunteurs est analysée pour les crédits hypothécaires et pour les crédits à la consommation. Il est ensuite procédé à un examen de la mesure dans laquelle des écarts dans ces évolutions peuvent s'expliquer par des variabilités de sensibilité des différentes générations à des chocs de revenu.

Par manque d'informations statistiques sur le revenu par tranche d'âge, ces chocs sont approximés par les variations dans les taux de chômage des diverses catégories d'âge.

L'ampleur du crédit aux particuliers et des éventuels problèmes de surendettement dans la population peut être appréhendée globalement, notamment sur la base des données de la CCP, à l'aide de plusieurs indicateurs, tels que la part de la population disposant d'un crédit, la part de la population en défaut de paiement, ou encore la proportion d'emprunteurs ou de contrats en défaut de paiement. Les données de la CCP permettent aussi de suivre les évolutions au cours des dernières années, en l'occurrence de 2006 à 2013.

De 2006 à 2010, la part de la population âgée de plus de 18 ans enregistrée auprès de la CCP parce qu'elle a au moins un crédit en cours s'est constamment renforcée, passant de 46,1 à 56,9%. Avec la prise en compte des découverts bancaires autorisés, cette proportion a grimpé à 70,6% en 2012⁽¹⁾. Cet accroissement de la part

(1) Dernière donnée disponible pour les chiffres de la population.

de la population endettée a également été observé pour les différents types de crédits. Ainsi, le pourcentage de la population majeure ayant un crédit hypothécaire en cours a gonflé de 26,5 % en 2006 à 32,2 % en 2012. S'agissant des crédits à la consommation, cette part a rebondi plus fortement encore, de 34,5 % en 2006 à 44,1 % en 2010, puis à 63,6 % en 2012, compte tenu de l'inclusion des découverts bancaires. Les montants empruntés ont également crû durant la même période. Le montant moyen d'un nouveau crédit hypothécaire s'élevait à 99 000 euros au début de 2007, tandis qu'il était de 109 500 euros à la fin de 2013 (+10,7 %). En ce qui concerne les crédits à la consommation (tous types confondus), un nouveau crédit à la consommation avait au début de 2007 une valeur moyenne de 9 400 euros, contre 10 900 euros à la fin de 2013 (+16,2 %).

Avec la crise financière, l'expansion du nombre d'emprunteurs s'est également traduite par une augmentation des emprunteurs défaillants (parmi la population des plus de 18 ans). Cette intensification des défauts de paiement n'est toutefois pas seulement la conséquence de la multiplication du nombre d'emprunteurs; le taux moyen de défaut (mesuré par le rapport entre le nombre d'emprunteurs défaillants et le nombre total de débiteurs au cours de la période considérée) s'est également inscrit en hausse depuis la crise. Ainsi, parmi la population âgée de plus de 18 ans, la part des personnes enregistrées auprès de la Centrale négative a été stable dans les années qui ont précédé le déclenchement de la crise financière, à environ 2,8 %. Par la suite, de 2009 à 2012, cette proportion a crû de manière ininterrompue, pour atteindre 3,7 %. Le taux de défaut parmi l'ensemble des emprunteurs a quant à lui légèrement diminué de 2006 à 2008, avant de s'accélérer à nouveau. En 2013, il était de 5,5 %.

Toutefois, étant donné que l'ampleur des taux de défaut varie selon le type de crédit, il est important de pouvoir faire la distinction entre les crédits hypothécaires, d'une part, et les crédits à la consommation, d'autre part. S'agissant des crédits hypothécaires, la part des emprunteurs en défaut se chiffrait à la fin de 2012 à 0,5 % de la population âgée de plus de 18 ans. Par rapport au total des emprunteurs, le taux de défaut a affiché une tendance baissière jusqu'en 2008 (1,36 %). Par contre, il a constamment légèrement augmenté par la suite, pour s'établir à 1,52 % en 2013. En ce qui concerne les crédits à la consommation (tous types confondus), la part des emprunteurs en défaut était de 3,5 % de la population majeure à la fin de 2012. Le taux de défaut moyen (nombre de débiteurs défaillants par rapport au nombre d'emprunteurs) n'a cessé de grimper depuis 2008, se fixant à 5,7 % en 2013.

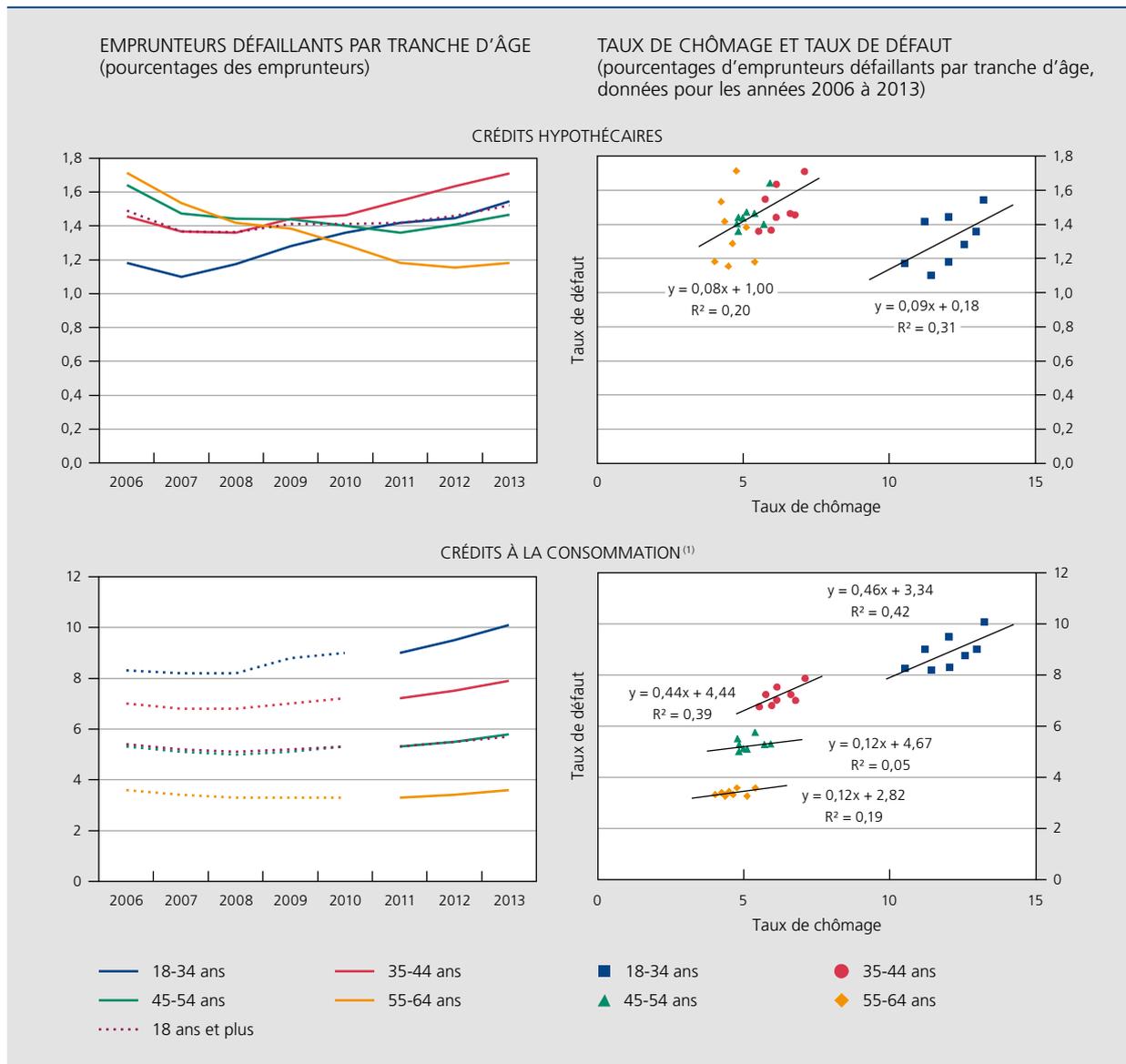
Par ailleurs, les risques de défaillance dépendent également de l'âge de l'emprunteur, comme l'ont montré les données issues de la HFCS. Les séries de la CCP ont donc également été ventilées selon cette variable.

Le taux de défaut global sur les crédits hypothécaires demeure relativement bas en Belgique. Les courbes présentent toutefois des différences selon la tranche d'âge des emprunteurs. Le taux de défaut s'accroît en effet à partir de 2007-2008 pour les tranches d'âge les plus jeunes (18-34 ans et 35-44 ans), alors qu'il diminue pour la plus âgée (55-64 ans). En ce qui concerne la tranche d'âge intermédiaire (45-54 ans), on constate un repli du taux de défaut jusqu'en 2011, suivi d'un rebond en fin de période. Le faible taux de défaut observé sur les emprunts hypothécaires en comparaison avec celui obtenu sur les crédits à la consommation reflète vraisemblablement la concentration de ce type de crédit chez les ménages avec des revenus relativement élevés.

Les évolutions du taux moyen de défaut sur les crédits hypothécaires peuvent partiellement s'expliquer par des changements – durables – dans le revenu. L'analyse parallèle des développements des taux de chômage et des taux de défaut semble confirmer l'existence d'une relation positive significative entre ces deux variables, de même qu'elle souligne la pertinence de chocs de revenu persistants en tant que facteur explicatif important des fluctuations des défauts de paiement. Plus spécifiquement, les résultats tirés de l'analyse par groupe d'âge sont les suivants. Premièrement, il ne semble pas y avoir d'effet structurel lié aux groupes d'âge dans la mesure où les taux de défaut sur les crédits hypothécaires sont globalement similaires quelle que soit la génération considérée. Deuxièmement, on constate une corrélation positive entre le niveau du taux de chômage et le taux de défaillance, pour les plus jeunes générations (18-34 ans) comme pour les plus âgées (35 ans et plus). La plus vive augmentation des taux de défaut au sein des générations des 18-34 ans et des 35-44 ans en fin de période pourrait en partie tenir aux différences observées dans l'évolution des taux de chômage par génération. Enfin, il ne semble toutefois pas y avoir d'écart de sensibilité significatif par rapport à un changement dans le taux de chômage, étant donné que les régressions pratiquées sur les deux ensembles de données aboutissent à des pentes relativement semblables.

En résumé, s'agissant des crédits hypothécaires, une baisse de revenu (approximée par une hausse du taux de chômage) va de pair avec un élargissement de la part d'emprunteurs défaillants. Par contre, les générations les plus jeunes ne semblent pas, dans l'ensemble et pour le moment, être davantage touchées. Cela tient sans doute en partie aux faits que le marché du crédit hypothécaire

GRAPHIQUE 9 TAUX DE DÉFAUT MOYENS SUR LES CRÉDITS AUX MÉNAGES ET SITUATION MACROÉCONOMIQUE



Sources: DGSIE (EFT), BNB (CCP).

(1) Le changement méthodologique introduit en 2011, demandant à la CCP d'enregistrer les découverts bancaires autorisés sur les comptes à vue, a entraîné une rupture de série dans les données relatives aux crédits à la consommation entre 2010 et 2011. Afin de « gommer » cette rupture, on a répercuté en 2010 le taux enregistré en 2011, ensuite on a rétropolé la série sur la période de 2006-2009 en appliquant les taux de croissance des séries originales.

est relativement régulé en Belgique et que les banques se montrent prudentes dans leurs octrois de crédits.

Sur le plan des crédits à la consommation (tous types de crédits confondus), toutes les générations d'emprunteurs sont concernées par le regain du taux de défaut enregistré ces trois dernières années. La tendance est toutefois plus prononcée pour les emprunteurs les plus jeunes (18-34 ans), parmi lesquels un emprunteur sur dix (10,1 %) présentait en 2013 une défaillance de remboursement d'au moins un crédit à la consommation. Cette proportion était de 7,9 % pour les 35-44 ans, de 5,8 % pour les

45-54 ans, de 3,6 % pour les 55-64 ans et de 1,6 % pour les plus de 64 ans.

Comme pour les crédits hypothécaires, le taux de défaillance moyen sur les crédits à la consommation a été mis en parallèle avec le niveau du taux de chômage (servant d'approximation pour une variation à la baisse du niveau de revenu) entre 2006 et 2013. Le constat global est similaire: le taux de défaut a tendance à gonfler lorsque le taux de chômage s'accroît, quel que soit le groupe considéré. Toutefois, pour ce type de crédits, et contrairement aux crédits hypothécaires, on observe un effet

générationnel : le taux de chômage en moyenne plus élevé des générations les plus jeunes se traduit en effet par un taux de défaut également plus important. En outre, pour les générations des 18-34 ans et des 35-44 ans, la corrélation entre la part des emprunteurs défaillants et le niveau du taux de chômage semble plus forte que pour les groupes plus âgés. Ce résultat pourrait être le signe d'une plus grande sensibilité des jeunes générations à une diminution de revenu. Leur capacité de remboursement s'en trouverait plus fortement amoindrie. Cet effet est spécifique aux crédits à la consommation.

Conclusion

Dans cet article, il a été procédé à une analyse de l'évolution et de la distribution de l'endettement des ménages belges. Le recours conjoint à des données de types macroéconomique et microéconomique, les informations se complétant mutuellement, a permis de tirer un certain nombre de conclusions à propos de l'endettement des ménages, aux niveaux tant agrégé qu'individuel. Nous pouvons les résumer comme suit.

Les statistiques macroéconomiques font état d'une situation plutôt favorable sur le plan de la dette des ménages belges, comparativement à la zone euro. Les différents indicateurs relatifs à l'endettement se situent à un niveau plus bas en Belgique. Ils font toutefois état d'un accroissement notable et constant de l'endettement des ménages au cours des dix dernières années. Il convient de prendre en compte cette orientation à la hausse et de la surveiller, en raison de son impact potentiellement négatif sur l'activité économique et sur la stabilité financière, en particulier lors de la survenue d'importants chocs négatifs.

Toutefois, les informations microéconomiques montrent que, parmi les emprunteurs, il existe des groupes dont l'endettement rapporté au revenu est fragile, et ce dans une mesure comparable avec la zone euro. En outre, il ressort des données de la HFCS que c'est surtout pour les jeunes ménages et les familles disposant d'un plus faible revenu que l'endettement est relativement élevé au

regard de leur revenu, ce qui laisse transparaître une position de liquidité fragile. Ces groupes participent toutefois relativement peu au marché du crédit et, lorsqu'ils sont endettés, ont typiquement contracté de petits emprunts. En revanche, les dettes des ménages belges sont dans l'ensemble mieux couvertes par des actifs que dans la zone euro.

En ce qui concerne les ménages qui ont un crédit hypothécaire, ceux dont le taux d'endettement est le plus élevé par rapport à leur revenu se trouvent parmi les groupes les plus jeunes disposant d'un petit revenu. La plupart de ces ménages n'affichent néanmoins pas un *debt-to-asset ratio* excessif. Ces observations suggèrent que la majorité des familles possèdent suffisamment d'actifs pour, en cas de problème, éponger leurs dettes. Les autres types de crédits – non hypothécaires – sont répartis de manière équitable (en termes tant de participation que de volumes) entre les ménages qui ont contracté ce type de crédits. Parmi les ménages qui remboursent au moins un crédit non hypothécaire, ce sont à nouveau les ménages plus jeunes percevant un revenu plus faible qui présentent souvent des ratios d'endettement (trop) hauts, éventuellement entre autres en raison d'un crédit hypothécaire en cours. Pour beaucoup de jeunes ménages à petit revenu qui ont un crédit non hypothécaire, les dettes ne sont de surcroît pas entièrement couvertes par des actifs. Le risque de défaut est donc le plus important pour cette catégorie de ménages.

Les données de la Centrale des crédits aux particuliers font état d'une augmentation des taux de défaut durant les années postérieures à la crise, même si le nombre d'emprunteurs défaillants reste contenu en Belgique, du moins sur le plan des crédits hypothécaires. Les données de la CCP confirment en outre le fait que les jeunes ménages font davantage face à des arriérés de paiement sur leurs crédits. On constate également pour ce groupe une corrélation plus forte entre les problèmes de remboursement et le niveau du taux de chômage, ce qui illustre la plus grande sensibilité de cette catégorie à des chocs de revenu. Cette différence de sensibilité est cependant spécifique aux crédits à la consommation.

Bibliographie

Ampudia M., H. van Vlokhoven et D. Zochowski (2014), *Financial fragility of euro area households*, ECB Working Paper (forthcoming).

Ando A. et F. Modigliani (1963), «The "life-cycle" hypothesis of saving: aggregate implications and tests», *American Economic Review*, 53 (1), 55–84.

Bover O., J.M. Cassado, S. Costa, Ph. Du Caju, Y. McCarthy, E. Sierminska, P. Tzamourani, E. Villanueva et T. Zavadil (2013), *The Distribution of Debt Across Euro Area Countries: The Role of Individual Characteristics, Institutions and Credit Conditions*, NBB Working Paper 252.

Bruggeman A. et Ch. Van Nieuwenhuyze (2013), «Ampleur et dynamique de l'endettement en Belgique et dans la zone euro», BNB, *Revue économique*, juin, 63-86.

Du Caju Ph. (2012), «Constitution d'actifs par les ménages durant la crise financière», BNB, *Revue économique*, juin, 87-101.

Du Caju Ph. (2013), «Structure et répartition du patrimoine des ménages: une analyse menée sur la base de la HFCS», BNB, *Revue économique*, septembre, 43-66.

Du Caju Ph., F. Ryx et I. Tojerow (2014), «What Drives Household Over-indebtedness? A Microeconomic Perspective», mimeo.

HFCN, Eurosystem Household Finance and Consumption Network (2013a), *The Eurosystem Finance and Consumption Survey: Methodological Report for the First Wave*, ECB Statistics Paper Series 1, April.

HFCN, Eurosystem Household Finance and Consumption Network (2013b), *The Eurosystem Finance and Consumption Survey: Results from the First Wave*, ECB Statistics Paper Series 2, April.

HFCN, Eurosystem Household Finance and Consumption Network (2013c), *The Eurosystem Finance and Consumption Survey: Statistical Tables*, ECB Statistics Paper Series, April.

Pour de plus amples informations sur le HFCN et la HFCS, cf. le site internet de la Banque centrale européenne: http://www.ecb.int/home/html/researcher_hfcn.en.html.

Laeven L. et G. Majnoni (2003), «Loan loss provisioning and economic slowdowns: too much, too late?», *Journal of Financial Intermediation*, 12 (2), 178–197.

Marcucci J. et M. Quagliariello (2009), «Asymmetric effects of the business cycle on bank credit risk», *Journal of Banking and Finance*, 33 (9), 1624–1635.

Quels enseignements tirer du modèle américain pour le projet institutionnel de l'UEM ?

P. Butzen
S. Cheliout
H. Geeroms

Introduction

Alors que se préparait l'introduction de l'euro, il était déjà communément admis que la plupart des États membres de l'UE satisfaisaient moins aux critères d'une zone monétaire optimale (ZMO) que les 50 États américains. Le degré de convergence économique, la flexibilité des salaires et des prix, de même que la mobilité de la main-d'œuvre entre les futurs États membres de la zone euro semblaient plus faibles qu'entre les États fédérés américains. La théorie des ZMO postule qu'en l'absence d'une convergence et d'une flexibilité suffisantes, la mise en place d'une union monétaire requiert d'assurer un système de solidarité entre les pays membres par des transferts, généralement au départ d'un budget commun. À l'origine, la théorie des ZMO ne considérait pas l'aspect financier de l'économie, les restrictions aux mouvements de capitaux étant encore courantes à l'époque. Pourtant, des marchés financiers bien intégrés offrent un moyen supplémentaire d'absorber les chocs idiosyncratiques. L'instauration d'un fonds unique pour la résolution des banques défaillantes pourrait également comporter une forme de partage des risques (*risk sharing*).

Même si les États membres de l'UEM ne répondaient que partiellement et à des degrés divers aux critères des ZMO, il a toutefois été décidé de mettre en marche le processus d'union monétaire, un projet tout aussi politique qu'économique ; on supposait alors qu'à terme, les avantages de ce projet prometteur iraient en augmentant et ses inconvénients en diminuant, précisément grâce à l'introduction de la monnaie unique.

L'euro, en combinaison avec le marché unique, qui aurait en principe dû être achevé au début de 1993, devait en effet ouvrir la voie à une intensification du commerce communautaire, tout en renforçant la convergence entre les États membres et en favorisant l'intégration des marchés financiers. Des mécanismes d'adaptation devaient par ailleurs se mettre en place et concourir à corriger ces distorsions. Entre autres arguments avancés, il était supposé que les effets d'une économie en surchauffe, avec pour corollaires une inflation élevée et des déficits de la balance courante, seraient in fine corrigés par l'incidence négative qu'exercerait une perte de compétitivité sur la croissance. On parlait au demeurant du principe que d'éventuels écarts quant aux risques-pays rejailliraient sur la valorisation de la dette publique sur les marchés financiers, ce qui ne manquerait pas d'imposer une discipline budgétaire et de limiter les effets de contagion. La clause de *no bail-out* prévue par le traité de l'UE devait suffire à garantir une telle différenciation par les marchés financiers.

C'est notamment dans la perspective d'une convergence appelée à se poursuivre et dans l'hypothèse d'une valorisation différenciée par les marchés financiers qu'une structure institutionnelle inédite a été élaborée pour l'UEM. Celle-ci prévoyait une unification de la politique monétaire, tandis que les politiques budgétaire et structurelle demeuraient en grande partie du ressort des autorités nationales. La proposition historique de Pierre Werner visait une coordination économique plus centralisée, mais la volonté politique de transférer ces

compétences importantes au niveau de l'UE semblait faire défaut dans les années 1990. En guise d'ersatz d'une forme de gouvernement économique à l'échelon européen, la coordination de la politique budgétaire a été fixée par des règles européennes en vue de garantir la soutenabilité des finances publiques. Pour ce qui est des autres pans de la politique macroéconomique, ainsi que pour la politique économique structurelle, seule une forme « douce » de coordination, non contraignante, a été prévue, prenant appui sur l'article du Traité qui stipule que les États membres considèrent leur politique économique comme une matière relevant de l'intérêt communautaire. De même, le contrôle bancaire, la résolution des défaillances bancaires et la protection des dépôts demeuraient nationaux, la coordination entre les autorités nationales compétentes dans ces domaines restant minime et s'opérant sur une base volontaire.

Comme prévu, après l'introduction de l'euro, qui a supprimé le risque de change entre les pays de la zone euro, le commerce à l'intérieur de la zone euro a poursuivi sa progression et l'intégration financière a bénéficié d'un élan supplémentaire. Cela étant, nombre de suppositions préalables à l'introduction de l'euro se sont par la suite avérées infondées.

La valorisation différenciée par les marchés financiers n'a pas eu lieu; après l'introduction de l'euro, les taux d'intérêt ont affiché une convergence presque totale vers les taux d'intérêt les plus bas, en dépit des divergences sur les plans des fondamentaux économiques et des risques spécifiques aux pays. Le nivellement des taux d'intérêt s'est par ailleurs également produit en dehors de la zone euro et pour d'autres actifs que la dette publique. Cette convergence à la baisse a dans une large mesure contribué à un endettement excessif des administrations publiques et/ou du secteur privé dans plusieurs États membres de la zone euro.

Il est en outre apparu que, contrairement aux attentes, le mécanisme d'adaptation qui aurait dû résulter de la compétitivité ne s'est pas déployé suffisamment ou, à tout le moins, pas assez vite, si bien que les déséquilibres macroéconomiques ont continué de se creuser. Les règles en vigueur en matière de coordination économique n'ont pas pu empêcher ce phénomène, notamment en raison de leur application souvent trop souple, voire inexistante.

S'agissant du volet financier, le renforcement du marché unique s'est accompagné de flux de capitaux bancaires transfrontaliers considérables et croissants, qui sont très volatils. De surcroît, en raison de la libéralisation de la réglementation financière, certaines banques s'étaient développées dans des proportions telles que leurs autorités

nationales n'auraient pu dégager les moyens budgétaires nécessaires à leur éventuel sauvetage, cette responsabilité étant demeurée en majeure partie aux mains des États membres.

C'est dans ce contexte d'instabilité qu'à partir de 2009, dans la foulée de la montée des craintes entourant les finances publiques grecques, les écarts de rendement entre les emprunts publics de certains pays de la zone euro ont commencé à se creuser sensiblement. Cette situation a débouché sur la crise de la dette souveraine dans la zone euro, qui s'est ensuite aggravée sous l'effet du cercle vicieux entre banques et administrations publiques.

Plusieurs instruments ad hoc ont été déployés, mais il a fallu attendre l'été de 2012 et l'annonce par l'Euro-système de ses opérations monétaires sur titres (OMT) pour que l'incertitude sur les marchés financiers retombe progressivement. Cette mesure, même si elle n'a pas été conçue comme une solution durable à la crise de la dette souveraine, peut néanmoins accorder un peu de répit aux responsables politiques, le temps qu'ils ajustent le cadre institutionnel de l'UEM et qu'ils corrigent les déséquilibres dans les différents États membres.

Dans l'intervalle, nombre d'avancées ont été engrangées dans ces deux domaines, et d'autres propositions sont encore en discussion. Dans l'intention d'en tirer d'éventuels enseignements pouvant se révéler utiles pour l'UEM, le présent article parcourt des aspects importants de l'union monétaire qui fonctionne avec succès aux États-Unis. En effet, l'économie américaine présente une ampleur et un degré de développement similaires à ceux de la zone euro. Ce type de comparaison a toutefois ses limites, compte tenu des différences essentielles entre ces deux zones, et notamment du fait que les États-Unis sont un État-nation, contrairement à la zone euro, qui réunit des États souverains.

Le présent article se construit comme suit. La première partie évalue les caractéristiques des États-Unis et de la zone euro à l'aune des critères avancés par la théorie des ZMO. La deuxième compare l'union bancaire mise en place outre-Atlantique avec celle sur laquelle les pays de la zone euro se sont accordés, tandis que la troisième examine le fonctionnement de la solidarité budgétaire américaine et cherche à déterminer si ce mécanisme pourrait être envisagé en Europe. Enfin, une série de conclusions sont tirées.

1. Les États-Unis et la zone euro à l'aune de la théorie des zones monétaires optimales

1.1 Théorie des zones monétaires optimales

Les études portant sur les unions monétaires se réfèrent souvent à la théorie des zones monétaires optimales (ZMO). Cette théorie précise les conditions auxquelles une union monétaire doit satisfaire pour que les bénéfices de l'instauration de la monnaie unique, telle la réduction des coûts de transaction, l'emportent sur les inconvénients découlant de l'abandon d'une politique monétaire indépendante et, partant, de la perte des instruments de taux d'intérêt et de taux de change pour absorber les chocs.

La théorie des ZMO a été développée au début des années 1960 par Mundell, McKinnon et Kenen. La littérature traitant des ZMO a évolué depuis et est revenue sur le devant de la scène pendant la phase préparatoire de l'UEM (Corsetti, 2008). Certains observateurs doutaient qu'un tel groupe hétérogène de pays puisse former une union monétaire réussie. Cette vision sceptique n'était néanmoins pas partagée par d'autres observateurs qui partaient du principe que l'UEM elle-même entraînerait une convergence économique graduelle entre les pays membres (ZMO endogène), ce qui garantirait les chances de succès du projet. L'histoire récente a cependant mis clairement en exergue les failles de la structure institutionnelle de l'UEM. Toutefois, même si la théorie des ZMO est riche d'enseignements, l'UEM reste un projet complexe et évolutif au cours du temps, qui nécessite souvent des solutions spécifiques.

1.1.1 Les propriétés « pionnières »

Le caractère optimal d'une union monétaire peut être défini sur la base d'une série de critères « traditionnels » (Mongelli, 2008). Ceux-ci permettent d'assurer que les bénéfices d'une intégration monétaire excèdent les coûts qui y sont associés. Si de telles propriétés sont rencontrées, l'impact de chocs asymétriques sera limité car l'ajustement économique sera aisé en dépit de la perte de souveraineté de la politique monétaire.

1. Idéalement, les économies participantes doivent former un groupe homogène, ce qui signifie qu'elles doivent afficher un degré élevé de **convergence** économique. En effet, dans ce cas, les chocs communs exerceront une incidence comparable et les économies ayant une structure économique similaire seront moins sujettes à des chocs asymétriques. En principe, le renforcement de l'intégration, et donc du degré d'ouverture, favorise le processus de convergence.

2. La **flexibilité des prix et des salaires** est nécessaire pour aplanir les différences résiduelles entre les États membres d'une union monétaire et pour absorber les chocs asymétriques. Étant donné la contrainte posée par la perte de l'instrument des taux de change nominaux, une flexibilité suffisante s'impose en vue de permettre aux pays touchés par un choc défavorable d'ajuster leurs salaires et leurs prix relatifs afin de rétablir leur compétitivité.

3. La **mobilité des facteurs de production, dont le travail**, peut atténuer la pression s'exerçant sur les salaires et les prix dans les régions en surchauffe. Cet argument, initialement mis en avant par Mundell, est tiré de la théorie du commerce international selon laquelle la mobilité des facteurs de production permet une réallocation des ressources intra-zone. Par exemple, une mobilité du travail suffisante peut éviter une augmentation du chômage dans certaines régions à la suite d'un choc de demande négatif, de même que des pressions à la hausse sur l'inflation dans d'autres régions où la demande croît. Les flux de capitaux permettent un meilleur regroupement des ressources disponibles (pooling de réserves) ainsi qu'un meilleur partage des risques entre membres : les détenteurs étrangers d'actifs d'un pays devront supporter en partie d'éventuelles variations de prix de ces actifs. Ces flux permettent aussi d'absorber d'éventuelles perturbations temporaires défavorables qui pourraient surgir dans un pays spécifique, par exemple grâce à l'octroi de prêts par des pays en surplus au pays touché ; ils y rendent ainsi possible le lissage des dépenses des ménages et des entreprises.

Néanmoins, l'intégration financière ne peut constituer un substitut à un ajustement permanent (par exemple en prix et en salaires) lorsque ce dernier s'impose ; dans ce cas, elle ne peut qu'aider à faciliter ce processus en contribuant à atténuer le choc négatif sur les dépenses. Certains auteurs ont également émis des nuances et averti de possibles effets déstabilisateurs des flux de capitaux (p. ex. *sudden stop*).

4. À ces critères, il convient d'ajouter la **diversification de la production et de la consommation** et, partant, des exportations, réduisant ainsi l'impact de chocs affectant une catégorie étroite de produits.
5. Les **mécanismes de correction au niveau fédéral**, c'est-à-dire, en l'occurrence, l'échelon auquel sont assujettis les pays membres, peuvent contribuer à aplanir les différences résiduelles, comme les transferts au travers d'un budget fédéral.

1.1.2 Les « méta »-propriétés

Les critères « classiques » peuvent s'avérer difficilement mesurables et ainsi compliquer toute conclusion qui pourrait être tirée quant à l'existence d'une ZMO selon les caractéristiques rencontrées. Ainsi, une deuxième et plus récente vague de recherches issues de la littérature empirique a mis en lumière de nouveaux « méta »-indicateurs. Ces derniers s'intéressent à la similitude de l'incidence des chocs. Ils s'emploient à capturer l'ensemble des critères traditionnels en se fondant sur leurs interactions. L'intuition sous-jacente est en effet que, si l'incidence des chocs de demande ou d'offre ainsi que la vitesse d'ajustement sont similaires entre partenaires, cela réduirait le coût d'abandon de la souveraineté de la politique monétaire.

1.1.3 Quelques limitations et observations critiques de la théorie des ZMO

Outre leur problème de mesure, les propriétés « classiques » des zones monétaires optimales peuvent difficilement être évaluées les unes par rapport aux autres, et elles peuvent parfois pencher dans des directions contradictoires, menant ainsi à des résultats peu concluants (*inconclusiveness problem*). Par exemple, une économie très ouverte en termes de flux commerciaux avec un groupe de partenaires indiquerait que l'adoption de cours de change fixes avec ces pays lui serait favorable. Néanmoins, si ce même pays affiche également une très faible mobilité de ses facteurs de production, en particulier du travail, alors, la théorie des ZMO lui prescrirait, au contraire, de conserver un régime de taux de change flottants.

De plus, les critères « classiques » sont par construction rétrospectifs, s'appuyant sur des données passées. En cela, ils ne sont pas à même de refléter d'éventuels changements de préférences ou d'orientations politiques comme l'adoption d'une unification monétaire. Plusieurs auteurs ont ainsi soulevé la question de l'existence d'effets « endogènes », le fait de partager une monnaie commune enclenchant un processus vertueux qui mène à encore davantage de convergence entre les pays au fil du temps (hypothèse d'endogénéité). De plus, la formation d'une ZMO conduit à des engagements (commerciaux et politiques) durables et forts de la part de ses membres, donnant lieu à des perspectives d'investissement et d'intensification des relations commerciales à plus long terme.

Cette hypothèse s'est vu opposer celle de spécialisation de Krugman. Selon cette dernière, les pays qui deviennent de plus en plus intégrés auront tendance à se spécialiser

dans des biens et services pour lesquels ils présentent un avantage comparatif. Une spécialisation accrue est synonyme d'une production moins diversifiée, les pays devenant ainsi plus vulnérables à des chocs asymétriques. Cette hypothèse implique que la perte de souveraineté de l'instrument de politique monétaire représenterait au contraire un coût considérable.

1.2 Une évaluation des États-Unis et de la zone euro en matière de ZMO

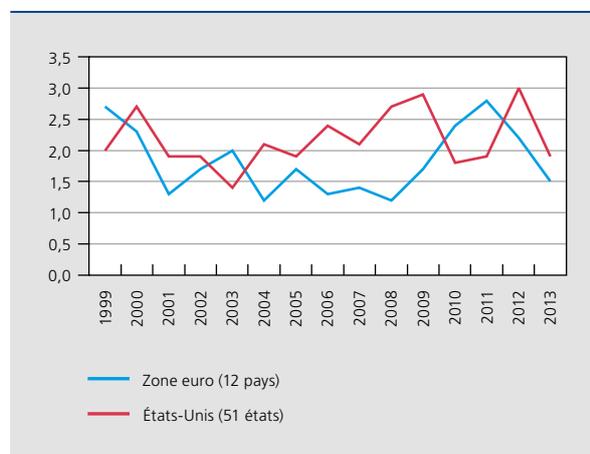
1.2.1 Convergence économique

Cette dimension peut être abordée par une série d'indicateurs qui évaluent le degré d'homogénéité de l'union monétaire considérée. À cette fin, on étudie les chiffres régionaux des États membres de l'Union. Il est généralement admis que l'économie américaine est significativement plus homogène que celle de la zone euro. Un rapide relevé d'une série de variables pertinentes en la matière montre toutefois que les différences régionales dans la zone euro sont généralement comparables à celles observées aux États-Unis.

Au cours des dernières décennies, les écarts de croissance dans la zone euro, mesurés par l'écart type de la croissance du PIB dans les États membres, ont été plutôt inférieurs à ceux enregistrés aux États-Unis. Durant la crise, les différentiels de croissance ont atteint un pic dans les deux zones (sous l'effet, dans la zone euro, d'une profonde

GRAPHIQUE 1 DISPERSION DES TAUX DE CROISSANCE DU PIB DANS LA ZONE EURO ET AUX ÉTATS-UNIS

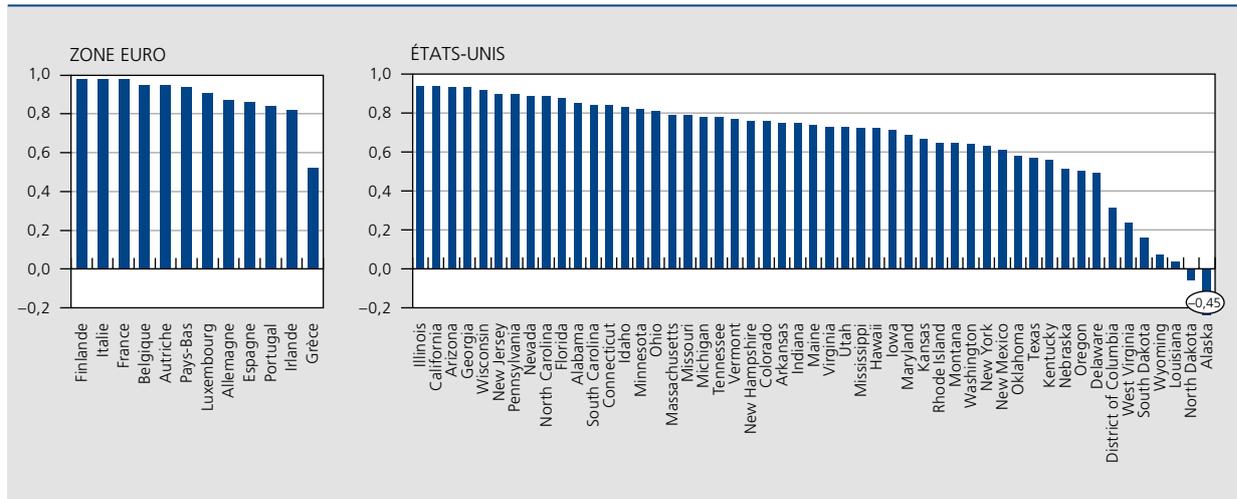
(écart type entre pays (ou États fédérés), points de pourcentage des taux de croissance)



Sources : CE, BEA.

GRAPHIQUE 2 SYNCHRONISME DES TAUX DE CROISSANCE DANS LA ZONE EURO ET AUX ÉTATS-UNIS

(corrélation des taux de croissance des pays (États fédérés) par rapport à celui de la zone euro (des États-Unis) au cours de la période 1999-2013)



Sources : CE, BEA.

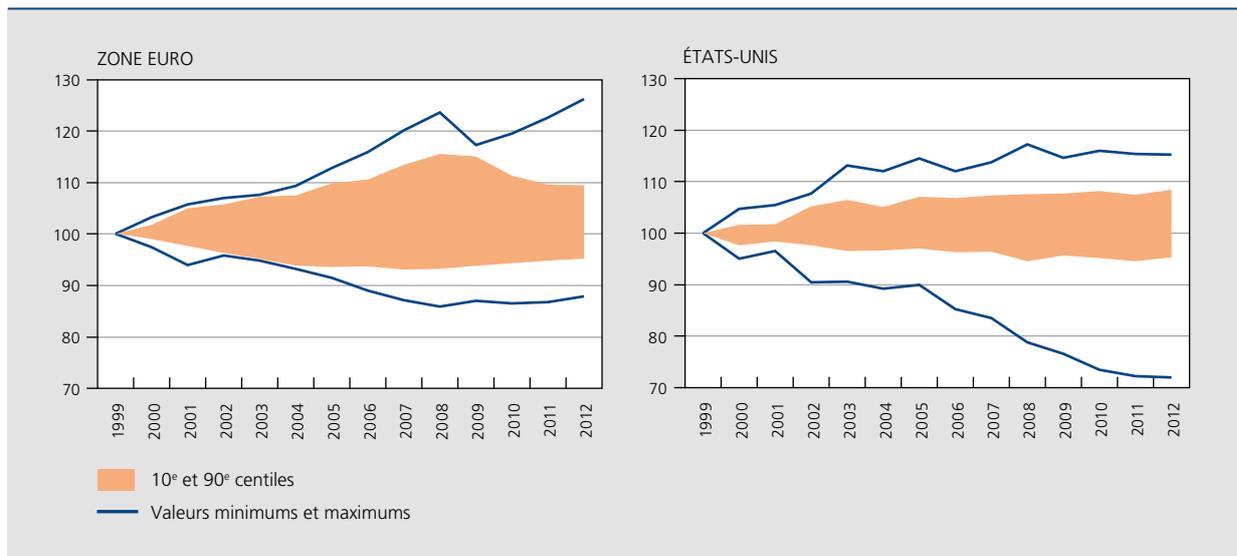
récession qui a frappé la périphérie de cette région). Puis, en 2013, la dispersion des taux de progression du PIB dans les deux zones est retombée à des niveaux similaires à ceux prévalant avant la crise. On détermine également bien souvent la convergence économique au sein d'une union monétaire en calculant la corrélation entre la croissance du PIB de chacun des membres et celle de l'ensemble de l'union au cours d'une certaine période. Ce calcul vise à appréhender l'évolution synchrone des

cycles conjoncturels. Dans l'ensemble, il apparaît, sur la base de cette mesure, que l'intégration économique est comparable entre les États fédérés américains et entre les pays membres de la zone euro.

Tandis que les cycles économiques évoluent de manière relativement analogue aux États-Unis et dans la zone euro (depuis le lancement de l'UEM), des différences régionales intra-zone semblent néanmoins avoir persisté

GRAPHIQUE 3 DYNAMIQUE DES COÛTS UNITAIRES DU TRAVAIL DANS LA ZONE EURO ET AUX ÉTATS-UNIS

(indices 1999 = 100)



Sources : CE, BEA.

au fil du temps. Les causes à l'origine de la dispersion des performances économiques régionales montrent des similitudes dans les deux zones. Les effets de la crise sur les différents pays de la zone euro ont notamment suivi un schéma assez comparable à ceux des États fédérés américains. Les pays européens et les États fédérés américains les plus sévèrement touchés sont ceux dans lesquels des déséquilibres ont commencé à être corrigés, ou ceux dont certains problèmes structurels n'avaient pas été traités avant la crise. Aux États-Unis, le Nevada, l'Arizona, la Floride ou la Californie avaient enregistré des hausses soutenues des prix de l'immobilier. Par la suite, en raison de la crise, les prix de l'immobilier s'y sont effondrés. De même, dans la zone euro, plusieurs pays ont expérimenté une bulle immobilière avant la crise (Espagne, Irlande). Des facteurs structurels peuvent également expliquer la disparité des performances régionales. Aux États-Unis, la région des Grands Lacs est fortement tributaire de l'industrie manufacturière, ce qui explique que la croissance y ait été atone ces dernières décennies. De même, dans certains pays de la zone euro (comme au Portugal), l'existence de fortes rigidités structurelles avait débouché sur des taux de croissance plus faibles que la moyenne.

S'agissant des coûts salariaux par unité produite, on constate que, dans la zone euro, ces coûts ont également convergé avant l'avènement de l'UEM. Depuis 1999, leur dispersion atteint dans l'ensemble des niveaux quelque peu moins élevés aux États-Unis. Dans le même temps, une grande variation (écart entre les valeurs minimums et maximums) s'observe encore dans les deux zones. Il ressort des données détaillées que les deux unions comportent des régions où la variation des coûts salariaux par unité produite est, de manière persistante, supérieure ou inférieure à la moyenne.

On peut donc conclure que, en matière de convergence économique, il subsiste des inégalités au sein d'une union monétaire efficace telle que les États-Unis et que celles-ci sont généralement comparables à celles observées dans la zone euro. L'hétérogénéité économique ne semble dès lors pas justifier le négativisme entourant la viabilité de la zone euro.

1.2.2 Flexibilité

Une union monétaire dont les membres sont différents ou qui est confrontée à un choc asymétrique mais qui dispose de la flexibilité nécessaire sur les plans de la mobilité des facteurs de production et de la formation des salaires et des prix peut ainsi compenser la perte des mécanismes d'ajustement que sont le taux de change et la politique monétaire.

S'agissant du facteur travail, la zone euro remplit nettement moins les conditions de flexibilité que les États-Unis. En comparant des données relatives à l'année 2006, Gakova et Dijkstra (2008) ont constaté que la migration entre les États fédérés américains est grosso modo deux fois plus importante que celle entre les pays de l'UE, voire plus encore si on considère l'UEM. Au fil du temps, la mobilité du travail s'est toutefois quelque peu accrue dans l'UEM. Selon Van Beers et al. (2014), dont l'analyse a couvert une période allant jusqu'en 2012, la capacité d'absorption des chocs adverses sur l'emploi grâce à la mobilité du travail reste plus forte aux États-Unis qu'en Europe, mais cet écart s'est tout de même réduit ces dernières années.

Une série de facteurs expliquent la mobilité interne accrue du travail aux États-Unis, parmi lesquels des facteurs institutionnels (une sécurité sociale partielle, des marchés du travail moins réglementés, des procédures transactionnelles simples sur le marché de l'immobilier), culturels (le fait que déménager fasse partie de l'identité américaine, l'utilisation de la même langue) et démographiques (une population plus jeune).

En matière de flexibilité des salaires, on constate de grandes disparités entre les pays de la zone euro. Il ressort toutefois d'une étude récente et souvent citée que, contrairement à l'opinion largement répandue selon laquelle la flexibilité est plus importante aux États-Unis, la différence avec la zone euro n'est pas si grande (Dickens et al., 2007). En revanche, une étude de la BCE sur l'évolution des prix à la consommation et à la production montre que ceux-ci sont nettement plus rigides dans la zone euro qu'aux États-Unis (BCE, 2005).

Les flux de capitaux soutiennent l'intégration économique et peuvent, tout comme un facteur travail mobile, engendrer une certaine flexibilité permettant d'absorber les chocs. Depuis la création de l'UEM, la détention d'actifs transfrontaliers s'est fortement accrue. Celle de titres de dettes, en particulier, mais aussi celle d'actions transfrontalières entre pays membres, ont augmenté de manière considérable (Van Beers et al., 2014). Un tel essor n'est pas propre à l'UEM, étant donné que l'intégration financière au niveau international s'est également accélérée. Cette évolution a néanmoins été plus marquée dans l'UEM. Les actifs étrangers bancaires, notamment, constituent une composante majeure des avoirs transfrontaliers. L'internationalisation des institutions bancaires de l'UEM s'est opérée principalement par le canal du financement interbancaire et peu par celui de l'octroi de prêts directs aux consommateurs d'autres pays (Sapir et Wolff, 2013). Ce dernier marché reste encore relativement segmenté au niveau national (BCE, 2014). Du côté des États-Unis,

alors que le marché bancaire avait initialement été très segmenté, des vagues successives de dérégulation et la levée des restrictions géographiques ont donné lieu à une intensification des flux financiers entre États fédérés⁽¹⁾. Selon Morgan et al. (2004), la part des actifs détenus par des groupes bancaires présents dans plusieurs États a sextuplé (passant de 10 % en 1975 à 60 % en 1994)⁽²⁾. Par contraste avec les États-Unis, en Europe, la multiplication des regroupements bancaires a donné lieu à l'apparition de grands groupes, entrant surtout en concurrence entre eux sur le marché de gros. Le marché de détail est pour sa part resté essentiellement national.

Un autre pan de la littérature économique a tenté de mesurer l'intégration financière sous l'angle, plus large, de la mobilité des capitaux. Dans une zone où l'intégration est avancée, les flux de capitaux peuvent circuler librement entre membres, permettant ainsi de canaliser les surplus vers les pays en besoin de financement, comme on a pu le constater dans la zone euro⁽³⁾. En raison de restrictions en matière de données, un tel exercice n'est guère réalisable pour les États fédérés américains, et divers auteurs utilisent des références indirectes qui compliquent la comparaison avec la zone euro.

Plusieurs contributions empiriques récentes⁽⁴⁾ ont néanmoins exploré le rôle de l'intégration financière dans sa fonction de stabilisateur de chocs macroéconomiques et ont comparé les résultats obtenus entre les États-Unis et l'UEM. Dans l'ensemble, même si, dans l'UEM, ils se sont renforcés à partir de 2000 et jusqu'à la crise, les marchés financiers exercent ce rôle de manière beaucoup moins importante qu'aux États-Unis. Avec la crise, les flux privés de capitaux se sont même inversés, en particulier dans les pays de la périphérie de l'UEM, tandis que d'autres canaux d'absorption ont pris le relais, tels les flux publics ou l'épargne. Aux États-Unis, les marchés financiers participent grandement à l'ajustement des chocs macroéconomiques, et ce depuis plus longtemps.

(1) Jusque dans les années 1970, l'existence de lois restrictives sur les activités bancaires aux États-Unis a donné lieu à une forte fragmentation géographique, correspondant grosso modo à 50 marchés distincts. Un mouvement de dérégulation s'est ensuite opéré, grâce à l'introduction progressive de divers amendements et de lois autorisant les banques à exercer leur activité dans plusieurs États fédérés à la fois. Cette transition vers un système bancaire « inter-États » s'est finalement achevée avec l'adoption du Reigle-Neale Act en 1994 (Ghironi et Stebunovs, 2010).

(2) D'après les auteurs, ce ratio a pu davantage progresser après 1994 étant donné la poursuite de fusions entre grands groupes bancaires (par exemple entre la Bank of America et la NationsBank en 1998); les auteurs notent cependant qu'après cette date, la collecte de mesures précises des actifs bancaires par État devient particulièrement difficile.

(3) Cf. EC (2014) et de Sola Perea et Van Nieuwenhuyze (2014).

(4) Cf. Asdrubali et al. (1996), Balli et Sorensen (2007), Afonso et Furceri (2008), Furceri et Zdzienicka (2013) et Kalemli-Ozcan et al. (2014).

1.2.3 Mécanismes de correction au niveau fédéral

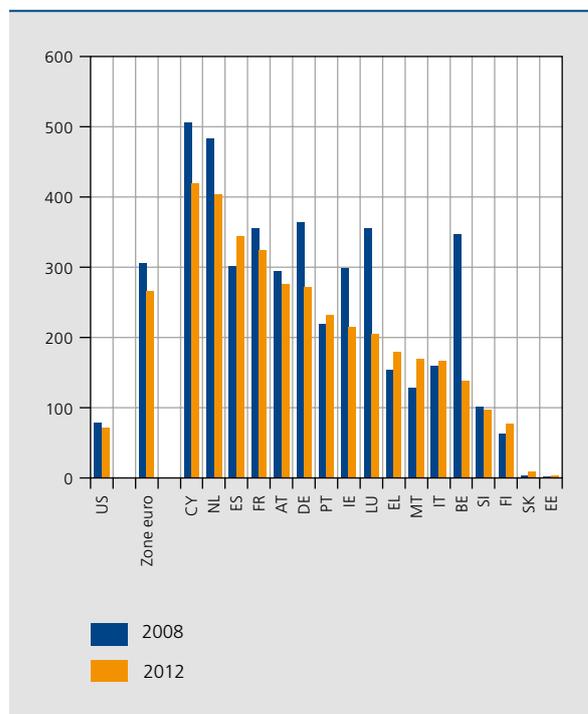
Si une économie est touchée par un choc asymétrique et si les marchés de facteurs sont incapables de l'absorber à temps ou ne peuvent le faire que partiellement, l'union monétaire est toujours viable pour autant qu'il existe une solidarité suffisante ou une « capacité d'absorption du choc » au niveau fédéral. Cela suppose généralement une intégration accrue sur la voie de l'union budgétaire. La troisième partie de l'article présente un examen détaillé du degré actuel d'intégration budgétaire dans la zone euro par rapport aux États-Unis.

2. Union bancaire

2.1 Le paysage bancaire aux États-Unis et dans la zone euro

La crise financière et celle de l'euro ont mis en lumière une série de faiblesses importantes dans la zone euro, et notamment le problème de l'interaction entre les banques et leurs pouvoirs publics nationaux, qui a été l'un des

GRAPHIQUE 4 TAILLE DES BANQUES AMÉRICAINES ET EUROPÉENNES⁽¹⁾
(actifs, pourcentage du PIB)



Source : BCE, Rapport sur les structures bancaires (*Banking Structures Report*), 2013.
(1) Données non consolidées, donc hors filiales étrangères.

ingrédients de la fragmentation financière et qui a entravé le financement de certaines économies (de Sola Perea et Van Nieuwenhuyze, 2014). Les États-Unis semblent échapper à ces difficultés, grâce à de multiples facteurs.

Ainsi, c'est aux États membres de la zone euro eux-mêmes qu'il incombe de soutenir leurs banques et, le cas échéant, de résoudre leurs défaillances. Aux États-Unis, il s'agit au contraire d'une compétence fédérale, et les pouvoirs publics fédéraux disposent par ailleurs de ressources abondantes pour procéder au besoin à un renflouement. Dès lors, le sauvetage des banques a eu, pour une série d'États membres de la zone euro, des conséquences beaucoup plus fâcheuses que pour les autorités fédérales américaines, d'autant plus que les banques de la zone euro sont en moyenne d'une taille nettement supérieure à celle des établissements de crédit aux États-Unis. Chacune de ces deux zones monétaires compte environ 6 000 établissements de crédit en activité, mais les actifs des banques de la zone euro représentaient à la fin de 2012 266 % du PIB, contre à peine 72 % outre-Atlantique. Tant aux États-Unis que dans l'ensemble de la zone euro, le volume des actifs des banques exprimé en pourcentage du PIB a baissé dans le sillage de la crise financière, même si certains pays

de la zone euro ont affiché, principalement en raison de l'incidence de la gravité de la récession sur leur PIB, une légère augmentation de cette part. Bien que la taille plus modeste du total bilanciel des banques américaines tienne en partie à des divergences de traitement comptable, il faut tout de même y voir principalement une illustration de la différence fondamentale entre le financement de ces deux économies. Dans la zone euro, les banques prennent en charge un peu plus de 60 % du financement des entreprises et des ménages, contre moins de 25 % aux États-Unis.

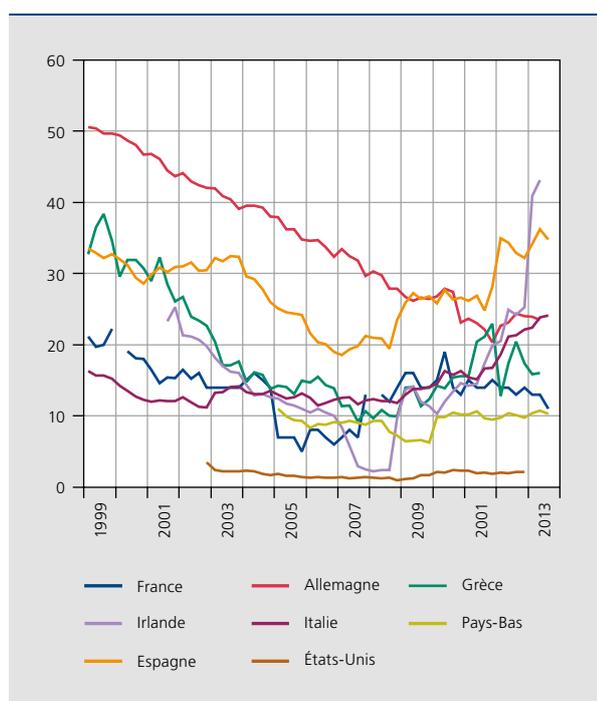
Deux grands facteurs sont à l'origine de la bien moindre ampleur de l'intermédiation bancaire aux États-Unis :

1. D'une part, les marchés de capitaux sont plus importants aux États-Unis que dans la zone euro : les marchés boursiers et des obligations d'entreprises y sont plus développés, notamment en raison du plus grand poids des fonds de pension privés.
2. D'autre part, le rôle plus limité des banques aux États-Unis s'explique aussi par la présence d'un secteur bancaire parallèle nettement plus étoffé : les hedge funds et fonds privés, les fonds du marché monétaire et les fonds d'investissement y sont tellement développés qu'ils représentent ensemble un total proche de celui des actifs du secteur bancaire proprement dit. En outre, le modèle *originate-to-distribute* joue un rôle majeur, notamment par le recours généralisé aux émissions, par les banques, de titres adossés à des actifs⁽¹⁾. De plus, les établissements subventionnés par le gouvernement que sont Fannie Mae et Freddie Mac (re)financent plus de la moitié des prêts hypothécaires.

Un deuxième problème fondamental dans la zone euro est la vaste exposition des banques européennes à la dette souveraine de leur propre État ; la part de cette dette détenue par les banques étant de 10 à 15 % en France et aux Pays-Bas, de 24 % en Allemagne et en Italie et de pas moins de 36 % en Espagne, alors qu'elle dépasse à peine 2 % aux États-Unis, où elle est principalement financée par l'étranger, les établissements financiers non bancaires, les ménages et la banque centrale. Cette exposition est certes stable depuis la crise de l'euro dans les États membres solides (Allemagne et Pays-Bas), voire y est en régression, mais c'est loin d'être le cas dans les pays plus fragiles, et notamment dans les pays sous programme que sont l'Irlande, la Grèce, l'Espagne et l'Italie. En outre,

GRAPHIQUE 5 EXPOSITION DES BANQUES À LA DETTE DE LEUR PROPRE ÉTAT

(pourcentages de la dette publique d'un pays détenus par les établissements relevant de son droit)



Source : Bruegel.

(1) Les titres adossés à des actifs (*asset backed securities*-ABS) sont des instruments financiers pour lesquels un portefeuille d'actifs constitue la garantie réelle et génère le flux de trésorerie. Un avantage important des ABS est qu'ils offrent la possibilité de fusionner des actifs moins liquides et d'en améliorer ainsi la négociabilité et, partant, le financement par les opérateurs de marché.

il s'agit dans la zone euro d'une exposition à la dette de l'État membre auquel ressortit l'institution, alors qu'aux États-Unis, les banques sont surtout exposées à la dette du gouvernement fédéral, jugé très solvable par les marchés financiers, ce qui n'est pas le cas de certains États plus faibles de la zone euro. Comme l'explique plus en détail la partie suivante, aux États-Unis, la dette des États n'excède pas 10 à 20 % du PIB, en raison de l'application fréquente de règles d'équilibre budgétaire au niveau des États, et les banques ne sont par ailleurs pas vraiment encouragées à prendre cette dette en portefeuille, puisque celle-ci n'est pas considérée comme dénuée de risques pour la détermination de leurs exigences de fonds propres. Enfin, De Grauwe (2011) a montré que le financement de la dette publique d'un pays qui a perdu le contrôle de sa propre monnaie est beaucoup plus vulnérable face à un retournement brutal des flux de capitaux qu'un pays qui dispose encore de sa propre monnaie, avec ce que cela implique sur le plan de l'évaluation par le marché de cette dette publique et des bilans des banques.

Le caractère national des procédures de résolution et de financement des banques en difficulté, a fortiori en présence d'établissements de crédit qui, comme c'est le cas dans la zone euro, sont de taille importante et sont fortement exposés à la dette publique de leur propre pays, crée, en cas de choc négatif, une spirale baissière entre les pouvoirs publics et les banques: si un État est perçu comme étant moins solvable, les banques relevant de son droit seront à leur tour considérées comme plus fragiles puisque leur gouvernement est moins à même de les sauver et que le risque de pertes dans le chef de l'établissement de crédit est exacerbé. L'inverse est également vrai: si les états financiers d'une banque se dégradent, cela augmente la probabilité que le gouvernement doive intervenir, avec les répercussions négatives que cela entraîne pour le ratio de la dette au PIB et la solvabilité des pouvoirs publics concernés. Tout cela n'est pas sans conséquences pour le fonctionnement des marchés financiers de la zone euro. Même avant la crise financière, le degré d'intégration financière entre les États membres n'était déjà pas optimal, et il ne correspondait pas à ce qu'on peut attendre d'un marché unique en bonne santé. Les banques de la zone euro sont en effet toujours restées des banques « nationales », et on peut en dire autant des marchés financiers (Sapir et Wolff, 2013). Cette absence d'intégration financière au sein de la zone euro s'explique par des facteurs liés à l'hétérogénéité des réglementations en matière, notamment, de traitement fiscal, de gouvernance d'entreprise et de faillites, mais aussi et surtout par le caractère décentralisé du contrôle des banques et des modalités de résolution de leurs défaillances. Mais la crise financière et celle de l'euro ont singulièrement accéléré la fragmentation: les flux de capitaux transfrontaliers,

en particulier entre banques, se sont taris, la part d'obligations d'État et d'entreprises dans les portefeuilles des non-résidents a chuté et les coûts de financement des banques se sont mis à afficher de vives divergences. Dans la foulée, le bon fonctionnement de la transmission monétaire s'en est trouvé compromis, et le financement de l'économie des pays faibles en a pâti (De Sola Perea et Van Nieuwenhuyze, 2014).

La priorité absolue dans la zone euro est de briser le cercle vicieux entre la faiblesse des banques et celle des finances publiques. Pour ce faire, on peut par exemple envisager de procéder à une meilleure répartition de la dette publique entre les portefeuilles bancaires et non bancaires, comme aux États-Unis. À cet égard, certains (y compris Weidmann, 2014) sont d'avis qu'il y a lieu d'imposer des limites à la concentration de la dette publique dans les bilans des banques. Une autre solution pourrait consister à cesser de considérer de tels actifs comme sans risques aux fins des exigences de fonds propres des établissements de crédit, comme c'est d'ailleurs le cas aux États-Unis pour les titres de dette des États fédérés. Quoi qu'il en soit, il convient d'agir très progressivement, afin d'éviter toute turbulence sur les marchés.

Par ailleurs, il faut se doter, comme aux États-Unis, d'un contrôle plus centralisé des établissements financiers et d'un système plus fédéral pour aider ou liquider les banques en difficulté. Les recommandations du rapport Van Rompuy de la fin de 2012 (« Vers une véritable union économique et monétaire ») prévoyaient elles aussi ces éléments, assortis de la mise en place d'un système unique de garantie des dépôts. Les premiers jalons sur la voie de cette union bancaire sont à présent posés. Nous les abordons plus en détail dans la partie suivante, notamment en les comparant au cadre institutionnel actuel des États-Unis.

2.2 Le contrôle prudentiel

Le système de contrôle prudentiel aux États-Unis est complexe; il doit ses méandres à son évolution historique et aux multiples changements qu'il a subis, a fortiori dans le sillage de la crise financière. En raison du nombre élevé des établissements financiers opérant aux États-Unis, le contrôle repose entre autres, tout comme dans la zone euro pour le mécanisme de surveillance unique (MSU), sur une collaboration entre les contrôleurs fédéraux (cf. le rôle de la BCE dans le MSU) et les autorités de contrôle locales (*state supervisors*).

La Federal Deposit and Insurance Corporation (FDIC), qui joue également un rôle crucial pour la résolution

des défaillances bancaires (cf. ci-après) contrôle 63 % de toutes les banques aux États-Unis, lesquelles ne rassemblent toutefois que 17 % de l'ensemble des actifs bancaires. L'organisme baptisé Office of the Comptroller of the Currency (OCC), agence indépendante du Trésor américain et de la Réserve fédérale compétente depuis l'adoption de la loi Dodd-Frank de 2010 pour tous les établissements systémiques, contrôle 36 % des banques et caisses d'épargne, lesquelles représentent toutefois plus de 80 % des actifs bancaires. Les banques qui relèvent de la FDIC, mais qui sont considérées comme « sûres » et dont la taille est relativement modeste, peuvent dans les faits être contrôlées entièrement par les *state supervisors*, la responsabilité finale incombant toujours à la FDIC ; il s'agit d'un nombre relativement restreint de banques locales, qui possèdent peu d'actifs. On peut reprocher au système américain de laisser aux banques le choix, dans certaines circonstances, entre un *state supervisor* et un *federal supervisor*, ce qui peut inciter à un certain « arbitrage réglementaire » et au choix de l'organisme le plus indulgent. En outre, il existe plusieurs organismes fédéraux compétents.

Dans le cadre du MSU, la BCE contrôle directement près de 130 grandes banques systémiques, qui détiennent ensemble quelque 85 % des actifs bancaires de la zone euro. Le contrôle prudentiel opérationnel aux États-Unis s'effectue plus au niveau fédéral que dans la zone euro. Cela dit, la BCE est responsable de toutes les banques : elle peut en effet décider à tout moment d'exercer son contrôle sur les autres banques, qui continuent sinon, en ce qui concerne la plupart des missions de ce type, de relever de la compétence de l'autorité de contrôle nationale.

Le lancement du MSU s'accompagne d'une évaluation complète (*comprehensive assessment*) des banques qui seront directement contrôlées par la BCE ; cette évaluation comprend notamment une appréciation de la qualité des actifs (*Asset Quality Review* – AQR) ainsi qu'un test de résistance (*stress test*). Dans l'attente de la publication, en octobre 2014, des résultats de l'évaluation, on constate que les banques de la zone euro procèdent à leur recapitalisation (ou la poursuivent) et que la confiance dans les établissements de crédit se réinstalle, ce qui est la finalité de cet exercice. L'expérience des États-Unis montre par ailleurs que l'organisation régulière de tests de résistance crédibles est cruciale pour consolider cette confiance. Selon certains, la zone euro devrait elle aussi envisager de réaliser des tests de résistance annuels pour un groupe de banques d'importance systémique (Nouy, 2014).

(1) Ainsi que toutes les banques transfrontalières pour lesquelles la résolution d'une défaillance s'imposerait et les banques qui font appel au Fonds de résolution unique ou au mécanisme européen de stabilité.

2.3 Résolution des défaillances bancaires

Le cadre institutionnel en vigueur aux États-Unis en matière de résolution des défaillances bancaires est simple : la FDIC y tient le rôle principal. Dans l'UE, le processus de résolution est plus complexe et réglé à deux niveaux : la directive sur le redressement et la résolution des crises bancaires pour les établissements de crédit et les entreprises d'investissement (DRRB), adoptée en avril 2014 et dont l'entrée en vigueur est prévue au début de 2015, règle la résolution des défaillances bancaires pour les 28 États membres de l'UE, tandis que le mécanisme de résolution unique (MRU) applique ces règles de façon cohérente et centralisée à toutes les banques qui relèvent du MSU. Le MRU opère selon la même répartition des tâches que le MSU. Pour les banques relevant directement de la BCE⁽¹⁾, les décisions sont prises par un Conseil de résolution unique (CRU), et les autorités nationales de résolution restent compétentes pour les autres établissements de crédit. Ce régime est fondé sur un règlement européen (qui doit encore être voté par le Parlement européen à l'automne de 2014), tandis que le Fonds de résolution unique (FRU) est juridiquement basé sur un accord intergouvernemental. Ce dernier a été signé le 21 mai 2014 par 26 États membres – le Royaume-Uni et la Suède ne participant pas –, mais doit encore être ratifié ; il reste en outre à trouver un accord sur la répartition précise des contributions des banques. Sur certains plans, les divergences entre les systèmes américain et européen sont manifestes :

En matière de prise de décision : aux États-Unis, c'est la FDIC qui prend l'initiative d'une résolution, en collaboration avec la Réserve fédérale et l'OCC ; la mise en œuvre incombe à la FDIC, où les décisions sont prises par un conseil d'administration composé de cinq membres fédéraux. Les mesures préventives et la résolution s'effectuent de manière presque automatique, sur la base d'un système élaboré par la FDIC, le *Prompt Corrective Action* (PCA), qui définit des « zones de capital » où il faut intervenir. Si le ratio des actifs pondérés par les risques (APR) tombe en deçà de 6 %, l'autorité de contrôle peut, entre autres, procéder au remplacement de la direction de l'établissement et imposer d'autres mesures correctrices ; si le ratio chute sous 2 %, la FDIC procède automatiquement à la reprise de l'établissement.

Dans la zone euro, la prise de décision est plus complexe, les États membres continuent de jouer un rôle, et il n'y a pas d'automatisme. Le CRU se compose de cinq membres « européens » ainsi que de représentants des autorités nationales de résolution. La plupart des décisions sont préparées au sein d'une *executive session* dans laquelle siègent les membres « européens » ainsi que

des représentants de l'État membre de la banque concernée. L'assemblée plénière conserve la responsabilité des décisions ayant une incidence significative sur le Fonds de résolution et peut rejeter les décisions de l'*executive session*, par exemple celles consistant à autoriser le Fonds de résolution à octroyer un prêt. Chaque État membre dispose d'un droit de veto s'il s'agit de décisions qui toucheraient à sa souveraineté budgétaire.

C'est la BCE qui notifie qu'une banque est en défaillance ou menace de l'être, mais le CRU peut lui aussi prendre l'initiative d'une procédure de résolution. Le CRU décide ensuite des modalités de la résolution: nature des instruments à mettre en œuvre, importance du soutien à puiser dans le Fonds de résolution, etc.

Ce système complexe est le résultat d'un compromis entre le Conseil et le Parlement européen, et il s'écarte de la proposition initiale, qui attribuait à la Commission un rôle plus important dans le cadre d'un mécanisme plus centralisé. La pratique montrera dans quelle mesure le compromis actuel fait ses preuves en période de turbulences financières.

En matière de renflouement interne (*bail-in*): les deux unions bancaires prévoient chacune un régime de renflouement interne consistant à recapitaliser l'établissement en priorité par une contribution des actionnaires et des autres créanciers, avant toute intervention des pouvoirs publics; ce sauvetage en interne évite, dans une certaine mesure du moins, de faire appel au contribuable. Sans entrer dans les détails, la procédure repose plus ou moins sur les mêmes principes, dont celui du «*no creditor worse off*», qui implique que la perte des créanciers ne peut dépasser ce qu'elle serait dans le cadre d'une procédure de faillite ordinaire. La DRRB et le MRU prévoient toutefois que les créanciers privés de la banque doivent en principe participer au sauvetage de l'établissement à hauteur d'au moins 8 % du passif avant tout soutien du Fonds de résolution nationale ou du FRU ou toute autre forme d'intervention des pouvoirs publics; à cet effet, le bilan des établissements bancaires doit conserver un minimum de passifs de cette nature. Aux États-Unis, ces seuils en matière de passifs disponibles sont inexistantes.

En matière de fonds de résolution: le fonds de résolution de la FDIC, le Deposit Insurance Fund (DIF), sert à la fois pour la résolution des défaillances bancaires et pour la protection des dépôts. Il est préfinancé par les banques, sur la base d'une contribution qui est fortement liée à leur caractère systémique. Le but est de constituer un fonds s'élevant initialement à 1,15 % du montant des dépôts que couvre le régime de garantie («*dépôts couverts*»),

puis de le compléter jusqu'à concurrence de 1,35 % en 2020 et de 2 % par la suite. Avec ce dernier pourcentage, le fonds atteindrait 81 milliards de dollars des États-Unis, soit quelque 0,6 % du total bilanciel des banques. La DRRB impose aux États membres de constituer un fonds visant un montant équivalant à 1,0 % des dépôts couverts; la directive relative aux systèmes de garantie des dépôts fixe quant à elle, pour les fonds nationaux de garantie des dépôts, un objectif de 0,8 % des dépôts couverts. Dans le système européen, les contributions sont également tributaires de la taille du bilan, avec un ajustement pour tenir compte de paramètres en rapport avec le risque systémique. Les deux fonds peuvent être fusionnés. Ils doivent parvenir à leur niveau d'équilibre en dix ans, c'est-à-dire d'ici 2025. Le chiffre de 1,8 % des dépôts couverts correspondrait à quelque 0,3 % du total bilanciel. Les fonds de résolution nationaux, considérés comme des compartiments du FRU, seront progressivement fusionnés à partir du début de 2016, pour parvenir à 1 % des dépôts couverts d'ici 2024.

En matière de mécanisme de soutien (*fiscal backstop*): il est essentiel, pour apprécier la différence entre le mécanisme de résolution européen et celui des États-Unis, de garder à l'esprit la ligne de crédit dont dispose la FDIC auprès du Trésor américain et qui se chiffre à 100 milliards de dollars des États-Unis (mais peut, au besoin, être portée à 500 milliards de dollars). L'idée est qu'en temps de crise (événement dont, par définition, on ignore quand il aura lieu et quelle sera son ampleur), la FDIC emprunte par l'intermédiaire du DIF et fasse par la suite rembourser cette dette par le secteur bancaire. La crédibilité de la FDIC est donc soutenue par le Trésor. Par ailleurs, les États-Unis ont, compte tenu de l'importance du soutien financier nécessaire aux banques pendant la crise financière, mis en place, sur la base de l'*Emergency Economic Stabilization Act* adopté à la fin de 2008, le *Troubled Asset Relief Program* (TARP), dont la finalité était multiple, mais qui constituait essentiellement une assistance budgétaire sur mesure. Initialement, le budget du TARP s'établissait à 700 milliards de dollars, mais il a été réduit à 475 milliards de dollars. On peut conclure que la stabilité des banques américaines est garantie par un mécanisme de soutien qui est en réalité illimité, mais dont l'ampleur est déterminée en fonction des circonstances.

Tel n'est pas encore le cas dans la zone euro. Le MRU ne prévoit à ce stade pas de mécanisme de soutien, mais le Conseil du 18 décembre 2013 a indiqué qu'il entendait parvenir à un accord en la matière avant la fin de la phase de transition du FRU (c'est-à-dire avant 2024), afin de pouvoir renforcer la capacité d'emprunt du FRU mais, pour l'heure, les divergences d'opinion restent importantes. Le principal obstacle à un soutien budgétaire

effectif du FRU est évidemment que la zone euro ne dispose ni d'un budget propre ni d'une capacité d'emprunt. Seul le mécanisme européen de stabilité (MES) pourrait au besoin remplir ce rôle. Pendant la phase de transition, tant que le FRU n'aura pas atteint sa vitesse de croisière, il reste toujours possible de procéder à des crédits-relais en mobilisant des ressources nationales, par la voie d'emprunts entre les compartiments nationaux et, si nécessaire, par l'intermédiaire du MES, en passant toutefois dans ce cas par un prêt à l'État membre concerné. En dernier recours, si toutes les autres possibilités ont été épuisées, le MES peut recapitaliser directement une banque (c'est-à-dire sans obérer le pays concerné), pour un montant maximum de 60 milliards d'euros.

Concernant l'efficacité de la résolution des défaillances bancaires : il importe de procéder rapidement et efficacement à la liquidation des banques zombies et des établissements de crédit en faillite pour redresser l'octroi de crédits à l'économie et réduire le coût budgétaire pour les pouvoirs publics.

Il est souvent fait référence à cet égard à la meilleure performance des États-Unis, où la FDIC s'est acquittée depuis la crise financière de la résolution de 484 défaillances bancaires, alors que, selon les estimations, une centaine d'établissements de crédit seulement ont fait l'objet d'une résolution dans l'Union européenne, dont une cinquantaine dans la zone euro⁽¹⁾. La taille moyenne d'une banque liquidée aux États-Unis est de 1,4 milliard de dollars; on a donc recouru au DIF principalement pour procéder à la résolution de défaillances de petites banques, tandis que, pour les établissements de crédit de plus grande taille, le redressement et la résolution ont été pris en charge grâce à des moyens publics mobilisés par l'intermédiaire du TARP. Aux États-Unis, depuis 2009, plus aucune banque ne reçoit d'aide du gouvernement fédéral; dans l'Union européenne, le nombre d'établissements de crédit bénéficiant d'une aide d'État reste significatif, bien qu'en baisse. Cela indique tout de même que les États-Unis ont réussi à en finir plus rapidement avec les conséquences bancaires de la crise financière de 2007-2008. Parmi les principales raisons pouvant expliquer cette différence de performance, rappelons que les États-Unis ont réalisé dans le passé des tests de résistance plus crédibles (IMF, 2013) et que le contrôle bancaire et la résolution des défaillances bancaires y sont organisés selon un modèle plus centralisé, qui devrait garantir une approche plus neutre, affranchie notamment des contraintes budgétaires nationales.

(1) rapports annuels de la FDIC et Open.economics.net.

2.4 Garantie des dépôts

Un mécanisme de garantie des dépôts aide à éviter les retraits massifs (*bank run*). Le système en vigueur aux États-Unis est assez comparable à celui de l'UE: le montant garanti, de 250 000 dollars des États-Unis par déposant et par banque, y dépasse largement le minimum de 100 000 euros applicable dans l'UE. Toutefois, plusieurs États membres de l'UE garantissent un montant supérieur, et certains prévoient même une intervention illimitée. Par ailleurs, proportionnellement au PIB par habitant, la garantie américaine ne dépasse que de 40 % les 100 000 euros applicables dans l'UE. Aux États-Unis, la garantie est couverte par l'organisme fédéral qu'est la DIF (cf. supra). Au sein de l'UE, le nouveau système de garantie des dépôts prévoit, comme on l'a évoqué plus haut, un fonds préfinancé au niveau des États membres. Les propositions formulées en son temps par le rapport Van Rompuy, visant à instaurer un fonds unifié de garantie des dépôts au niveau de l'UE ou de la zone euro, ne figurent plus à l'agenda politique.

Le MSU et le MRU constituent pour la zone euro une étape importante sur la voie d'une union bancaire à part entière, à l'instar des États-Unis. Cela favorise la stabilité financière, notamment en désamorçant l'interaction négative entre banques et gouvernements nationaux. L'union bancaire européenne n'est pas une copie conforme de son pendant américain, mais plutôt une construction sui generis, qui conserve de larges compétences au sein des autorités de contrôle nationales et des autorités de résolution. Certains aspects doivent par ailleurs encore faire l'objet de pourparlers, comme le fonds unifié de garantie des dépôts et le soutien budgétaire au fonds de résolution.

Si la réalisation d'une union bancaire est une pièce maîtresse de l'édifice, elle ne suffit pas en tant que telle à compléter définitivement le marché financier unique. D'autres domaines requièrent de poursuivre l'harmonisation des réglementations actuelles pour mieux intégrer les marchés financiers au sein de l'UE et parvenir ainsi à ce que les capitaux circulent librement vers leur destination optimale et à ce que les risques soient répartis par delà les frontières (*risk sharing*). Parallèlement, une intégration financière plus profonde serait de nature à renforcer le développement des marchés des capitaux, favorisant ainsi un meilleur équilibre des sources de financement et de la répartition des risques dans la zone euro, grâce à un recours accru aux sources de financement non bancaires. Ce partage des risques pourrait être complété par des transferts entre États membres reposant sur un budget au niveau de la zone euro, créant ainsi un mécanisme de mutualisation apte à tempérer l'incidence des chocs

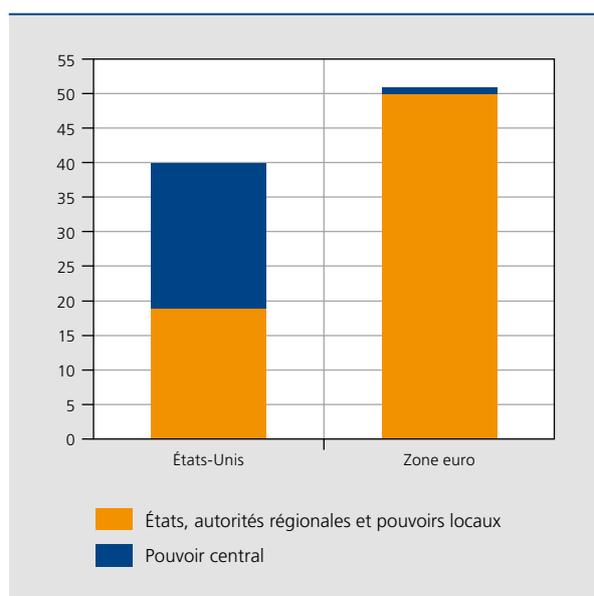
asymétriques spécifiques aux différents États (*fiscal risk sharing*). La partie suivante analyse l'union budgétaire aux États-Unis et les possibilités de consolider l'intégration budgétaire dans la zone euro.

3. L'union budgétaire

Les États-Unis sont parfois cités en exemple dans le débat en faveur d'un budget à part entière pour la zone euro, lequel permettrait d'absorber les chocs asymétriques et de renforcer la stabilité de l'Union dans son ensemble. La théorie des zones monétaires optimales (cf. ci-avant) plaide elle aussi en faveur de la mise en place d'un stabilisateur significatif qui agirait par la voie de transferts budgétaires au sein d'une union monétaire caractérisée par des marchés du travail rigides et une main-d'œuvre peu mobile.

Les États-Unis sont en effet dotés d'un budget fédéral considérable, qui s'élevait en 2012 à 21 % de leur PIB. Les dépenses et recettes du pouvoir central y sont supérieures à celles des États fédérés et des pouvoirs locaux. Le budget de l'UE ne représente quant à lui que 1 % du PIB, et il est financé à hauteur de 85 % par les contributions des États membres, tandis que ces derniers dépensent près de 50 % du PIB.

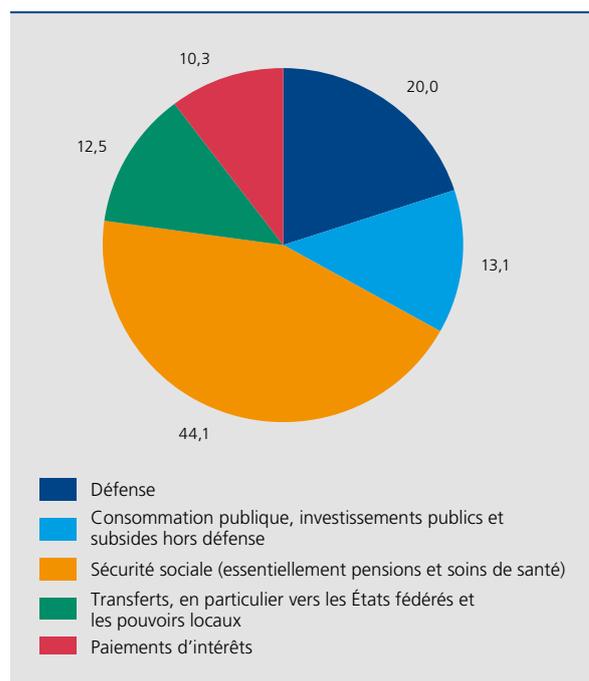
GRAPHIQUE 6 DÉPENSES PUBLIQUES AUX ÉTATS-UNIS ET DANS LA ZONE EURO ⁽¹⁾
(pourcentages du PIB, 2012)



Sources : Base de données sur la décentralisation budgétaire de l'OCDE, calculs propres sur la base des versements de l'UE aux États membres.

(1) Pour la zone euro, les dépenses centrales n'incluent pas les mécanismes de crise (prêts bilatéraux à la Grèce, MESF, FESF, MES).

GRAPHIQUE 7 DÉPENSES DU POUVOIR FÉDÉRAL AUX ÉTATS-UNIS



Source : BEA.

Les dépenses fédérales américaines sont dans une large mesure consacrées au fonctionnement des services publics fédéraux, aux investissements publics et à la défense, mais elles visent pour la plupart à atténuer l'impact des chocs idiosyncratiques sur les États fédérés individuels. L'essentiel des allocations sociales, et notamment les pensions de base ainsi qu'une partie des dépenses de soins de santé, émanent en effet du pouvoir fédéral, qui dispose ainsi d'un important instrument d'absorption des chocs de revenu négatifs au niveau sous-fédéral. Ces dépenses sociales ne doivent ainsi pas être ajustées dans un État fédéré individuel en fonction des chocs économiques en vue d'en compenser l'incidence sur ses recettes et dépenses propres. Le paiement des allocations de chômage est certes assuré principalement par les États fédérés mais, si de graves chocs surviennent, ces régimes de chômage sont souvent complétés par des programmes ponctuels du pouvoir fédéral. Ainsi a été créé en 2008 le Emergency Unemployment Compensation Program pour les États fédérés affichant un taux de chômage particulièrement élevé. Les transferts du pouvoir fédéral aux États fédérés et aux pouvoirs locaux – les *grants-in-aid to state and local governments* – constituent un ensemble hétérogène de plus de cent programmes par lesquels le pouvoir fédéral cofinance les politiques locales et contribue donc à les déterminer.

Aux États-Unis, le fonctionnement des stabilisateurs automatiques par le jeu des dépenses de sécurité sociale constitue donc pour les États fédérés un mécanisme d'assurance contre les risques propres (*fiscal risk sharing*, c'est-à-dire partage des risques budgétaires).

Aux États-Unis, le partage des risques budgétaires passe toutefois d'abord et avant tout par les recettes publiques fédérales; celles-ci s'élèvent à environ 55 % des dépenses publiques consolidées totales. Le jeu des stabilisateurs automatiques permet aux agents économiques des États fédérés affectés par un choc négatif de réduire leur contribution au budget central, tandis que ceux des États fédérés dont la situation économique est plus florissante y participent relativement plus. Plus concrètement, les recettes du pouvoir fédéral américain proviennent avant tout de la composante fiscale la plus sensible à la conjoncture, à savoir les impôts sur le revenu (impôt des personnes physiques et impôt des sociétés), tandis que celles des États fédérés consistent surtout en taxes sur le chiffre d'affaires et, en partie, en impôt des personnes physiques et celles des pouvoirs locaux principalement en taxes sur les biens immobiliers.

En raison des règles d'équilibre budgétaire que la plupart des États fédérés américains ont instaurées, leur dette est restée inférieure à 25 % du PIB. La dette publique américaine qui, en 2013, atteignait 104,3 % du PIB, est dès lors essentiellement imputable au pouvoir fédéral.

L'Union européenne s'inscrit radicalement en contraste avec les États-Unis puisque seule une portion congrue des ressources budgétaires communautaires déjà bien maigres peut être consacrée à l'absorption des chocs asymétriques éventuels; c'est notamment le cas pour le Fonds européen d'ajustement à la mondialisation, dont les dépenses se chiffrent à 150 millions d'euros par an. La plus grande partie des dépenses de l'Union consistent en effets en transferts à l'agriculture, en transferts à long terme pour le développement régional et en subsides aux entreprises pour la R&D. Le budget de l'UE est financé à hauteur de moins de 15 % par des droits de douane et des droits agricoles et à près de 85 % par les contributions des États membres au prorata de leur part dans l'assiette fiscale de la TVA et dans le RNB de l'Union. Ce dernier élément est donc lié à l'évolution du PIB mais, compte tenu de la modestie du budget de l'UE et de l'éventualité d'une évolution asynchrone des contributions et du cycle conjoncturel, sa fonction stabilisatrice est limitée. La concentration des dépenses consacrées à la politique de cohésion dans les États membres plus pauvres et la participation accrue des États membres plus riches revient grosso modo à un transfert des États membres riches vers les États membres plus pauvres, mais qui est principalement déterminé par la

différence de niveau du PIB par tête, et les écarts dans le cycle conjoncturel n'influent par ailleurs nullement sur le niveau des transferts respectifs. La capacité d'absorption des chocs du budget de l'UE se limite donc à un faible effet de redistribution. Le budget de l'UE doit en outre toujours être en équilibre, et l'UE ne peut emprunter que pour couvrir un nombre restreint de dépenses spécifiques, comme dans le cadre du mécanisme de soutien financier des balances des paiements. Les âpres négociations récemment menées entre les États membres (en particulier entre les payeurs nets et les autres) ainsi qu'entre le Conseil et le Parlement européen à propos du budget pluriannuel (cadre financier pluriannuel ou CFP) ont clairement montré que les États n'étaient pas disposés à ce stade à renforcer la solidarité entre eux en recourant à ce budget. La question des contributions anticycliques pourrait néanmoins éventuellement être prise en compte à l'occasion de la révision à mi-parcours du CFP ainsi que dans le cadre du débat consacré à l'instauration, en 2016, de ressources propres plus importantes pour l'Union.

Certes, la zone euro s'est dotée de mécanismes de crise qui lui ont permis, grâce à des prêts bilatéraux (programme d'aide à la Grèce), au budget de l'UE (MESF), à des garanties publiques (FESF) ou encore à une participation au capital (MES), d'accorder une assistance financière à des États membres en difficulté pour un montant correspondant à quelque 4 % du PIB de la zone euro. Un aspect essentiel du partage des risques (budgétaires) réside toutefois dans son caractère ex ante, qui répartit les charges d'un choc asymétrique entre les États membres et qui doit guider les marchés financiers dans leur évaluation des risques avant même que ne se matérialisent les scénarios défavorables de propagation des risques.

Si l'existence de ces fonds d'assistance représente bel et bien un progrès par rapport à la situation qui prévalait au début de la crise de l'euro, puisqu'il est aujourd'hui possible d'intervenir plus rapidement, ils ne peuvent donc pas se substituer aux mécanismes ex ante de partage des risques budgétaires.

La protection contre les chocs idiosyncratiques par le jeu des transferts de ressources budgétaires des pouvoirs publics ne doit pas nécessairement être très volumineuse. Le partage des risques budgétaires aux États-Unis ne représenterait ainsi que quelque 15 points de pourcentage d'un partage des risques total d'environ 80 % (Allard et al., 2013). Les marchés financiers assureraient l'essentiel de la protection des revenus contre les risques. C'est toutefois sans compter le fonds fédéral de résolution des défaillances bancaires et les autres mécanismes de soutien budgétaire qui peuvent éventuellement être mis en œuvre pour sauver des banques locales en période de crise. Dans

la zone euro, le FMI estime que le partage des risques total est nettement plus modeste, à 40 % seulement (par analogie, également hors FRU). Le partage des risques budgétaires y est pour ainsi dire inexistant. La protection contre les chocs de revenu par les marchés des capitaux y est moindre qu'aux États-Unis et, pour autant que les marchés financiers offrent une protection contre les chocs de revenu, celle-ci passe surtout par les marchés du crédit (activité bancaire transfrontalière). Comme l'a montré la récente crise de la dette dans la zone euro, ce canal de partage des risques est moins stable, les marchés du crédit internationaux ayant tendance à se tarir en période de turbulences.

Une union bancaire effective, dotée d'un mécanisme de soutien budgétaire crédible et accompagnée de marchés européens des capitaux fonctionnant correctement peut déjà largement contribuer à réduire et à absorber les chocs asymétriques, permettant ainsi tant de comprimer les risques que de les répartir (Geeroms et Karbownik, 2014). Cela diminue la probabilité que le budget d'un État membre ne doive supporter seul un choc financier exceptionnellement sévère, tel celui de 2008.

En outre, les règles du pacte de stabilité et de croissance, telles qu'elles figurent également dans le traité sur la

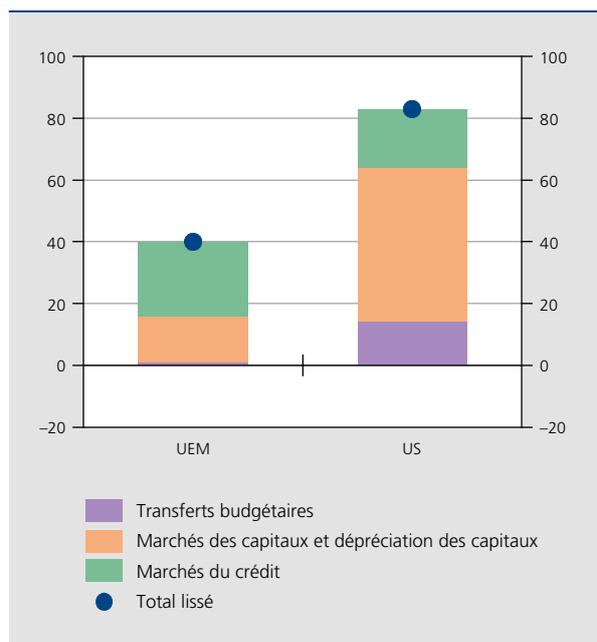
stabilité, la coordination et la gouvernance au sein de l'union économique et monétaire, dégagent une marge de manœuvre importante en faveur d'une politique budgétaire anticyclique, à condition que ces règles soient appliquées et que les États membres s'approchent donc de leur objectif à moyen terme d'un équilibre ou d'un excédent structurel et que leur dette publique emprunte une trajectoire soutenable. Ce faisant, les États membres peuvent donc se constituer un matelas pendant les années de vaches grasses en prévision des années de vaches maigres. Néanmoins, nombreux sont ceux qui estiment qu'il pourrait toujours être recommandable de disposer à titre complémentaire d'un mécanisme de partage des risques budgétaires (*fiscal risk sharing*), par exemple en transférant une partie de la politique budgétaire nationale à l'échelle européenne afin que le fonctionnement des stabilisateurs automatiques ne se limite plus au niveau national mais puisse tenir compte des effets de contagion de la politique budgétaire à d'autres États membres. C'est souvent là que réside la principale raison d'être du partage des risques budgétaires: il s'agit d'endiguer la propagation aux autres États membres des effets néfastes d'un choc asymétrique, plutôt que de répondre à des considérations en matière de solidarité entre États.

Ce type de mécanisme peut en principe contribuer à stabiliser davantage l'Union. Le rapport Van Rompuy propose lui aussi une «capacité budgétaire» (*fiscal capacity*). Un certain nombre de suggestions concrètes ont été formulées à cet égard⁽¹⁾: certaines ont avancé l'idée d'un fonds dans lequel pourraient puiser les États membres subissant un choc négatif et qui serait préfinancé soit par tous les États membres («Rainy Day Fund», Tommaso Padoa-Schioppa Group, 2012) soit uniquement par ceux qui transgressent les règles budgétaires (Mayer et Gros, 2010). Une autre idée concerne un système en vertu duquel les États membres dont le taux de chômage serait inférieur au niveau structurel verseraient une partie de leurs allocations de chômage à des pays touchés par un choc négatif qui aurait entraîné son taux de chômage au-delà du niveau structurel. Ce type de système ne donnerait normalement pas lieu à des transferts permanents, mais il serait budgétairement neutre sur l'ensemble du cycle conjoncturel (Trésor-Éco, 2014).

Deux conditions importantes doivent être remplies pour qu'un mécanisme de partage des risques budgétaires fonctionne et soit politiquement envisageable.

Tout d'abord, il faut empêcher qu'une politique de mauvais aloi (*bad policy*) ne soit récompensée par des

GRAPHIQUE 8 PARTAGE DES RISQUES PAR LE JEU DES MARCHÉS FINANCIERS OU PAR L'INTERVENTION DES POUVOIRS PUBLICS (pourcentage d'un choc de revenu qui sont absorbés)



Source : FMI.

(1) Cf. Wolff (2012) pour en avoir un bon aperçu.

transferts. Autrement dit, il faut autant que possible éviter l'aléa moral (*moral hazard*). Les assurances qu'on prévoit doivent se limiter aux cas de malchance (*bad luck*). Cela vaut pour tous les domaines. S'agissant de la politique budgétaire, deux options sont envisageables pour imposer une discipline budgétaire.

La première consiste en une attitude crédible de non-assistance (*no bail-out*) et en une discipline budgétaire imposée par les marchés financiers. L'expérience des États-Unis a toutefois montré que certaines conditions doivent être remplies pour que le bon fonctionnement des règles de non-assistance comme base de la discipline budgétaire au niveau sous-fédéral soit garanti. Ainsi, ces règles ne seront crédibles pour les marchés financiers que si les effets de contagion potentiels à d'autres États, de même que la nécessité d'une aide financière ex post émanant du centre et des autres États, restent aussi limités que possible. Cela suppose que, même si un État se retrouve à court de moyens de financement et n'est plus en mesure d'honorer ses engagements, la stabilité financière ne soit pas menacée et que, de surcroît, la population locale continue de bénéficier d'un minimum de services publics et d'allocations sociales, de sorte que les coûts économiques, financiers et sociaux de la crise restent contrôlables. Selon le FMI, le partage des risques budgétaires instauré entre le pouvoir fédéral et les États fédérés constitue justement, contrairement à la zone euro, la base de la crédibilité de la règle de non-assistance aux États-Unis. En outre, le principe de non-assistance y a déjà été appliqué de manière effective⁽¹⁾. La plupart des États fédérés américains ont par ailleurs inscrit des règles d'équilibre budgétaire (*balanced budget*) dans leur législation afin d'achever de convaincre les marchés financiers de leur solvabilité. Un tel mécanisme requiert toutefois un budget central relativement important ainsi qu'une intégration politique poussée, ce qui, dans un État-nation comme les États-Unis, est bien entendu plus aisé à réaliser que dans la zone euro.

La seconde option est que le pouvoir central impose des règles et puisse également les faire dûment respecter. Au sein de l'UE, on pourrait même envisager un ministre des Finances pour la zone euro (Trichet, 2011) ou un commissaire au Budget (Schäuble, 2012). Cette option requiert toutefois un large transfert de souveraineté des États membres et soulève des questions de légitimité démocratique. Une intégration politique accrue est de mise

(1) C'est ainsi qu'au début du XIX^e siècle, les États se sont mis à emprunter à grande échelle, s'endettant dès lors lourdement. Supposant que leur dette était implicitement garantie par la Fédération, nombre d'États ont demandé à être renfloués par le pouvoir fédéral. Le Congrès n'a toutefois pas accédé à cette requête et, en 1840, plusieurs États se sont vus dans l'incapacité d'honorer leurs engagements et ont été contraints de prendre de pénibles mesures d'ajustement (Cf. Bordo et al., 2011).

à ce propos. Une autre possibilité est un contrôle strict, par une institution indépendante, des règles centralisées. Ces dernières années, la gouvernance économique de l'Union a déjà fait l'objet d'une révision en profondeur, notamment avec le « Six-Pack » et le « Two-Pack ». Dans ce cadre, la CE s'est déjà vu attribuer un rôle plus important dans le contrôle des règles budgétaires et dans la nouvelle procédure de prévention des déséquilibres macroéconomiques. Le Conseil a toutefois conservé une voix prépondérante dans le processus décisionnel. L'attribution de compétences accrues à une institution indépendante pourrait favoriser l'efficacité de ces deux procédures et limiter le risque d'une politique de mauvais aloi.

Ensuite, la deuxième grande condition d'un mécanisme de partage des risques budgétaires est d'éviter une union de transferts permanents (*Transfer Union*). Il faut que la redistribution permanente des revenus ne puisse s'effectuer que dans des limites bien définies. La redistribution des revenus par l'entremise de la politique de cohésion européenne en est un exemple : il s'agit d'un montant limité, fixé par l'ensemble de l'UE dans le CFP et dans le budget annuel, et les transferts sont assortis de conditions liées aux dépenses et au cofinancement ; la CE prévoit en outre un suivi et une évaluation.

Dans ce contexte, il s'avère surtout difficile, dans différents domaines, de déterminer ce qu'il faut entendre par « politique de mauvais aloi » et par « malchance ». Les solutions trop simples ont souvent montré leurs limites. C'est ainsi que la proposition française de régime d'assurance-chômage essaie d'opérer cette distinction en se fondant uniquement sur la partie cyclique – qu'on suppose être la conséquence de la malchance – du chômage pour le versement commun des allocations de chômage ; la part des allocations de chômage liée au chômage structurel est le fruit d'une politique de mauvais aloi (par exemple un marché du travail trop peu flexible) et continue d'être financée à l'échelle nationale. Or, différentes méthodes sont possibles pour définir les composantes cyclique et structurelle, et cette question doit d'abord faire l'objet d'un consensus.

Conclusion

La présente étude a comparé la zone euro aux États-Unis afin de tirer des leçons en vue de la finalisation de l'UEM. Les États-Unis satisfont mieux, quoiqu'imparfaitement, aux critères d'une ZMO, et ils n'ont pas été touchés par la crise de la dette qui a frappé la zone euro, notamment parce qu'ils disposent d'institutions fédérales qui n'ont guère leur équivalent dans l'UEM.

La stabilité de la zone monétaire qu'est la zone euro pourrait tout d'abord s'améliorer si les États membres remplissaient mieux les critères d'une zone monétaire optimale, qui requièrent une plus grande flexibilité des marchés des biens et du travail, ainsi qu'un renforcement de la mobilité régionale du travail. En outre, il faut poursuivre la consolidation du marché unique et prévenir les déséquilibres économiques qui peuvent générer des effets de contagion aux autres États membres. En l'absence d'une politique économique commune comme aux États-Unis, une coordination contraignante de la politique nationale est primordiale. Les instruments nécessaires pour atteindre cet objectif existent depuis quelques années; le « Six-Pack » et le « Two-Pack » peuvent éventuellement encore être affinés, mais il importe maintenant avant tout de mettre effectivement en pratique les recommandations spécifiques aux pays, conformément au semestre européen. Il s'agit d'un problème d'*ownership* et de responsabilité politique pour la stabilité et la prospérité de chaque État membre comme de l'ensemble de l'Union.

Il est essentiel d'éviter toute répétition de la crise européenne de la dette de 2010. Cela suppose en priorité l'achèvement de l'union bancaire. De grands progrès ont été réalisés à cet égard grâce au mécanisme de surveillance unique et à l'évaluation complète des banques qui en relèvent, de même qu'avec la mise sur pied du mécanisme de résolution unique. Une modification du traité permettrait toutefois à la fois de séparer totalement les deux missions de la BCE que sont la politique monétaire et le contrôle prudentiel et d'inclure le secteur des assurances dans la surveillance commune. Le mécanisme de résolution doit être complété par la mise en œuvre du soutien budgétaire, et le troisième pilier de l'union bancaire, à savoir un système commun de garantie des dépôts, peut contribuer à éviter des chocs financiers négatifs dans la zone euro. L'approfondissement des marchés financiers, selon le principe de la libre circulation des capitaux, doit également se poursuivre, avec l'élaboration d'une véritable union des capitaux, en complément de l'union bancaire. Il faut donc que le financement de l'économie passe, comme aux États-Unis, davantage par des canaux non bancaires, ce qui nécessite notamment de rationaliser encore la législation nationale et de créer de nouveaux instruments financiers, soumis à un contrôle adéquat et qui, notamment grâce à une information suffisante des investisseurs potentiels, peuvent faciliter le financement

des PME. De cette manière, le nécessaire partage des risques entre les États membres passera davantage par les canaux financiers et moins par des transferts budgétaires, lesquels soulèvent de surcroît des difficultés politiques au sein de l'UE.

Pour ce qui est de la part restante et nécessaire du partage des risques, la mutualisation de la dette est importante aux États-Unis, et le budget fédéral peut y contribuer à absorber les chocs économiques. C'est toutefois l'aboutissement de deux siècles d'intégration politique, si on remonte à la création par Hamilton de la première dette publique fédérale. La zone euro a directement mis en œuvre, avec succès, sa politique monétaire commune, mais on ne peut pas s'attendre aujourd'hui à ce que les 18 États-nations européens engrangent, en un laps de temps relativement court, des avancées suffisantes pour réaliser une union politique, assurément nécessaire pour l'émission d'une dette commune et pour la conclusion d'un accord sur un budget significatif pour la zone euro, ou sur tout autre mécanisme d'absorption des chocs.

L'émission d'une dette commune constitue la panacée pour plus d'une maladie de la zone euro, et elle élargirait en outre l'éventail d'instruments de politique monétaire mais, tout comme les transferts, elle génère un problème d'aléa moral et rend difficile la distinction à opérer entre politique de mauvais aloi et malchance. Aussi longtemps que ces problèmes ne seront pas résolus de manière convaincante, on peut s'attendre à ce que ces instruments demeureront politiquement tabous. Une mise en œuvre rigoureuse des recommandations émises dans le cadre du semestre européen peut favoriser la convergence économique entre les pays, de même qu'elle pourrait élargir l'assiette politique disponible pour inciter les États membres plus nantis à convenir de l'un ou l'autre mécanisme de solidarité. Les unions monétaires disposent d'un budget central parce que ce sont également des unions politiques; la zone euro constitue une exception à cette règle historique. Elle est capable de survivre sans budget fédéral: les marges incluses dans les règles budgétaires européennes permettent, pour autant qu'on les respecte en période de bonne comme de mauvaise conjoncture économique, d'absorber les chocs économiques par le jeu des budgets nationaux, chose à laquelle contribuera largement une union bancaire et des capitaux fonctionnant correctement.

Bibliographie

- Afonso A. et D. Furceri (2008), « EMU enlargement, stabilisation costs and insurance mechanisms », *Journal of International Money and Finance*, 27(2), 169-187.
- Allard C. et al. (2013), *Toward a Fiscal Union for the Euro Area*, IMF Staff Discussion, Note 1309, September.
- Alvarez L.J. et al. (2005), *Sticky prices in the euro area, A summary of new micro evidence*, ECB Working Paper No 563, December.
- Asdrubali P., B.E. Sorensen et O. Yosha (1996), « Channels of interstate risk sharing : United States 1963-1990 », *The Quarterly Journal of Economics*, 111(4), November, 1081-1110.
- Balli F. et B. E. Sorensen (2007), *Risk sharing among OECD and EU countries: The role of capital gains, capital income, transfers, and saving*, MPRA Working Paper No 10223, December.
- BCE (2013), *Intégration financière en Europe*, avril.
- BCE (2014), *Intégration financière en Europe*, avril.
- BCE (2013), « Liens commerciaux intra-zone euro et ajustement externe », *Bulletin mensuel*, janvier, 59-74.
- Bordo M. D., A. Markiewicz et L. Jonung (2011), *A Fiscal Union for the Euro: Some Lessons from History*, NBER Working Paper No 17380, September.
- Buch C. M. (2000), *Financial market integration in the US: lessons for Europe?* Kieler Arbeitspapiere 1004, September.
- Coene L. et G. Langenus (2013), « Belgium : Promoting Fiscal Discipline in a Federal System », in George Kopits, *Restoring Public Debt Sustainability*, Oxford University press, December.
- Corsetti G. (2008), *A modern reconsideration of the theory of OCA*, EC, Economic Papers 308, February.
- De Grauwe P. (2011), *The governance of a fragile eurozone*, KULeuven and CEPS, April.
- de Sola Perea M. et Ch. Van Nieuwenhuyze (2014), « Intégration et fragmentation financières dans la zone euro », BNB, *Revue économique*, juin, 109-138.
- Dickens W.T. et al. (2007), « How Wages Change : Micro Evidence from the International Wage Flexibility Project », *Journal of Economic Perspectives*, Spring.
- Draghi M. (2014), *Hearing at the Committee on Economic and Monetary Affairs of the European Parliament*, Introductory statement, Strasbourg, 14 June.
- EC (2012), *A Blueprint for a deep and genuine Economic and Monetary Union – Launching a European Debate*, November.
- EC (2012), *Towards a Genuine Economic and Monetary Union*, Report by the President of the European Council, in collaboration with the Presidents of the EC, the Eurogroup and the ECB, December.
- EC (2014), *Communication to the European Parliament and the Commission on Long term Financing of the European economy*, 27 March.
- ECB (2011), *Remarks at the farewell event*, speech Jean-Claude Trichet, Frankfurt am Main, 19 October.

- ECB (2013), *Banking Structures Report*, November.
- Eichengreen B. (2014), *The eurozone crisis: the theory of optimum theory bites back*, Notenstein White Papers, March.
- Epstein R. et M. Rhodes (2014), *International in Life, National in Death? Banking Nationalism on the Road to Banking Union*, Paper prepared for the ECPR meeting in Salamanca, 10-15 April.
- Feld L. P., J. Haucap, W. Möschel, V. Wieland et B. U. Wigger (2012), *Wie viel Koordinierung braucht Europa?*, Stiftung Marktwirtschaft, Kronberger Kreis Studien 55.
- Furceri D. et A. Zdzienicka (2013), *The Euro Area Crisis: Need for a Supranational Fiscal Risk Sharing Mechanism?*, IMF Working Paper No 198, September.
- Gakova Z. et Lewis Dijkstra (2008), *Labour mobility between the regions of the EU-27 and a comparison with the USA*, EU Regional Policy, Note 02.
- Geeroms H. (2009), *The Idea of a European Debt Agency*, Commemorative Book for the 80 Years Jubilee of Roman Głowacki, 116-123.
- Geeroms H., W. Moesen et S. De Corte (2011), *The European Union at a crossroads: an action plan*, CES, December.
- Geeroms H., S. Ide et F. Naert (2014), *The European Union and the Euro. How to Deal with a Currency Built on Dreams*, Intersentia.
- Geeroms H. et P. Karbownik (2014), *How to complete the EU's Banking Union?*, Bulletin de documentation Finances, 1^{er} trimestre, n° 1.
- Ghironi F. et V. Stebunovs (2010), *The domestic and international effects of interstate US banking*, Boston College Working Papers in Economics, 765.
- Gros D. (2013), « Banking Union rather than Fiscal Union », *Visions for Economic Policy Coordination in Europe*, June, 63–71.
- Guntram B.W. (2012), *A Budget for Europe's Monetary Union*, Bruegel Policy Contribution, December.
- Kalemli-Ozcan S., E. Luttini et B. Sorensen (2014), « Debt Crises and Risk-Sharing: The Role of Markets versus Sovereigns », *Scandinavian Journal of Economics*, 116(1).
- Kaminsky G. (2005), *International Capital Flows, Financial Stability and Growth*, DESA Working Paper 10.
- Kenen P. (1969), « The Optimum Currency Area: An Eclectic View », in R.A. Mundell and A.K. Swoboda, *Monetary Problems of the International Economy*, University of Chicago Press.
- Lane P. (2013), *Capital flows in the Euro area*, EC, Economic Paper 497, April.
- Laubach T. (2005), *Fiscal Relations Across Levels of Government in the United States*, OECD Economics Department, Working Paper 462.
- Mc Kinnon R. (1963), « Optimum Currency Areas », *American Economic Review* 52.
- Mayer Th. et D. Gros (2010), *Towards a Euro(pean) Monetary Fund*, CEPS Policy Briefs, 17 May.

- Mongelli F.P. (2008), *European economic and monetary integration and the optimum currency area theory*, EC Economic Paper 302, February.
- Morgan D., B. Rime et Ph. E. Strahan (2004), *Bank integration and state business cycles*, Stockholm Institute for Financial Research, SIFR Research Report Series 30.
- Nouy D. (2014), Interview avec Der Spiegel, 30 June.
- Ong Li L. et C. Pazarbasioglu (2013), *Credibility and Crisis Stress Testing*, IMF Working Paper 178, August.
- Pisany-Ferry J., E. Vihriälä et G. B. Wolff (2013), *Options for a Euro-area fiscal capacity*, Bruegel, 10 January.
- Rockoff H. (2000), *How long did it take the United States to become an optimal currency area?*, NBER Historical Paper 124, April.
- Sapir A. et G. B. Wolff (2013), *The neglected side of banking union: reshaping Europe's financial system*, Note presented at the informal ECOFIN, Vilnius, 14 September.
- Schäuble W. (2012), *Zukunft der Währungsunion: Masterplan für den Euro*, Spiegel online, 16 October.
- Tommaso Padoa-Schioppa Group (2012), *Completing the Euro: a Roadmap Toward fiscal Union in Europe*, 26 June.
- Trésor-Eco (2014), *Une assurance chômage pour la zone euro*, lettre 132, juin.
- Trichet J.C. (2011), *Two continents compared*, Speech at the ECB and its Watchers XIII Conference, 10 June.
- Van Beers N. et al. (2014), *Cross-country insurance mechanisms in currency unions: an empirical assessment*, Bruegel Working Paper 04, March.
- Weidmann J. (2014), Speech to the German-British Chamber of Commerce Annual Dinner, London, 23 July.
- Wolff B. G. (2012), *A budget for Europe's monetary union*, Bruegel policy contribution, 3 December.

Le comment et le pourquoi d'un taux négatif pour la facilité de dépôt

M. Kasongo Kashama^(*)

Introduction

Durant l'été de 2014, l'Eurosystème a abaissé ses projections d'inflation pour la zone euro jusqu'à 2016. En particulier, les projections de hausse de l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) sont tombées sous la barre de 1 % pour l'année 2014 et tablent désormais sur un retour très lent vers une inflation proche de 2 %, c'est-à-dire un niveau compatible avec la définition de la stabilité des prix adoptée par le Conseil des gouverneurs de la Banque centrale européenne (BCE). Au cours du mois d'août, les marchés financiers ont également indiqué un déclin significatif des anticipations d'inflation à moyen terme. En outre, le recul de l'inflation courante et la baisse d'autres indicateurs conjoncturels, dont le PIB, ont montré que la reprise économique de la zone euro perdait de la vitesse. Face aux risques qu'une période prolongée de faible inflation pourrait faire peser sur le maintien de la stabilité des prix et, plus généralement, sur la relance de l'activité, le Conseil des gouverneurs a décidé, lors de ses réunions de juin et septembre 2014, de prendre une série conséquente de mesures. Ces dernières comprennent, entre autres, une double diminution des taux directeurs (à un niveau négatif pour l'un d'eux), les opérations ciblées de refinancement à plus long terme et les programmes d'achats fermes de titres adossés à des actifs et d'obligations sécurisées⁽¹⁾.

De ce train de décisions, d'aucuns retiendront surtout que l'Eurosystème devient la première banque centrale d'une vaste zone monétaire à ramener son taux directeur plancher en territoire négatif⁽²⁾. Le taux de la facilité de dépôt, qui s'établissait à 0 % depuis juillet 2012, est ainsi passé à -0,1 % dès le 11 juin 2014 avant d'être réduit à -0,2 % à compter du 10 septembre 2014. En termes simples, ce

taux négatif signifie que les banques doivent payer pour pouvoir déposer leurs liquidités excédentaires auprès de l'Eurosystème. Cette incursion en terrain inconnu se révèle d'autant plus importante à appréhender que l'environnement financier actuel de la zone euro se caractérise par un surplus de liquidités sur le marché monétaire et par une fragmentation persistante du système bancaire.

Dans ce contexte, le présent article vise précisément à mettre en lumière, de manière synthétique, les tenants et les aboutissants de la décision de rémunérer les dépôts auprès de l'Eurosystème à un taux négatif. Pour ce faire, la première partie revient sur la portée exacte du taux négatif en vigueur depuis juin 2014 ainsi que sur le rôle joué par le taux de la facilité de dépôt dans la mise en œuvre de la politique monétaire dans la zone euro. La deuxième partie examine ensuite les principales raisons qui ont motivé le choix de cette mesure d'assouplissement monétaire. À l'aune des nombreuses interrogations soulevées par la décision, les deux dernières parties s'intéressent pour leur part aux deux questions spécifiques suivantes : « Le taux négatif punit-il les épargnants ? » et « Le taux négatif impose-t-il un coût au secteur bancaire ? ».

^(*) L'auteur remercie L. Aucremanne, J. Boeckx, M. de Sola Perea, J. De Wit et M. Dossche pour leurs commentaires et suggestions à propos de l'article. La rédaction de cet article a été clôturée le 10 septembre 2014.

⁽¹⁾ Pour plus de détails sur l'ensemble des mesures adoptées en juin et en septembre 2014 par le Conseil des gouverneurs, cf. les communiqués de presse de la BCE.

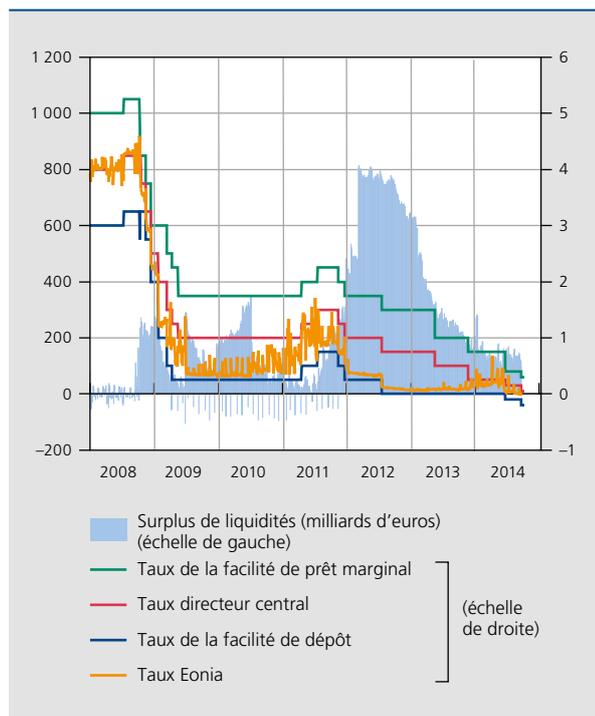
⁽²⁾ Il existe trois précédents à la politique de taux de dépôt négatif en Europe : en Suisse dans les années 1970, en Suède en 2009 et au Danemark de juillet 2012 à avril 2014.

1. Le rôle du taux de la facilité de dépôt

Le Conseil des gouverneurs a décidé de procéder à deux réductions des taux directeurs de l'Eurosystème durant l'été de 2014, respectivement en juin et en septembre. Tout d'abord, le taux des opérations principales de refinancement – les opérations hebdomadaires d'open market – a été ramené de 0,25 à 0,15 %, avant de passer à 0,05 % en septembre. Ce taux détermine également le coût des opérations (ciblées ou non) de refinancement à plus long terme. Ensuite, le taux de la facilité de prêt marginal, grâce à laquelle les banques peuvent emprunter des liquidités au jour le jour, est revenu de 0,75 à 0,4 %, puis a été fixé à 0,3 %. Enfin, le taux de rémunération de la facilité de dépôt, qui permet aux banques de placer leurs liquidités auprès de la banque centrale jusqu'au jour suivant, a été diminué de 0 à -0,1 %, avant de reculer à -0,2 %. Afin d'éviter les arbitrages, le taux négatif s'applique en pratique également aux avoirs détenus par les banques sur leur compte courant auprès de l'Eurosystème en sus de leurs réserves obligatoires. Considérant les deux composantes précitées, c'est donc le surplus de liquidités dans son ensemble qui donne lieu à un droit de garde.

GRAPHIQUE 1 TAUX DIRECTEURS, TAUX DU MARCHÉ MONÉTAIRE ET SURPLUS DE LIQUIDITÉS DANS LA ZONE EURO

(données journalières, pourcentages annuels, sauf mention contraire)



Sources : Thomson Reuters Datastream, BCE.

Le bilan consolidé de l'Eurosystème permet de mieux comprendre la source du surplus de liquidités. Comme nous venons de l'indiquer, ce dernier correspond aux liquidités détenues par les banques auprès de l'Eurosystème, soit sur la facilité de dépôt, soit sur leur compte courant en sus de leurs réserves obligatoires (cf. les postes du bilan encadrés en vert dans le graphique 2). Selon une optique alternative, le surplus de liquidités s'établit également comme la différence entre l'apport net de liquidités par l'Eurosystème dans le cadre de la politique monétaire (cf. les postes du bilan encadrés en bleu dans le graphique 2) et le besoin consolidé de liquidités du secteur bancaire (cf. les postes du bilan encadrés en rouge dans le graphique 2)⁽¹⁾. Avant la crise financière (cf. 2007 dans le graphique 2), le surplus de liquidités était quasiment nul car les banques négociaient facilement leurs excédents et déficits entre elles et ne requéraient donc un refinancement auprès de l'Eurosystème qu'à hauteur de leur besoin consolidé. À la suite des turbulences financières, les banques sont toutefois devenues réticentes à se prêter entre elles. Dès lors, l'Eurosystème a considérablement augmenté son offre de liquidités, de sorte que les banques en déficit peuvent se refinancer à des conditions élargies⁽²⁾, tandis que celles en surplus peuvent placer leurs liquidités excédentaires sur la facilité de dépôt ou sur leur compte courant en sus de leurs réserves obligatoires. Ce faisant, le secteur bancaire dispose de plus de réserves de banque centrale que nécessaire lorsque le marché interbancaire fonctionne correctement (cf. septembre 2014 dans le graphique 2). Dans les circonstances actuelles, le surplus de liquidités peut donc s'appréhender comme un indicateur des frictions entre les banques et il constitue de facto le signe d'un besoin d'intermédiation par la voie du bilan de l'Eurosystème⁽³⁾. Témoignant de l'apaisement des tensions financières après l'apogée de la crise de la dette souveraine dans la zone euro, le surplus de liquidités a d'ailleurs fortement diminué depuis la mi-2012. Cette tendance s'explique plus particulièrement par le volume des remboursements anticipés des montants empruntés par le biais des deux opérations de refinancement à plus long terme d'une durée de trois ans.

- (1) Le besoin consolidé de liquidités naît du fait que les facteurs autonomes de ponction de liquidités sont plus élevés que les facteurs autonomes d'apport de liquidités. Il est en outre accentué par l'existence des réserves obligatoires. Pour de plus amples précisions, cf. Boeckx et Ide (2012).
- (2) Ces conditions élargies s'entendent sur les plans de la quantité, du prix et de la maturité, mais aussi des garanties. Cf. notamment les derniers rapports annuels de la Banque pour plus de détails concernant les mesures prises par l'Eurosystème pendant la crise.
- (3) Cette interprétation vaut seulement lorsque l'évolution du surplus de liquidités est déterminée par la demande mais ne s'applique plus dans le cas où la banque centrale contrôle le niveau des liquidités excédentaires, par exemple, par le biais d'achats massifs d'actifs.

GRAPHIQUE 2 BILAN CONSOLIDÉ ET SIMPLIFIÉ DE L'EUROSYSTÈME

(milliards d'euros)

| Actif | | | Passif | | |
|---|---------------------|----------------|---|---------------------|----------------|
| | 2007 ⁽¹⁾ | 5 sept. 2014 | | 2007 ⁽¹⁾ | 5 sept. 2014 |
| Facteurs autonomes d'apport de liquidités | | | Facteurs autonomes de ponction de liquidités | | |
| Actifs externes nets | 323,7 | 584,2 | Billets en circulation | 629,6 | 972,6 |
| Autres facteurs autonomes (nets) | 106,5 | -8,8 | Dépôts des administrations publiques | 52,5 | 70,7 |
| Instruments de politique monétaire | | | Compte courant | | |
| Opérations principales de refinancement | 263,6 | 111,2 | Réserves obligatoires | 187,4 | 105,2 |
| Opérations de refinancement à plus long terme | 183,3 | 381,4 | Avoirs en compte courant détenus en sus des réserves obligatoires | 1,9 | 88,5 |
| Programmes d'achat d'obligations sécurisées et programme pour les marchés de titres | 0,0 | 195,4 | Instruments de politique monétaire | | |
| Facilité de prêt marginal | 0,2 | 0,1 | Dépôts à terme | 0,0 | 0,0 |
| Total | 877,3 | 1 263,6 | Opérations de réglage fin (nettes) | 5,4 | 0,0 |
| | | | Facilité de dépôt | 0,5 | 26,7 |
| | | | Total | 877,3 | 1 263,6 |

Source : BCE.

(1) Moyenne de 2007.

De manière intéressante, l'analyse qui précède nous permet de mettre en lumière la première fonction du taux de la facilité de dépôt. En effet, le bilan consolidé de l'Eurosystème montre que les banques de la zone euro ont en permanence la possibilité de déposer des liquidités auprès de la banque centrale. Par ailleurs, l'Eurosystème prête également pour l'heure des fonds aux banques afin qu'elles financent, à tout le moins, leur besoin consolidé de liquidités. Partant, le taux de la facilité de dépôt, combiné aux taux auxquels les banques empruntent à la banque centrale, détermine la marge d'intermédiation de l'Eurosystème, analogue à la marge d'intermédiation des banques commerciales. En pratique, il est à noter que l'écart entre le taux des opérations principales de refinancement et le taux de la facilité de dépôt se révèle être la mesure la plus pertinente de la marge d'intermédiation de l'Eurosystème. Cela est d'autant plus vrai dans un régime d'appels d'offres à taux fixe avec allocation intégrale des soumissions. L'écart entre le taux de la facilité de prêt marginal et le taux directeur central demeure toutefois un facteur déterminant de la volatilité des taux du marché monétaire. En outre, c'est précisément pour peser sur la variabilité du taux Eonia, c'est-à-dire le taux interbancaire au jour le jour dans la zone euro, que le Conseil des gouverneurs a ramené en juin le taux de la facilité de prêt marginal de 0,75 à 0,4 %,

réduisant depuis lors l'écart avec le taux des opérations principales de refinancement de 50 à 25 points de base.

Outre son rôle au niveau de la marge d'intermédiation de l'Eurosystème, le taux de la facilité de dépôt revêt une deuxième fonction importante en ce qu'il constitue la limite inférieure de la variation du taux Eonia, et ce parce qu'aucune banque ne va accepter de prêter au jour le jour à une autre banque à un taux moins élevé que celui qu'elle obtiendrait auprès de l'Eurosystème. Non sans importance, cette limite devient la référence pour les taux du marché monétaire dans un environnement caractérisé par un surplus de liquidités significatif. Dans une telle configuration, le taux Eonia chute en effet d'un niveau proche du taux directeur central, assuré par les conditions de liquidité équilibrées prévalant en temps normal⁽¹⁾, à un niveau proche du taux directeur plancher.

En bref, le taux de la facilité de dépôt constitue un levier de poids dans la mise en œuvre de la politique monétaire de l'Eurosystème, notamment en temps de crise.

(1) Cf. Aucremanne, Boeckx et Vergote (2007).

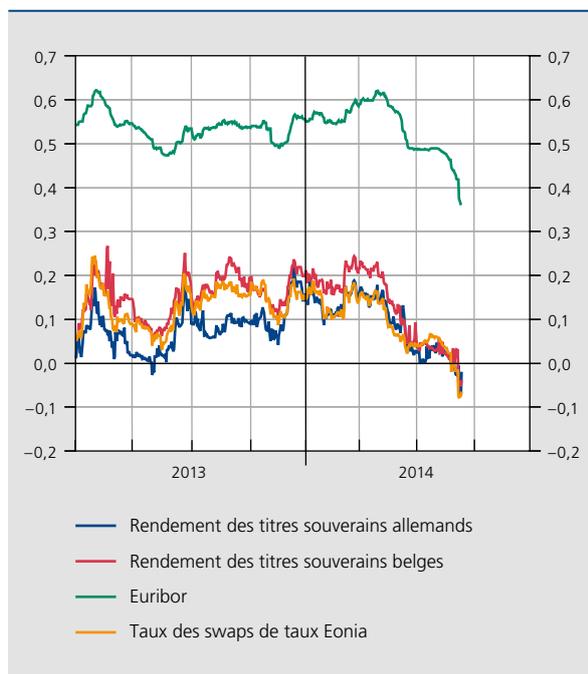
Il convient cependant de remarquer que la fixation de ce taux est bornée inférieurement. En effet, la détention de liquidités sous la forme de billets de banque – toujours « rémunérée » à 0 % – représente l'ultime alternative au recours à la facilité de dépôt pour les banques. Un taux négatif pour cette facilité est donc possible car la détention d'espèces n'est pas dénuée de coûts ni de risques. Comme n'importe quel bien de valeur, les billets de banque peuvent être perdus, volés ou détruits. Des coûts sont par ailleurs associés à leur transport et à leur stockage, en particulier à l'aune des montants en jeu dans le système bancaire de la zone euro. Toutefois, plus le taux de la facilité de dépôt diminue, plus l'arbitrage vers les espèces devient intéressant pour les banques, rendant des réductions supplémentaires du taux directeur potentiellement inutiles. Dans les faits, il s'avère difficile de déterminer avec précision le taux auquel la substitution au profit des billets de banque commence à jouer. Cependant, le Président Draghi a précisé, lors de la conférence de presse tenue à l'issue de la réunion du Conseil des gouverneurs de septembre, que la limite inférieure en termes de taux d'intérêt était atteinte et qu'aucun ajustement technique supplémentaire n'était désormais envisageable. Autrement dit, 20 points de base sous zéro correspondent, pour le Conseil des gouverneurs, à la limite inférieure effective du taux directeur plancher.

2. Les raisons de la mise en œuvre d'un taux négatif

En diminuant le taux de la facilité de dépôt, le premier but du Conseil des gouverneurs est de rendre l'orientation de la politique monétaire encore plus accommodante. Comme expliqué précédemment, le taux de la facilité de dépôt est le taux de référence du marché monétaire dans le contexte de liquidités excédentaires prévalant depuis la crise financière. En le réduisant, l'Eurosystème a donc pesé directement sur le taux Eonia, ce qui constitue le point de départ du mécanisme de transmission monétaire. Le taux interbancaire au jour le jour s'est ainsi élevé en moyenne à 0,04 % entre le début de juin et la mi-septembre 2014, contre 0,21 % entre février et mai de la même année. A la fin d'août et au début de septembre, il est passé légèrement sous zéro pour la première fois de son histoire. Parallèlement, les taux à plus long terme du marché monétaire se sont inscrits en recul, et ce depuis la réunion du Conseil des gouverneurs de mai (après laquelle la possibilité de mesures additionnelles a été suggérée). De plus, ils sont tombés en territoire négatif dès la fin d'août, en anticipation des nouvelles mesures de soutien monétaire de septembre. Ainsi, au début de septembre, le taux des swaps de taux Eonia à un an s'établissait aux environs de 6 points de base sous zéro. En outre, certains

GRAPHIQUE 3 TAUX À UN AN SUR LES MARCHÉS FINANCIERS DE LA ZONE EURO

(données journalières, pourcentages annuels)



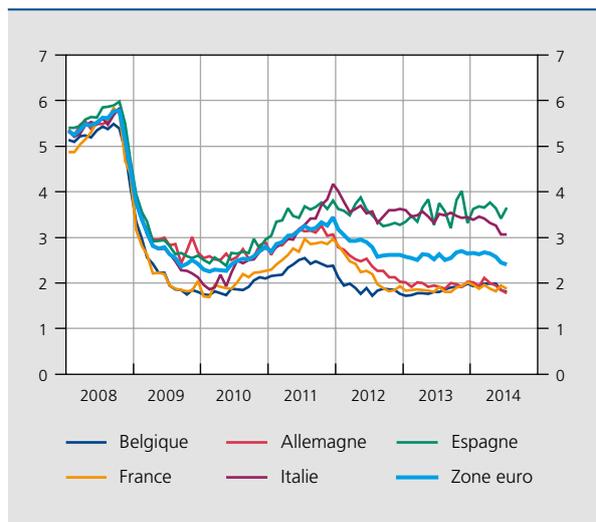
Source : Thomson Reuters Datastream.

taux des titres souverains des pays du cœur de la zone euro sont eux aussi devenus négatifs, comme par exemple en Allemagne ou en Belgique.

Dans le schéma de la transmission de la politique monétaire à l'économie, l'impact du taux négatif sur les taux du marché monétaire n'est que le premier maillon d'un mécanisme composé de divers canaux. Dans le contexte présent, l'Eurosystème table sur une transmission de l'impulsion monétaire aux taux à moyen terme, boostée par les orientations prospectives qui garantissent le maintien des taux directeurs à leur niveau actuel durant une période prolongée. En outre, dans un système économique tel que celui de la zone euro, où les entreprises et les ménages se financent principalement par l'intermédiaire des banques, les nouvelles conditions sur les marchés financiers devraient également exercer une pression à la baisse sur les taux débiteurs bancaires. En particulier, les autres mesures annoncées en juin et en septembre, y compris les opérations ciblées de refinancement à plus long terme, sont destinées à assurer une transmission appropriée au niveau du système bancaire. Dans ce contexte, il est encourageant de constater depuis mai une certaine réduction des taux débiteurs bancaires pour les sociétés non financières, et ce après des mois de quasi-stabilité. In fine, la diminution générale des taux, tant sur les marchés

GRAPHIQUE 4 TAUX DÉBITEURS BANCAIRES DANS PLUSIEURS PAYS DE LA ZONE EURO

(indicateur du coût d'emprunt à court terme pour les sociétés non financières⁽¹⁾, données mensuelles, pourcentages annuels)



Source : BCE.

(1) Calculé comme une moyenne pondérée des taux d'intérêt sur les prêts jusqu'à un an (en ce compris les prêts à long terme émis à taux variable avec une période initiale de fixation du taux inférieure à un an) et sur les découverts consentis par les banques aux sociétés non financières (cf. BCE, 2013).

financiers qu'au niveau bancaire, devrait, toutes choses égales par ailleurs, encourager l'investissement des entreprises et les dépenses des ménages, supportant, à terme, un taux d'inflation plus élevé.

En outre, il est important de noter que la décision de rendre négatif le taux de la facilité de dépôt envoie un signal potentiellement puissant aux opérateurs de marché. La mesure souligne en effet que le Conseil des gouverneurs est prêt à prendre toutes les dispositions nécessaires – en ce compris l'adoption de mesures non conventionnelles – pour lutter contre le risque d'une période prolongée de faible inflation, voire de déflation. Ce signal est de nature à maintenir la crédibilité de la banque centrale, favorisant ainsi un meilleur ancrage des anticipations d'inflation à moyen terme.

Bien que le taux de change ne soit en tant que tel pas un objectif de la politique monétaire de l'Eurosystème, les bénéfices d'une transmission du taux négatif au travers de la valeur relative de l'euro ont eux aussi largement été mis en avant. Dans cette optique, la diminution générale des taux sur les marchés financiers est susceptible de décourager les investisseurs domestiques et étrangers de placer leurs liquidités dans la zone euro. Toutes choses égales par ailleurs, la fuite subséquente des capitaux de la zone euro vers des économies offrant des rendements plus élevés

favorisera une dépréciation du taux de change et, partant, un retour plus rapide de l'inflation vers un niveau proche de 2%. Bien que l'euro se soit déprécié de quelque 7% vis-à-vis du dollar des États-Unis et d'environ 4% en termes effectifs entre le début de mai et le 10 septembre 2014, il est difficile d'estimer la contribution exacte de l'introduction du taux négatif dans cette tendance car d'autres mesures de politique monétaire ont été annoncées en juin et septembre, comme par exemple les opérations ciblées de refinancement à plus long terme et les programmes d'achat de titres adossés à des actifs et d'obligations sécurisées. En outre, étant donné la forte appréciation de l'euro par rapport aux autres monnaies depuis la mi-2012, le taux de change reste un sujet de préoccupation important et légitime dans le contexte actuel de faible inflation.

Outre un assouplissement monétaire, le passage du taux de la facilité de dépôt en territoire négatif a aussi permis, comme nous l'expliquons ci-après, de préserver le bon fonctionnement du marché interbancaire après les abaissements du taux directeur central.

Depuis novembre 2013, l'écart entre le taux des opérations principales de refinancement et celui de la facilité de dépôt s'établit à 25 points de base. Comme évoqué précédemment, cet écart est une mesure de la marge d'intermédiation de l'Eurosystème. En temps normal, l'exercice d'une certaine intermédiation par la banque centrale constitue une sorte de sous-produit de la mise en œuvre de la politique monétaire. Mais, en temps de crise financière, et en particulier en phase de grande incertitude sur le marché interbancaire, elle devient une partie intégrante de cette mise en œuvre, contribuant, en outre, à la stabilité financière d'une manière potentiellement décisive. Toutefois, si l'institution monétaire joue trop l'intermédiaire, elle atténue également les incitants à une intermédiation par le biais du secteur privé et à une reconstruction du marché interbancaire.

Pour être plus clair, la situation peut être appréhendée du point de vue de deux banques représentatives, soit une banque A, en surplus de liquidités, et une banque B, en déficit. Dans ce cadre simplifié, la banque A a le choix entre déposer ses liquidités excédentaires auprès de l'Eurosystème ou les prêter sur le marché interbancaire à la banque B. La banque B dispose quant à elle également de l'option de participer aux opérations de refinancement de l'Eurosystème pour obtenir les fonds qui lui manquent (à condition de disposer des garanties nécessaires). Ainsi, il existe un lien entre le taux auquel la banque B peut emprunter des liquidités auprès de la banque centrale et le taux qu'elle est disposée à payer à la banque A pour les obtenir. La différence entre ce dernier taux et celui de la facilité de dépôt détermine en revanche la décision de la banque A de prendre part ou

non à la transaction interbancaire. Partant, plus le corridor formé par les taux directeurs central et plancher est étroit, plus le coût relatif de l'intermédiation de l'Eurosystème se réduit et, toutes choses égales par ailleurs, plus le nombre de transactions interbancaires effectuées diminue⁽¹⁾.

Suivant ces considérations, la double réduction du taux de la facilité de dépôt (et son passage en territoire négatif) durant l'été de 2014 se justifiait dès lors que l'Eurosystème souhaitait alléger le coût de refinancement en son sein et doper la demande des banques pour les opérations ciblées de refinancement à plus long terme, sans pour autant comprimer sa marge d'intermédiation. Autrement dit, le taux directeur plancher a aussi été réduit car un corridor inférieur à 25 points de base, résultant de la diminution du seul taux directeur central, a été jugé susceptible d'avoir un impact trop dévastateur sur les échanges interbancaires.

Non sans importance, l'analyse qui précède suggère que l'abaissement du taux de la facilité de dépôt à un niveau négatif, en tant que tel, n'augmente pas l'activité sur le marché interbancaire. Cela résulte directement du fait que le coût relatif de l'intermédiation de l'Eurosystème pour le secteur bancaire est resté inchangé depuis juin. En outre, les banques en surplus de liquidités ne sont pas davantage incitées à se débarrasser de leurs liquidités excédentaires (par exemple, par des prêts interbancaires) dans la mesure où les nouvelles conditions monétaires se transmettent, en principe, à l'ensemble des classes d'actifs et de passifs. Vu la réalité économique et financière, cette analyse mérite toutefois d'être nuancée. Dans les faits, une certaine volonté d'échapper au droit de garde instauré par l'Eurosystème peut en effet s'expliquer par plusieurs raisons. Certaines institutions peuvent ainsi devoir tenir compte de contraintes de régulation interne leur interdisant de détenir des actifs présentant un taux négatif, ce qui les oblige expressément à trouver des alternatives au dépôt auprès de l'Eurosystème. De plus, il est possible que les établissements de crédit rechignent à répercuter le taux négatif sur les taux rémunérant les dépôts de leurs clients. Dans une telle configuration, la différence de rendement entre leurs actifs et leurs passifs les encourage à se débarrasser de leurs liquidités excédentaires. En outre, on ne peut exclure une certaine non-linéarité du comportement des opérateurs de marché face à la négativité du taux directeur plancher. In fine, il est donc possible que le taux de dépôt négatif stimule le volume des échanges interbancaires. Dans le contexte actuel, cela s'avère toutefois complexe

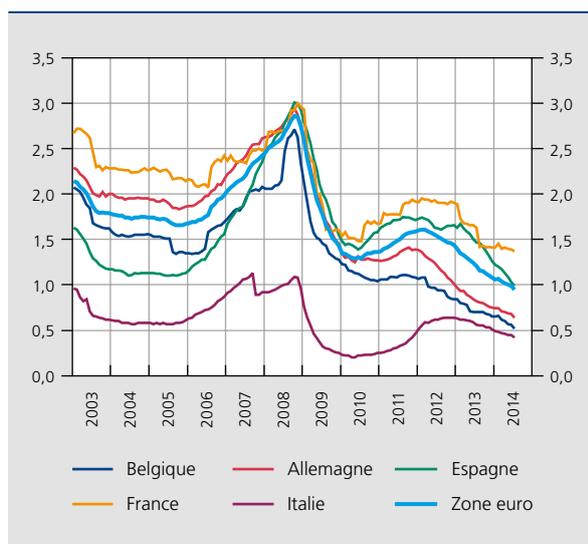
à évaluer dans la mesure où d'autres décisions prises par le Conseil des gouverneurs durant l'été sont elles aussi de nature à influencer la gestion de la liquidité des banques.

Un taux négatif pour la facilité de dépôt demeure une incursion en terrain inconnu et il soulève dès lors de nombreuses questions. Comme le dernier paragraphe l'illustre, son impact sur le volume des échanges interbancaires est en théorie neutre, bien que certains observateurs avancent qu'il s'agit d'un effet majeur. Dans les deux parties suivantes, nous examinons deux autres questions liées aux effets de la décision de ramener le taux directeur plancher sous zéro : « Le taux négatif punit-il les épargnants ? » et « Le taux négatif impose-t-il un coût au secteur bancaire ? ».

3. Le taux négatif punit-il les épargnants ?

Pour évaluer la situation des épargnants dans la zone euro, un point de départ naturel est l'analyse de l'évolution de la rémunération de leurs dépôts auprès des institutions financières. À l'instar des autres taux sur les marchés monétaire et financiers, les taux rémunérant les dépôts bancaires des ménages se sont très largement repliés dans la plupart des pays de la zone euro, tombant à des niveaux historiquement bas à l'heure actuelle⁽²⁾.

GRAPHIQUE 5 TAUX DE RÉMUNÉRATION DES ENCOURS DE DÉPÔTS BANCAIRES DES MÉNAGES⁽¹⁾ DANS PLUSIEURS PAYS DE LA ZONE EURO
(données mensuelles, pourcentages annuels)



Sources : BCE, BNB.

(1) Taux synthétiques basés sur les moyennes pondérées des taux de rémunération des encours de dépôts à vue, de dépôts remboursables avec préavis et de dépôts à terme.

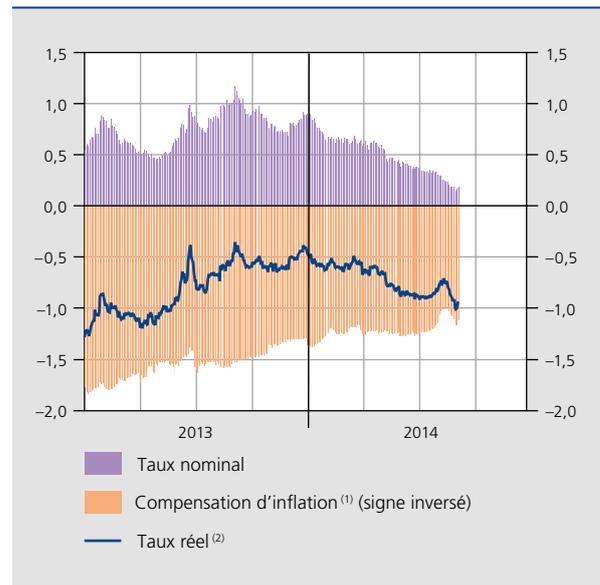
(1) Cf. Mercier et Papadia (2011).

(2) Les taux présentés sont issus de l'enquête harmonisée sur les taux d'intérêt des institutions financières monétaires de la zone euro (MFI Interest Rates – MIR). Il convient de noter que les différences entre pays en matière de niveau des taux synthétiques reflètent dans une certaine mesure les préférences en termes de maturité ainsi que les diverses modalités institutionnelles sur le plan national. Elles doivent dès lors être interprétées avec une certaine prudence.

Plus précisément, on peut constater que les amples mouvements de baisse des taux de dépôt des ménages amorcés à l'automne de 2008 et au début de 2012 sont conformes à ceux des taux directeurs de l'Eurosystème. De plus, les mois de juin et juillet 2014 ont enregistré un nouveau recul du taux moyen rémunérant l'épargne des ménages dans la zone euro. En bref, ces développements indiquent que les décisions en matière de taux prises par l'Eurosystème à la suite de la crise, en ce compris le taux négatif pour la facilité de dépôt, exercent de véritables pressions à la baisse sur le rendement de l'épargne. Pour la banque centrale, cela constitue une bonne nouvelle, puisque l'objectif en soi de l'assouplissement de la politique monétaire est de rendre l'épargne moins attrayante (et le crédit plus intéressant) pour les agents économiques. Ainsi, en diminuant les taux d'intérêt, l'Eurosystème ne cherche pas tant à pénaliser les épargnants qu'à inciter les ménages et les entreprises à dépenser leur argent ou à investir aujourd'hui plutôt que demain ; le diagnostic étant que l'épargne courante est trop importante pour permettre une relance économique et une remontée plus rapide des prix.

Dans le cadre de ces considérations, il est important de rappeler que, tandis que l'Eurosystème dispose d'un levier direct sur les taux nominaux, ce sont en principe les taux réels qui sont pertinents pour les décisions de consommation et d'investissement. Le taux d'intérêt réel correspond au taux d'intérêt nominal, diminué de la compensation pour l'inflation attendue. Dès lors, il se peut qu'une réduction des taux nominaux (éventuellement sous zéro), confrontée à une baisse générale des anticipations d'inflation, laisse les taux réels inchangés, voire supérieurs à leur niveau initial. Dans les faits, on observe d'ailleurs que, depuis avril 2013, les taux réels ont subi certaines pressions à la hausse en raison du recul marqué des attentes d'inflation, et ce malgré plusieurs diminutions des taux directeurs au cours de la période. Plus précisément, pendant le printemps et l'été de 2013, l'augmentation du taux réel s'expliquait par un relèvement du taux nominal et par une certaine dégradation des anticipations d'inflation. Entre novembre 2013 et avril 2014, une quasi-stabilité du taux réel a été observée, les réductions du taux nominal ayant été compensées par un repli des anticipations d'inflation sur le même horizon. Si on s'en tient au principe de Taylor – qui établit qu'une banque centrale confrontée à un recul/une remontée des attentes d'inflation doit mettre en œuvre une baisse/hausse plus que proportionnelle du taux nominal afin de faire varier les taux réels dans la direction appropriée et de rétablir la stabilité économique⁽¹⁾ –, ce constat justifie à lui seul le paquet de mesures annoncé en juin et renforcé en septembre, qui a, en effet, entraîné une contraction du taux réel.

GRAPHIQUE 6 DÉCOMPOSITION DU TAUX RÉEL DES SWAPS DE TAUX EONIA À CINQ ANS
(données journalières, pourcentages annuels)



Sources : Thomson Reuters Datastream, BNB.

(1) Mesurée sur la base de contrats de swap couvrant le risque d'inflation dans la zone euro pour une période de cinq ans.

(2) Calculé comme la différence entre le taux nominal et la compensation d'inflation.

En résumé, d'un point de vue macroéconomique général, la réduction des taux d'intérêt se justifie par les conditions favorables à la reprise de l'activité et de l'inflation qu'elle induit. Autrement dit, la faible rémunération de l'épargne aujourd'hui facilite un rebond de l'économie à moyen terme et, in fine, elle favorise des taux d'intérêt plus élevés⁽²⁾. Dans cette mesure, et dans une perspective de long terme, le moindre taux de la facilité de dépôt ne semble pas justifier les préoccupations ou craintes actuelles des épargnants.

4. Le taux négatif impose-t-il un coût au secteur bancaire ?

Si certaines banques peuvent, pour l'une ou l'autre raison, manifester la volonté d'échapper au taux négatif appliqué à la facilité de dépôt (cf. supra), au niveau du système bancaire dans son ensemble – qui constitue un circuit fermé – le surplus de liquidités doit, d'une manière ou d'une autre, toujours revenir dans le giron de l'Eurosystème. Autrement dit, pour un niveau de liquidités excédentaires donné, le système ne peut éviter la « taxe » induite par un

(1) Pour de plus amples précisions sur ce principe, cf., notamment, Taylor (1999).

(2) Pour de plus amples précisions sur les causes et conséquences de la faiblesse des taux d'intérêt, cf. Boeckx, Cordemans et Dossche (2013).

taux de dépôt négatif auprès de l'Eurosystème. Dans cette partie de l'article, nous nous attachons à examiner plus en détail dans quelle mesure le paiement du droit de garde peut constituer un coût pour le secteur bancaire.

Comme expliqué précédemment, l'Eurosystème joue en quelque sorte le rôle d'une banque auprès des établissements de crédit: ces derniers y déposent des liquidités mais y empruntent également constamment des fonds. Partant, et dans le souci de prendre en compte la position globale du secteur bancaire, le coût que le passage sous zéro du taux directeur *créditeur* (facilité de dépôt) génère est indissociable du gain que la diminution simultanée des taux directeurs *débiteurs* (opérations de refinancement et facilité de prêt marginal) provoque. Si on se place dans le cadre du bilan consolidé de l'Eurosystème présenté dans la première partie de l'article, on constate d'emblée que le secteur bancaire occupe une position d'emprunteur net face à l'Eurosystème. En d'autres termes, le montant qu'il emprunte au travers des opérations de refinancement et du recours à la facilité de prêt marginal est supérieur au surplus de liquidités placé en dépôt. Cette situation se vérifie en permanence – et donc pas seulement en temps de crise – dans la mesure où il existe un déficit consolidé de liquidités, qui ne peut être comblé que par des emprunts auprès de l'Eurosystème (cf. supra). Dans un tel contexte, la réduction du corridor des taux directeurs (en ce compris le passage en territoire négatif du taux directeur plancher) se fait au profit du secteur bancaire dans son ensemble. À titre d'exemple et en utilisant les chiffres du bilan consolidé de l'Eurosystème du 5 septembre 2014, la combinaison de taux directeurs prévalant depuis la mi-septembre (-0,2 %, 0,05 % et 0,3 %) implique, sur une base annuelle, un coût net de refinancement des banques auprès de l'Eurosystème de 0,42 milliard d'euros, contre 0,97 milliard d'euros avec le corridor en vigueur au début de juin (0 %, 0,25 % et 0,75 %)⁽¹⁾.

Bien entendu, cette analyse comptable s'inscrit dans un schéma simplifié de la réalité. Deux nuances peuvent ainsi être apportées à ce raisonnement.

Premièrement, l'analyse présente une vision globale de la situation du secteur bancaire. Aussi, il se peut que l'impact du changement de corridor diffère d'une banque à l'autre, selon que l'établissement est en surplus ou en déficit de liquidités. De telles considérations dépassent néanmoins le cadre de l'article. Cela dit, il convient de souligner que le seul fait que l'Eurosystème offre la possibilité d'agir comme intermédiaire bénéficie à l'ensemble des banques. Cela vaut tout particulièrement pour les banques les plus fragiles, mais également pour les établissements solides et riches de liquidités. Ces derniers ont en effet profité du placement refuge constitué par la

facilité de dépôt de l'Eurosystème, et ce, notamment, au plus fort de la crise. En outre, il est à noter qu'ils tirent largement parti du retour à la stabilité sur les marchés financiers favorisé, entre autres, par le refinancement massif opéré par la banque centrale auprès des banques les plus vulnérables.

Deuxièmement, l'analyse fondée sur le bilan consolidé est purement statique. Dans une optique plus dynamique, l'impact du taux négatif est plus difficile à estimer. Comme nous l'avons déjà brièvement évoqué dans la deuxième partie de l'article, cet impact potentiel sur le profit des banques naît du fait que, lorsque les taux sont faibles, les banques peuvent préférer ne pas répercuter les nouvelles détentes de taux sur leurs taux de dépôt afin de ne pas menacer leurs bases de dépôts. Si, dans le même temps, les taux débiteurs bancaires et les rendements des autres actifs s'ajustent à la baisse, la marge des banques commerciales se retrouve alors sous pression. Bien entendu, l'intensité de cette éventuelle compression de marge est fonction des modalités institutionnelles des différents secteurs bancaires nationaux, en ce compris la prévalence des prêts accordés à taux variables ou encore l'ampleur de la marge disponible pour réduire davantage les taux de dépôt. Alternativement, on peut également imaginer que les banques contrebalancent la pression sur la marge en augmentant les taux qu'elles exigent sur les nouveaux prêts. Toutefois, ni les chiffres récents sur les taux débiteurs bancaires dans la zone euro ni l'expérience danoise du taux de dépôt négatif⁽²⁾ ne semblent confirmer une telle distorsion dans les faits.

Dans une perspective d'équilibre général, il reste également à noter que le stimulus économique induit par un taux négatif pour la facilité de dépôt (*l'assouplissement monétaire*) favorise aussi la croissance du profit des banques. Ainsi, on peut souligner que le niveau très modéré des taux est de nature à stimuler la demande de prêts des ménages et des entreprises. Dès lors, il est possible que l'accroissement du volume de crédit vienne plus que compenser la baisse des taux débiteurs bancaires. Grâce aux taux moindres, on peut aussi s'attendre à ce que le nombre de ménages et entreprises en défaut de remboursement diminue sensiblement par rapport à une situation sans accommodation monétaire. Ultimement, il est intéressant de constater qu'un effet favorable plus prononcé de l'assouplissement monétaire sur les profits des banques par les canaux évoqués

(1) Ce calcul tient compte du fait que les réserves obligatoires sont rémunérées au taux directeur central. Il suppose aussi que le taux applicable aux opérations de refinancement à plus long terme est le taux des opérations principales de refinancement.

(2) Cf. <http://www.bruegel.org/nc/blog/detail/article/1339-negative-deposit-rates-the-danish-experience/>.

ci-avant peut être attendu dès lors que les facteurs institutionnels encourageant un possible effet néfaste du taux négatif sur la marge bancaire (par exemple, une grande proportion de prêts accordés à taux variables) sont au rendez-vous.

Conclusion

Dans le cadre des mesures annoncées durant l'été de 2014, le Conseil des gouverneurs de la BCE a fait une incursion en terrain inconnu en rémunérant les dépôts des banques commerciales auprès de l'Eurosystème en sus de leurs réserves obligatoires à un taux négatif.

Étant donné sa double fonction dans la mise en œuvre de la politique monétaire, l'abaissement du taux de la facilité de dépôt en territoire négatif est synonyme d'orientation plus accommodante de la politique monétaire, et il permet de préserver les incitants à prendre part aux transactions interbancaires tout en allégeant le coût de refinancement des banques auprès de l'Eurosystème.

Bien qu'un taux négatif pour la facilité de dépôt implique des rendements plus bas pour les épargnants,

une réduction du taux réel est jugée nécessaire afin de soutenir l'activité économique et, partant, l'inflation. De plus, cela permet un retour vers des taux d'intérêt plus élevés dans le futur. L'analyse montre également que les coûts nets de refinancement auprès de l'Eurosystème pour le système bancaire se sont affaiblis depuis le début de juin, et ce même si l'impact dynamique du taux négatif sur la profitabilité des banques est plus difficile à estimer.

Enfin, il convient de noter que l'efficacité de la diminution du taux de la facilité de dépôt sous zéro doit s'évaluer en temps réel en tenant compte des effets d'interaction avec l'ensemble des autres mesures de politique monétaire annoncées en juin et en septembre. En particulier, les opérations ciblées de refinancement à plus long terme démarrant en septembre 2014 sont de nature à favoriser une bonne transmission du taux négatif à l'économie réelle. En outre, combinées aux programmes d'achat de titres adossés à des actifs et d'obligations sécurisées démarrant en octobre, elles sont susceptibles d'augmenter considérablement le surplus de liquidités sur le marché monétaire, et ce conformément à la volonté, exprimée par le Président Draghi, de ramener le bilan de l'Eurosystème aux niveaux du début de 2012.

Bibliographie

Aucremanne L., J. Boeckx et O. Vergote (2007), « La gestion de la liquidité de l'Eurosystème pendant la période de turbulences sur les marchés financiers », BNB, *Revue économique*, décembre, 29–45.

BCE (2013), « Évaluer la transmission de la politique monétaire aux taux débiteurs des banques dans la zone euro en période de fragmentation financière », *Bulletin mensuel*, août, 79–95.

BCE (2014), *Pour quelles raisons la BCE a-t-elle instauré un taux d'intérêt négatif?* (<https://www.ecb.europa.eu/home/html/faqinterestrates.fr.html>).

Bindseil U. et J. Jablecki (2011a), *A structural model of central bank operations and bank intermediation*, ECB, Working Paper 1312.

Bindseil U. et J. Jablecki (2011b), *The optimal width of the central bank standing facilities corridor and banks' day-to-day liquidity management*, ECB, Working Paper 1350.

BNB (2014), *Rapport annuel 2013*.

Boeckx J., N. Cordemans et M. Dossche (2013), « Causes et implications de la faiblesse des taux d'intérêt sans risque », BNB, *Revue économique*, septembre, 67–94.

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

Cordemans N. et M. de Sola Perea (2011), « Taux directeurs, taux de marché et taux bancaires de détail en zone euro dans le contexte de la récente crise économique et financière », BNB, *Revue économique*, juin, 29–54.

Draghi M. (2014), *Introductory statement to the press conference (with Q&A)*, Frankfurt, Germany, 4 September.

Mercier P. et Papadia F. (2011), « The Concrete Euro: Implementing Monetary Policy in the Euro Area », Oxford University Press, 1st edition.

Taylor J.B. (1999), *An Historical Analysis of Monetary Policy Rules*, NBER, Working Paper 6768.

Summaries of articles

Outlook for the finances of the Communities and Regions

The sixth Belgian State reform completed at legislative level at the beginning of 2014 transfers powers from the federal government to the Communities and Regions. The financing of the Communities and Regions is also being adjusted. The State reform therefore has a significant influence on public finances. The article examines the impact of these changes on the future financial position of the Communities and Regions.

According to the data from the National Accounts Institute concerning the April 2014 general government accounts, the budget of the Communities and Regions as a whole was more or less in balance in 2013. The Flemish Community and the Brussels Capital Region recorded a small surplus while the French Community and the Walloon Region showed a small deficit.

Apart from transferring considerable powers to the Communities and Regions and increasing the fiscal autonomy of the Regions, the revision of the Finance Act also transfers costs from the federal government to the Communities and Regions. In 2015 and 2016, that substantial transfer takes the form of contributions to the consolidation of public finances. In addition, from 2017, the Communities and Regions will be required to make a contribution to population ageing costs. The sixth State reform also makes provision for the refinancing of the Brussels institutions from 2012.

With no change of policy, i.e. before the implementation of the measures adopted in the government agreements concluded in the summer of 2014, the projections indicate a total deficit of around 0.8 % of GDP from 2016. The increase in the deficit in 2015 and 2016 is due mainly to the contributions towards the consolidation of public finances. During the ensuing decade, the deficit is expected to rise to around 1 % of GDP. With the exception of the Brussels Capital Region, which would maintain a small surplus throughout the period, the other main Communities and Regions, namely the Flemish Community, the French Community and the Walloon Region, are predicted to record substantial deficits throughout the period.

Owing to the contributions towards the consolidation of public finances, the main Communities and Regions other than the Brussels Capital Region are required to make a considerable fiscal consolidation effort in order to achieve the target of a balanced budget. The government agreements concluded for 2014-2019 for the Communities and Regions clearly reflect this fiscal context.

JEL codes: H11, H70, H71, H72, H74

Key words: public finance, Belgian State reform, Special Finance Act, Communities and Regions

Creating export value. An analysis of Belgium

A country's exports are the yardstick against which the external competitiveness of its economy is generally measured. However, consistent with the rise in re-exports and the fragmentation of production chains, the export basket is partly made up of goods and services that have not been manufactured within the exporting country or have been for only a small part. The purpose of the article is to introduce the exported value added approach, while presenting the initial findings for Belgium. A new insight is therefore provided into the degree of openness of the economy, market share developments, trading partners, branches of activity focused on export markets and the balance of trade.

JEL codes: F12, F14, F15

Key words: global value chain, external competitiveness, exported value added

Global imbalances and gross capital flows

The article examines in more detail the measurement of an economy's external vulnerability. An external vulnerability analysis traditionally focuses on the current account balance (a net concept). Countries with a current account deficit and an accumulated net debt position are considered vulnerable to a reversal in external capital flows, known as a sudden stop. In line with the recent economic literature, the article tries to demonstrate the importance of gross flows and positions as well. The strong rise in cross-border gross capital flows over the past two decades has led to an unprecedented accumulation of outstanding international asset and liability positions which may lead to new vulnerabilities in the form of currency, maturity and liquidity mismatches not reflected by the net concept. It is argued that, in order to be complete, an analysis of a country's external vulnerability must use both concepts (net and gross), and illustrates this on the basis of two events: the financial crisis and the recent volatility on the financial markets of the emerging economies.

JEL codes: F32, F34, F36

Key words: international capital flows, global imbalances, current account balance

Household indebtedness: evolution and distribution

A high debt ratio may have important implications for (the volatility of) macroeconomic activity and, when debt levels become unsustainable, possibly on financial stability too. Using macroeconomic (national financial accounts) and microeconomic (Household Finance and Consumption Survey and Central Individual Credit Register) statistics, the article examines changes in and distribution of indebtedness among Belgian households, in comparison with the euro area. According to the macroeconomic statistics, the debt ratio of Belgian households rose strongly over the past decade, although it remained below the euro area average household debt ratio. However, microeconomic statistics suggest that certain groups in Belgium are no better off than in the euro area as a whole. Young and low-income households tend to have relatively high income-related debt ratios, possibly pointing to weak liquidity positions. Compared to the euro area, Belgian households' debt is better covered by their assets. However, this coverage is less extensive for households with consumer debt. The debt position of Belgian households appears to be more sensitive to income-related shocks than to asset price and interest rate shocks. This is corroborated by the close relationship between payment arrears and unemployment.

JEL codes: D14, H31, H63, E44

Key words: household finance, debt distribution, payment arrears

Lessons from the US for the institutional design of EMU

The article compares the euro area and the US in order to draw lessons for improving the Economic and Monetary Union. Although still not perfect, the US comes closer to fulfilling the criteria of the optimum currency area theory, and it did not experience the sovereign debt crisis that hit the euro area, partly because the US has federal institutions which are totally or partially lacking in the EU.

The stability of the euro area would improve if the Member States came closer to meeting the criteria of an optimum currency area. That requires more flexible goods and labour markets and an increase in regional labour mobility. Deepening of the Single Market could make a contribution here, as well as further enhancing the benefits of the single currency by boosting trade. It is also necessary to avoid economic imbalances which can generate contagion effects in other Member States. In the absence of a federal economic policy like that in the US, the existing rules on the coordination of national economic policies, translated annually by the Commission and the Council into the country-specific recommendations of the European Semester, must be actually implemented.

It is vital to avoid any repeat of the sudden reversal of capital flows such as that which occurred in 2010. The primary requirement here is completion of the banking union. In that respect, great progress has been achieved with the single supervisory mechanism and the detailed assessment of the banks which come under it, and with the establishment of a single resolution mechanism. An amendment to the Treaty would permit total separation of the ECB's two tasks – monetary policy and prudential supervision – and allow the insurance sector to be brought under the SSM. The resolution mechanism needs further refinement by the addition of a fiscal backstop. The third pillar of the banking union, a single deposit guarantee scheme, could also help to prevent adverse financial shocks in the euro area. The development of alternatives to bank financing of the economy via a capital union is still necessary to ensure that the 'risk-sharing' between the Member States will take place via the capital markets, thereby reducing the need for budget transfers.

For the residual risk-sharing need, the US has an important form of debt mutualisation and a federal budget that helps to cushion economic shocks. However, that has evolved over two centuries of political integration. The euro area implemented its common monetary policy immediately, and with success, but 18 European nation states cannot be expected to take sufficient steps towards a political union within a relatively short time span, though that is necessary for the issuance of common debt and for an agreement on a significant budget for the euro area or another shock-absorbing mechanism.

The issuance of common debt is a panacea for multiple euro area problems and would expand the range of monetary policy instruments, but – like transfers – it is accompanied by the moral hazard problem. Until a convincing solution has been found, we can expect these instruments to remain politically taboo. Monetary unions have a central budget because they are also political unions; the euro area is an exception to that historical rule. The euro area can survive without a federal budget; provided they are respected, the margins inherent in the European fiscal rules make it possible to absorb economic shocks via the national budgets, something that an efficient banking and capital union will do much to assist.

JEL codes: E630, F15, F22, F33, F36, F53, F55, G280

Key words: optimum currency area, monetary union, banking and capital union

The how and why of a negative rate for the deposit facility

Facing increasing risks to price stability in the euro area, the Governing Council of the European Central Bank (ECB) announced a significant package of policy measures in summer 2014. Those

measures include a reduction in the deposit facility rate to a negative level, at -0.1% from June and then at -0.2% from September, which constitutes a move into uncharted waters for a major central bank. The article clarifies the purpose of doing this and how the decision is expected to impact on savers and the banking sector.

The Governing Council decided to implement a negative deposit facility rate for two reasons. First, that negative rate was warranted to ease further the monetary policy stance in an environment characterised by a liquidity surplus in the banking sector. Second, the reduction in the ECB's lending rates combined with a cut in the deposit facility rate made it possible to lower the cost of central bank refinancing for euro area banks without having to accept a smaller central bank intermediation margin which would lead to a decline in activity on interbank markets.

As for this measure's alleged negative impact on savers, the article finds that reality is more nuanced than intuition might suggest, since monetary accommodation is expected to support economic activity and hence allow higher interest rates in the future. As for the impact on banks' profitability, the June and September rate decisions imply a lower net Eurosystem refinancing cost for the banking sector as a whole, although the dynamic impact on banks' profitability is more difficult to assess.

JEL codes: E52, E58

Key words: Eurosystem, deposit facility, monetary policy implementation, negative rate

Abstracts from the Working Papers series

259. A macro-financial analysis of the euro area sovereign bond market, by H. Dewachter, L. Iania, M. Lyrio and M. de Sola Perea, June 2014

The authors estimate the 'fundamental' component of euro area sovereign bond yield spreads, i.e. the part of bond spreads that can be justified by country-specific economic factors, euro area economic fundamentals, and international influences. The yield spread decomposition is achieved using a multi-market, no-arbitrage affine term structure model with a unique pricing kernel. More specifically, the canonical representation proposed by Joslin, Singleton, and Zhu (2011) is used and the authors introduce alongside standard spanned factors a set of unspanned macro factors, as in Joslin, Pribsch, and Singleton (2013). The model is applied to yield curve data from Belgium, France, Germany, Italy and Spain over the period 2005-2013. Overall, their results show that economic fundamentals are the dominant drivers behind sovereign bond spreads. Nevertheless, shocks unrelated to the fundamental component of the spread have played an important role in the dynamics of bond spreads since the intensification of the sovereign debt crisis in the summer of 2011.

260. Economic importance of the Belgian ports: Flemish maritime ports, Liège port complex and the port of Brussels – Report 2012, by C. Mathys, June 2014

The paper is an annual publication issued by the Microeconomic Analysis Service of the National Bank of Belgium. The Flemish maritime ports (Antwerp, Ghent, Ostend, Zeebrugge), the Autonomous Port of Liège and the port of Brussels play a major role in their respective regional economies and in the Belgian economy, not only in terms of industrial activity but also as intermodal centres facilitating commodity flows. This release provides an extensive overview of the economic importance and development of these ports for the period 2007-2012, focusing on 2012 and on the three major variables of value added, employment and investment.

261. European competitiveness: A semi-parametric stochastic metafrontier analysis at the firm level, by M. Dumont, B. Merlevede, G. Rayp, M. Verschelde, June 2014

The authors use a semiparametric stochastic metafrontier approach to obtain insight into firm-level competitiveness in Europe. They differ from standard TFP studies at the firm level as they simultaneously allow for inefficiency, noise and do not impose a functional form on the input-output relation. Using AMADEUS firm-level data covering 10 manufacturing sectors from seven EU15

countries, (i) they document substantial, persistent differences in competitiveness (with Belgium and Germany as benchmark countries and Spain lagging behind) and a wide technology gap, (ii) they confirm the absence of convergence in TFP between the seven selected countries, (iii) they confirm that the technology gap is more pronounced for smaller firms, and (iv) they highlight the role of post-entry growth for competitiveness.

262. [Employment, hours and optimal monetary policy](#), by M. Dossche, V. Lewis, C. Poilly, September 2014

The authors characterise optimal monetary policy in a New Keynesian search-and-matching model where multiple-worker firms meet demand in the short run by adjusting hours per worker. Imperfect product market competition and search frictions reduce steady-state hours per worker below the efficient level. Bargaining results in a convex 'wage curve' linking wages to hours. Since the steady-state real marginal wage is low, wages respond little to hours. As a result, firms overuse the hours margin at the expense of hiring, which makes hours too volatile. The Ramsey planner uses inflation as an instrument to dampen fluctuations in inefficient hours.

263. [On the conjugacy of off-line and on-line – Sequential Monte Carlo Samplers](#), by A. Dufays, September 2014

Sequential Monte Carlo (SMC) methods are widely used for filtering purposes of non-linear economic or financial models. Nevertheless, the SMC scope encompasses wider applications such as estimating static model parameters so much that it is becoming a serious alternative to Markov-Chain Monte-Carlo (MCMC) methods. Not only do SMC algorithms draw posterior distributions of static or dynamic parameters but they also provide an estimate of the normalising constant. The tempered and time (TNT) algorithm, developed in the paper, combines (off-line) tempered SMC inference with on-line SMC inference for estimating many slightly different distributions. The method encompasses the Iterated Batch Importance Sampling (IBIS) algorithm and more generally the Resample Move (RM) algorithm. Besides the number of particles, the TNT algorithm self-adjusts its calibrated parameters and relies on a new MCMC kernel that allows for particle interactions. The algorithm is well suited for efficiently back-testing models. The author concludes by comparing in-sample and out-of-sample performances of complex volatility models.

Signes conventionnels

| | |
|--------|-------------------------|
| cf. | confer |
| e | estimation de la Banque |
| n.c.a. | non classé ailleurs |
| p.m. | pour mémoire |

Liste des abréviations

Région ou pays

| | |
|----|--------------------|
| BE | Belgique |
| DE | Allemagne |
| EE | Estonie |
| IE | Irlande |
| EL | Grèce |
| ES | Espagne |
| FR | France |
| IT | Italie |
| CY | Chypre |
| LU | Luxembourg |
| MT | Malte |
| NL | Pays-Bas |
| AT | Autriche |
| PT | Portugal |
| SI | Slovénie |
| SK | Slovaquie |
| FI | Finlande |
| EA | Zone euro |
| BG | Bulgarie |
| CZ | République tchèque |
| DK | Danemark |
| HR | Croatie |
| HU | Hongrie |
| LT | Lituanie |
| PL | Pologne |
| RO | Roumanie |
| UE | Union européenne |
| AR | Argentine |
| BR | Brésil |
| CL | Chili |
| CN | Chine |
| CO | Colombie |

| | |
|----|----------------------|
| ID | Indonésie |
| IN | Inde |
| KR | Corée du Sud |
| MX | Mexique |
| MY | Malaisie |
| PE | Pérou |
| PH | Philippines |
| RU | Fédération de Russie |
| TH | Thaïlande |
| TR | Turquie |
| UA | Ukraine |
| UY | Uruguay |
| ZA | Afrique du sud |

| | |
|----|------------|
| US | États-Unis |
|----|------------|

Autres

| | |
|---------|---|
| ABS | Asset-backed securities |
| ALE | Agence locale pour l'emploi |
| APR | Actifs pondérés par les risques |
| AQR | Asset Quality Review |
| BCE | Banque centrale européenne |
| BEA | Bureau of Economic Analysis (États-Unis) |
| BFP | Bureau fédéral du plan |
| BNB | Banque nationale de Belgique |
| BRI | Banque des règlements internationaux |
| BRICS | Brésil, Russie, Inde, Chine et Afrique du Sud |
| B&S | Biens et services |
| CCP | Centrale des crédits aux particuliers |
| CE | Commission européenne |
| CEPII | Centre d'études prospectives et d'informations internationales |
| CEV | Comité d'étude sur le vieillissement |
| CFP | Cadre financier pluriannuel |
| CNUCED | Conférence des Nations unies sur le commerce et le développement |
| COCOF | Commission communautaire française |
| COCOM | Commission communautaire commune |
| CRU | Conseil de résolution unique |
| CSF | Conseil supérieur des finances |
| DGSIE | Direction générale Statistique et Information économique |
| DIF | Deposit Insurance Fund |
| DRRB | Directive sur le redressement et la résolution des crises bancaires pour les établissements de crédit et les entreprises d'investissement |
| EC | European Commission |
| ECB | European Central Bank |
| EFT | Enquête sur les forces de travail |
| Eonia | Euro Overnight Index Average |
| Euribor | Euro Interbank Offered Rate |

| | |
|--------|--|
| FDIC | Federal Deposit and Insurance Corporation |
| FESF | Fonds européen de stabilité financière |
| FMI | Fonds monétaire international |
| FRU | Fonds de résolution unique |
| G20 | Groupe des vingt |
| HFCN | Household Finance and Consumption Network |
| HFCFS | Household Finance and Consumption Survey |
| ICN | Institut des comptes nationaux |
| IMF | International Monetary Fund |
| IPCH | Indice des prix à la consommation harmonisé |
| IPP | Impôt des personnes physiques |
| MES | Mécanisme européen de stabilité |
| MESF | Mécanisme européen de stabilisation financière |
| MFI | Monetary financial institution |
| MIR | Monetary financial institutions interest rates |
| MRU | Mécanisme de résolution unique |
| MSU | Mécanisme de surveillance unique |
| MTO | Medium-term objective |
| NBER | National Bureau of Economic Research |
| OCA | Optimal Currency Area |
| OCC | Office of the Comptroller of the Currency |
| OCDE | Organisation de coopération et de développement économiques |
| OMC | Organisation mondiale du commerce |
| OMT | Opérations monétaires sur titres |
| ONEM | Office national de l'emploi |
| OPEP | Organisation des pays exportateurs de pétrole |
| OTAN | Organisation du traité de l'Atlantique Nord |
| PCA | Prompt Corrective Action |
| PIB | Produit intérieur brut |
| PME | Petites et moyennes entreprises |
| PPP | Partenariat public-privé |
| R&D | Recherche et développement |
| RNB | Revenu national brut |
| SEC | Système européen des comptes |
| Sofico | Société wallonne de financement complémentaire des infrastructures |
| SPF | Service public fédéral |
| TARP | Troubled Asset Relief Programme |
| TiVA | Trade in value added |
| TVA | Taxe sur la valeur ajoutée |
| UE | Union européenne |
| UEM | Union économique et monétaire |

| | |
|-----|-------------------------------|
| VA | Valeur ajoutée |
| VGC | Vlaamse Gemeenschapscommissie |
| WTO | World Trade Organization |
| ZMO | Zone monétaire optimale |

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

Éditeur responsable

Jan Smets

Directeur

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

Personne de contact pour la Revue

Luc Dufresne

Secrétaire général

Tél. +32 2 221 24 96 – Fax +32 2 221 30 91
luc.dufresne@nbb.be