

Revue économique

Septembre 2015



© 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

INTERACTIONS ENTRE LA POLITIQUE MONÉTAIRE ET LA POLITIQUE MACROPRUDENTIELLE	7
LA CRISE A-T-ELLE MODIFIÉ L'ADN DE L'ÉCONOMIE BELGE ?	31
MARGES BÉNÉFICIAIRES DES ENTREPRISES: ÉVOLUTION RÉCENTE DANS UN CONTEXTE DE FAIBLE INFLATION	45
FACTEURS EXPLIQUANT LE RALENTISSEMENT DE LA CROISSANCE DANS LES ÉCONOMIES ÉMERGENTES	61
LE CADRE DE GOUVERNANCE EUROPÉEN EN MATIÈRE DE FINANCES PUBLIQUES: EXPLICATION ET ÉVALUATION	81
SUMMARIES OF ARTICLES	111
ABSTRACTS FROM THE WORKING PAPERS SERIES	115
SIGNES CONVENTIONNELS	117
Liste des abréviations	119

Interactions entre la politique monétaire et la politique macroprudentielle

J. Boeckx
P. Ilbas
M. Kasongo Kashama
M. de Sola Perea
Ch. Van Nieuwenhuyze

Introduction

Avant l'éclatement de la crise financière en 2007, la plupart des responsables politiques partageaient généralement du principe que la stabilité des prix devait être le principal objectif de la politique monétaire. Au cours des deux décennies précédentes, la politique monétaire s'était dans la pratique inscrite dans le cadre de la poursuite d'un objectif d'inflation (*inflation targeting*), soit sous une forme explicite (par exemple, pour la Banque de réserve de la Nouvelle-Zélande, la Banque de Norvège, la banque centrale de Suède, la Banque du Chili, etc.), soit sous une forme implicite (par exemple, pour la Réserve fédérale et l'Eurosystème). Ce cadre combinait généralement un objectif d'inflation à moyen terme avec un objectif d'utilisation des capacités de production tel qu'un niveau maximal d'emploi ou d'activité compatible avec la stabilité des prix.

Il était globalement admis que, si la banque centrale parvenait à maintenir l'inflation à un niveau stable et légèrement positif (généralement aux alentours de 2 %), cela garantirait également la stabilité réelle et financière. En outre, il était supposé qu'il n'y avait pas de lien étroit entre les marchés financiers et l'économie réelle, de sorte que même un dysfonctionnement des marchés financiers ne devait pas avoir d'effets réels significatifs et que l'autorité monétaire disposait de suffisamment d'outils pour pallier

les répercussions de telles crises (cf. la notion de *mopping up*, souvent évoquée par l'expression *Greenspan put*). Ces idées ont été confirmées pendant la période dite de la « grande modération ». Comme les marchés financiers des pays avancés semblaient fonctionner de manière plutôt efficace, il n'était pas jugé nécessaire d'accorder une attention expresse à la stabilité financière⁽¹⁾. Cette dernière était alors considérée comme un domaine politique distinct, et s'attacher à la garantir n'était pas la mission première de la politique monétaire.

Toutefois, la « grande récession » a fait comprendre aux décideurs que la stabilité des prix ne pouvait à elle seule garantir la stabilité financière et qu'elle ne pouvait donc empêcher les crises financières. Il est en outre apparu que les chocs prenant naissance dans le système financier sont susceptibles d'influencer lourdement l'économie réelle – et donc aussi les risques pesant sur la stabilité des prix. Une page est donc tournée, et il est désormais communément admis que les établissements financiers doivent être davantage et mieux contrôlés. À cet égard, outre une politique microprudentielle renforcée axée sur les institutions individuelles, il convient également d'adopter une approche macroprudentielle, centrée explicitement sur les risques systémiques pesant sur le système financier dans son ensemble ainsi que sur les interactions entre les sphères réelle et financière.

Le présent article examine les implications pour la politique monétaire d'une politique macroprudentielle active, en s'intéressant principalement aux interactions entre ces

(1) Dans le cadre de la stratégie à deux piliers de l'Eurosystème, une série d'agrégats monétaires et de crédit font l'objet d'un suivi. La motivation initiale de cette stratégie à deux piliers était toutefois que les agrégats monétaires et de crédit constituent une indication des risques pesant sur la stabilité des prix à moyen et à long termes.

deux domaines. La première partie commente le cadre au sein duquel opèrent la politique macroprudentielle et la politique monétaire : quels sont leurs objectifs respectifs, quels sont les différents instruments dont elles disposent pour atteindre ces objectifs et quels sont leurs principaux canaux de transmission ? Nous y esquissons également le cadre institutionnel des décisions monétaires et macroprudentielles en Belgique. La deuxième partie analyse les cas dans lesquels nous pouvons être confrontés à de forts arbitrages (*trade-offs*) entre la stabilité des prix et la stabilité financière. Il s'agit d'un point important dans la mesure où les arbitrages entre ces objectifs déterminent la nature des interactions entre la politique monétaire et la politique macroprudentielle. Nous démontrons, à l'aide d'un modèle théorique complété par des exemples pratiques, que ces arbitrages dépendent des chocs susceptibles de survenir. Dans ce contexte, la troisième partie examine dans quelles situations il pourrait être souhaitable que la politique monétaire aille à contre-courant (*leaning against the wind*). Ainsi par exemple, lorsque les déséquilibres financiers sont généralisés ou qu'on ne dispose pas d'instruments prudents suffisamment efficaces, la politique monétaire pourrait seconder la politique macroprudentielle dans sa mission de maintien de la stabilité financière. La quatrième partie est consacrée à la situation actuelle dans la zone euro et aux arbitrages éventuels entre la politique monétaire (non conventionnelle) de l'Eurosystème et la stabilité financière. Elle est suivie de la conclusion.

1. Définition et cadre institutionnel

1.1 Objectifs, instruments et canaux de transmission

La politique monétaire et la politique macroprudentielle se caractérisent en premier lieu par les objectifs qu'elles poursuivent. D'une part, la politique monétaire concourt à la stabilité des prix, qui, au niveau de la zone euro, est spécifiquement définie comme le maintien des taux d'inflation à des niveaux inférieurs à, mais proches de, 2 % à moyen terme. D'autre part, la politique macroprudentielle poursuit un objectif de stabilité financière. Cette dernière est définie par la Banque centrale européenne (BCE), dans le cadre de ses missions prudentielles au sein de la zone euro, comme « une situation dans laquelle le système

financier – intermédiaires, marchés et infrastructures de marché – est capable de résister aux chocs sans perturbation majeure de l'intermédiation financière et de l'allocation effective de l'épargne à l'investissement productif »⁽¹⁾.

À l'aune de leurs objectifs distincts et en vertu de la règle de Tinbergen⁽²⁾, les deux politiques font ainsi usage d'un éventail d'instruments différents. Avant 2008, l'Eurosystème se cantonnait typiquement à un seul instrument de politique monétaire : les taux directeurs. Depuis le début de la crise, le changement dans la composition et/ou la taille du bilan est devenu un instrument additionnel pour les banques centrales des économies avancées. Les outils macroprudentiels peuvent quant à eux être classés en trois catégories. D'abord, les règles de capital comprennent les exigences de fonds propres contracycliques, les exigences de fonds propres pour la couverture du risque sectoriel spécifique, les exigences de fonds propres relatives au risque systémique, ou encore les ratios d'endettement. Ensuite, il existe des règles de liquidité, dont font partie les ratios de liquidité *liquidity coverage ratio* (LCR) et *net stable funding ratio* (NSFR). Enfin, parmi les limites d'octroi de crédits, on retrouve les ratios prêt-valeur, prêt-revenu et service de la dette-revenu, ainsi que les limites d'exposition⁽³⁾.

En dépit de cette partition sur le plan des objectifs et des outils, la politique monétaire et la politique macroprudentielle sont étroitement liées dans la mesure où leurs instruments influencent les conditions monétaires générales et/ou des conditions spécifiques du secteur financier. Dès lors, leurs effets se propagent simultanément à travers le système financier. Dans le cadre d'une analyse conceptuelle de ces interactions, trois types de canaux de transmission de la politique monétaire peuvent être distingués – canaux de type monétaire, canaux du crédit et canal de la prise de risque – et mis en relation avec le champ d'influence et d'action des outils macroprudentiels.

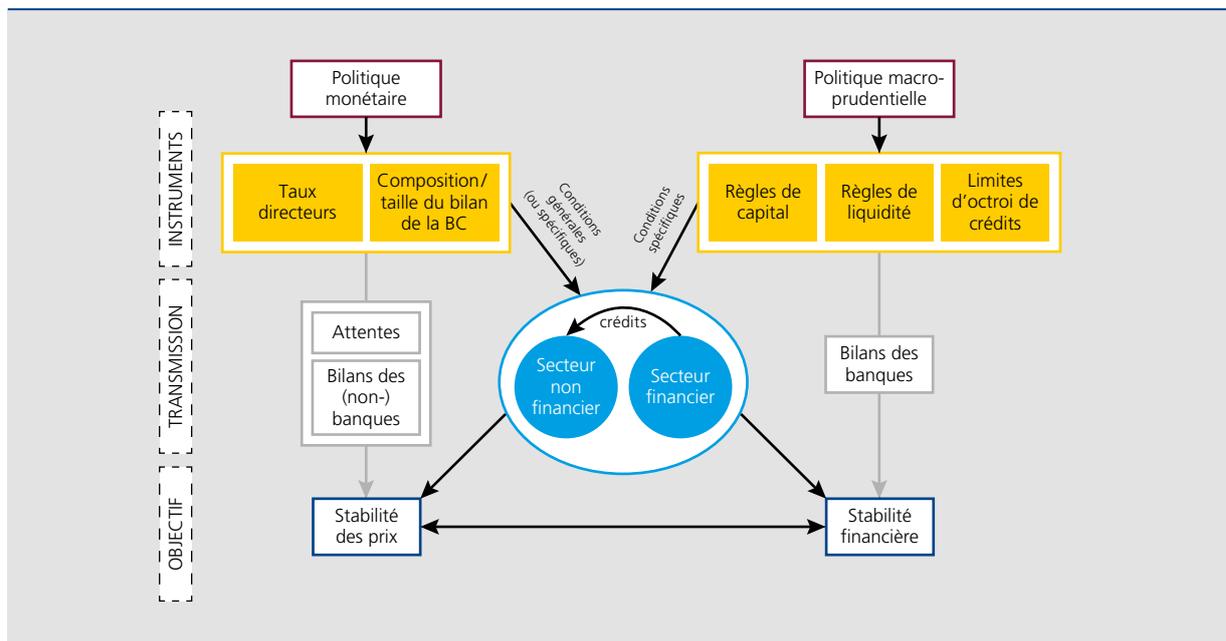
Premièrement, les canaux de type monétaire supposent que les impulsions monétaires affectent le comportement des agents non financiers au travers d'ajustements entre monnaie et actifs financiers et réels, lesquels ont lieu par le biais (1) du coût d'usage du capital, exerçant une incidence directe sur la rentabilité des investissements réels ; (2) des taux d'intérêt (dont les taux bancaires), donnant naissance à des effets de substitution et de revenu qui induisent une modification de l'arbitrage entre consommation présente et épargne ; (3) des prix des actifs au sens large (y compris les taux de change), par des effets de portefeuille. En outre, compte tenu du caractère prospectif des décisions des agents économiques, leurs attentes, notamment quant au taux d'intérêt réel, et donc à l'inflation

(1) Cf. ECB (2015).

(2) Dans le cadre des politiques économiques, cette règle établit que, pour chaque objectif visé, au moins un instrument est nécessaire. En outre, il est recommandé que chaque instrument disponible soit assigné à l'objectif vis-à-vis duquel il bénéficie d'un avantage comparatif (Smets, 2014).

(3) Pour une présentation circonstanciée des types d'instruments de politique monétaire utilisés dans les économies avancées depuis la crise, cf. notamment Cordemans et Ide (2012). En ce qui concerne les outils macroprudentiels, le dernier rapport de stabilité financière de la Banque (NBB, 2015) offre une typologie détaillée.

GRAPHIQUE 1 OBJECTIFS, INSTRUMENTS ET CANAUX DE TRANSMISSION DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE ET DE LA POLITIQUE MACROPRUDENTIELLE



Sources : Smets (2014), BNB.

future, sont de nature à influencer la transmission des chocs monétaires aux comportements de dépense et d'investissement.

Deuxièmement, la politique monétaire se transmet également par les canaux du crédit, soit le canal du crédit bancaire et le canal du bilan⁽¹⁾. Ceux-ci supposent que les entreprises et les ménages acquièrent du capital à investir ou des biens en déboursant leurs fonds propres et en contractant des emprunts. Les imperfections présentes sur les marchés du crédit, en particulier l'asymétrie d'information, jouent alors un rôle-clé dans l'explication du levier de la politique monétaire. Elles assurent en effet une fonction de premier plan aux banques sur les marchés du crédit ainsi que l'existence d'une prime de financement externe contracyclique⁽²⁾. Dès lors, la capacité de la banque centrale d'influer sur les conditions de financement des banques (canal du crédit bancaire) ainsi que sur la richesse nette des

emprunteurs, et donc sur leur prime de financement externe (canal du bilan), assure la transmission monétaire par l'ajustement des conditions débitrices bancaires (taux et autres conditions des nouveaux crédits et/ou volume des crédits offerts). Dans le contexte plus général de la théorie des accélérateurs financiers, le levier dont la politique monétaire dispose sur les conditions de crédit, mais également sur le prix des actifs mis en garantie par les emprunteurs, entraîne des effets de second tour, qui prolongent et amplifient l'impulsion monétaire initiale⁽³⁾.

Troisièmement, le canal de la prise de risque suppose que le maintien d'une politique monétaire très accommodante pendant une période prolongée incite les agents, en particulier les banques/institutions financières, à prendre davantage de risques, ce qui influence le niveau d'activité⁽⁴⁾. Plus spécifiquement, le sentiment de confiance exacerbé induit par une politique monétaire exagérément accommodante et par un environnement favorable encourage la prise de risque et un endettement excessif des investisseurs, financiers et non financiers. En outre, une longue période de taux bas est susceptible de pousser les intermédiaires financiers à se tourner vers des actifs offrant des rendements plus élevés. Cette quête de rendement peut mener à une prise de risque supérieure à celle désirée par le détenteur final du risque.

(1) Cf. notamment Bernanke et Gertler (1995), Bernanke, Gertler et Gilchrist (1999) et Mishkin (2001).

(2) L'importance des banques s'établit dans la mesure où ces dernières ont pour fonction de résoudre les problèmes d'asymétrie d'information. Par ailleurs, les imperfections sur les marchés du crédit impliquent également que les emprunts doivent être garantis par la richesse nette des emprunteurs. Dans ces conditions, une prime de financement externe, inversement proportionnelle à la richesse nette des agents, émerge.

(3) En ce sens, l'approche du crédit n'est pas une approche distincte mais bien complémentaire de l'analyse traditionnelle de type monétaire (cf. entre autres Bernanke (2007)).

(4) Cf. notamment Borio et Lowe (2002), ECB (2007) et Gambacorta (2009).

Concomitamment aux mécanismes de transmission monétaire exposés, les outils macroprudentiels affectent directement le bilan des intermédiaires financiers, notamment des banques, et visent à la fois à atténuer leur vulnérabilité aux chocs négatifs et à contenir le risque financier systémique. La transmission des mesures macroprudentielles s'opère à travers les ajustements de comportement des institutions financières face aux contraintes bilancielle qui leur sont imposées.

Dans la mesure où des établissements de crédit en meilleure santé financière (par exemple parce qu'ils sont mieux capitalisés) sont de nature à assurer une transmission plus efficace des impulsions monétaires par les canaux du taux d'intérêt et du crédit, les interactions entre la politique monétaire et la politique macroprudentielle peuvent s'entendre sur le plan de la complémentarité. En outre, en limitant la probabilité de stress systémique, le cadre macroprudentiel profite à la politique monétaire, en ce qu'il réduit la probabilité que cette dernière doive agir au voisinage de la borne inférieure des taux, alors que les institutions financières sont particulièrement vulnérables et que les dysfonctionnements des marchés engendrent des risques pour la stabilité des prix. Inversement, la mise en œuvre de la politique monétaire lorsqu'elle est justifiée par le fait que certains développements financiers font peser des risques jugés importants sur la stabilité des prix

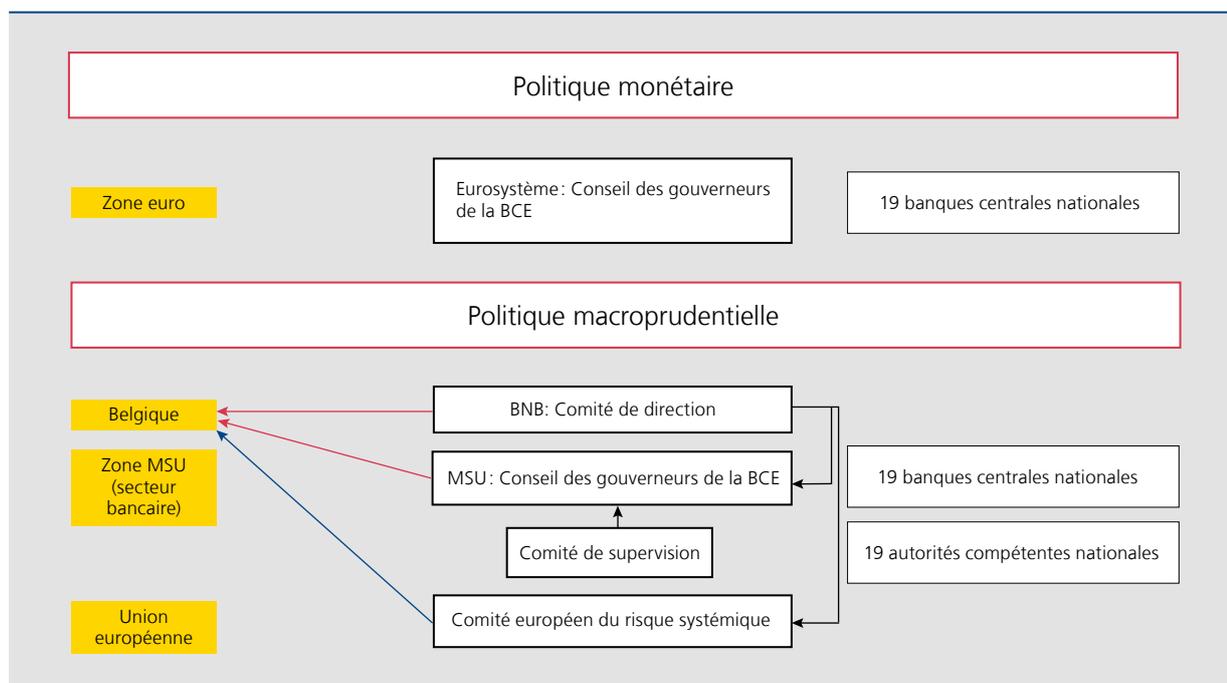
à moyen terme peut également concourir à la stabilité financière.

Si les interactions entre la politique monétaire et la politique macroprudentielle peuvent donc servir les deux objectifs, des retombées négatives sont également possibles. Ainsi par exemple, si la plus grande prise de risque induite par une politique monétaire extrêmement accommodante accroît, en raison de frictions financières, la vulnérabilité du système financier aux chocs, le canal de la prise de risque est susceptible de mettre en péril la stabilité financière.

1.2 Cadre institutionnel

Les interactions, synergies et arbitrages observés entre la politique monétaire et la politique macroprudentielle ont contribué à établir des cadres institutionnels dans lesquels les deux compétences sont exercées par les mêmes institutions, à savoir les banques centrales, et ce tant à l'échelon national qu'aux niveaux de la zone euro et de l'Union européenne (UE). En effet, d'après le règlement européen n° 1092/2010, « les banques centrales nationales devraient jouer un rôle de premier plan dans la surveillance macroprudentielle en raison de leur expertise et de leurs responsabilités existantes en matière

GRAPHIQUE 2 CADRE INSTITUTIONNEL DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE ET DE LA POLITIQUE MACROPRUDENTIELLE EN BELGIQUE



Source : BNB.

Note : Les flèches rouges indiquent un pouvoir de décision direct ; la flèche bleue signale un pouvoir de recommandation.

de stabilité financière »⁽¹⁾. L'implication des banques centrales nationales (BCN) a donc été généralisée, d'autant plus que la plupart des pays européens ont opté pour un modèle institutionnel où les responsabilités dans les matières macroprudentielles incombent aux BCN⁽²⁾. Cela s'explique non seulement par leur expertise, mais également par leur indépendance, leur crédibilité, les synergies potentielles (puisque la banque centrale conduit la politique monétaire et, dans la plupart des cas, est aussi chargée de la surveillance microprudentielle⁽³⁾), ainsi que par les interactions entre les deux domaines politiques. De même, aux niveaux de la zone euro et de l'UE, les BCN et la BCE jouent désormais un rôle décisif dans l'élaboration de la politique macroprudentielle. Cette situation pose des défis pour la conduite des deux politiques, défis qui sont d'autant plus substantiels dans le contexte d'une union monétaire comptant plusieurs niveaux de prise de décision.

La création de l'euro a impliqué l'établissement d'une politique monétaire unique pour tous les pays qui y ont adhéré. Dès lors, un processus de prise de décision centralisé s'imposait. En tant qu'organe directeur de l'Euro-système, l'autorité responsable de la politique monétaire dans la zone euro est le Conseil des gouverneurs de la BCE⁽⁴⁾, dont font partie les gouverneurs des BCN de tous les États membres. Ses décisions s'appliquent dans toute la zone euro.

Le cadre institutionnel de la politique macroprudentielle s'est en revanche organisé de manière décentralisée, avec des autorités compétentes tant à l'échelle nationale qu'aux niveaux de la zone euro et de l'UE. Ce système obéit en partie au fait que les cycles financiers sont hétérogènes d'un pays à l'autre⁽⁵⁾, mais il répond également à la nécessité de permettre à un État d'adopter

des mesures spécifiques visant à garantir la stabilité financière. Cette nécessité s'établit dès lors que les responsabilités (entre autres fiscales) de la gestion des crises financières restent principalement nationales⁽⁶⁾ et que certaines mesures macroprudentielles majeures doivent relever des attributions des gouvernements en raison de leurs importants effets redistributifs. Les institutions supranationales ont quant à elles pour missions de faciliter la coordination entre les différentes politiques nationales et de limiter les retombées négatives potentielles de ces dernières.

En Belgique, l'autorité macroprudentielle nationale est la BNB⁽⁷⁾. Son Comité de direction est l'instance qui décide des mesures qui s'appliquent à l'ensemble du secteur financier belge⁽⁸⁾. Afin de mettre celles-ci en œuvre, il dispose d'instruments spécifiques aux différents secteurs. Dans un souci de coordination avec les autres pays de la zone euro et de l'UE, il est obligé d'informer les institutions supranationales (BCE et Comité européen du risque systémique (CERS)) de son intention de prendre des décisions en matière macroprudentielle, ainsi que de prendre en compte leurs éventuelles objections avant d'exécuter des mesures. Il est aussi compétent pour rendre plus contraignantes des mesures macroprudentielles décidées par la BCE et en vigueur en Belgique. En outre, il peut proposer à la BCE d'imposer des mesures plus strictes aux banques belges soumises à la surveillance directe de cette dernière.

L'attribution des compétences en matière de surveillance bancaire au mécanisme de surveillance unique (MSU), dont tous les pays de la zone euro font partie, implique que la BCE dispose de compétences macroprudentielles générales pour la zone MSU dans son ensemble, mais aussi, éventuellement, spécifiques pour certains pays. Ces compétences sont limitées au secteur bancaire et aux instruments évoqués dans la réglementation européenne (CRR/CRD IV⁽⁹⁾ et règlement MSU⁽¹⁰⁾). Si elle le juge opportun, la BCE peut en outre prendre des mesures additionnelles (*top-up*) à celles adoptées au niveau national. Ce mandat asymétrique (la possibilité d'assouplir les mesures nationales n'existe pas) a pour objectif d'éviter que les autorités nationales n'adoptent une approche exagérément souple dans les matières macroprudentielles. Il s'agit, principalement, de mesures microprudentielles utilisées à des fins macroprudentielles, d'où l'implication dans le processus de décision macroprudentiel tant des nouvelles structures pour la surveillance bancaire que des structures propres en tant que banque centrale⁽¹¹⁾. Toutefois, l'exercice des tâches à caractère (macro)prudentiel doit se réaliser à titre distinct, sans préjudice des missions liées à la politique monétaire⁽¹²⁾ (principe de séparation).

- (1) Règlement (UE) n° 1092/2010 relatif à la surveillance macroprudentielle du système financier dans l'UE et instituant un Comité européen du risque systémique.
- (2) Cf. Knot (2014).
- (3) Dans le cas de la zone euro, si les BCN ont cédé leurs compétences dans ces matières à la BCE (du moins partiellement dans le cas de la supervision), elles sont toujours impliquées dans la mise en œuvre et dans la prise de décision.
- (4) Cf. protocole sur les statuts du Système européen de banques centrales et de la Banque centrale européenne.
- (5) Cf. Constâncio (2014).
- (6) Cf. NBB (2015).
- (7) Cf. Moniteur belge (2014).
- (8) L'autorité macroprudentielle de la BNB est complétée par des compétences qui sont propres au gouvernement belge lorsque les instruments utilisés ont des effets redistributifs. Pour plus d'informations sur le cadre institutionnel macroprudentiel en Belgique, cf. NBB (2015).
- (9) Cf. directive 2013/36/UE du Parlement européen et du Conseil du 26 juin 2013 concernant l'accès à l'activité des établissements de crédit et la surveillance prudentielle des établissements de crédit et des entreprises d'investissement, modifiant la directive 2002/87/CE et abrogeant les directives 2006/48/CE et 2006/49/CE et règlement n° 575/2013 du Parlement européen et du Conseil du 26 juin 2013 concernant les exigences prudentielles applicables aux établissements de crédit et aux entreprises d'investissement et modifiant le règlement (UE) n° 648/2012.
- (10) Cf. règlement n° 1024/2013 du Conseil du 15 octobre 2013 confiant à la BCE des missions spécifiques ayant trait aux politiques en matière de surveillance prudentielle des établissements de crédit.
- (11) Cf. Grande (2014).
- (12) Cf. règlement (UE) n° 1024/2013 du Conseil.

L'ultime instance de décision en matière macroprudentielle est le Conseil des gouverneurs de la BCE. Il bénéficie de la collaboration du Conseil de surveillance prudentielle, qui rassemble des représentants de la BCE et des autorités compétentes ou désignées des États membres et dont les fonctions comprennent l'analyse et l'élaboration des projets de décision en matière prudentielle. Ces projets sont soumis au Conseil des gouverneurs, qui peut les approuver ou émettre des objections, lors de séances organisées en marge des réunions consacrées à la politique monétaire, et ce afin de maintenir les délibérations séparées⁽¹⁾. Si le Conseil des gouverneurs s'oppose à une décision proposée par le Conseil de surveillance, il doit communiquer ses raisons, en particulier lorsqu'elles sont liées à la politique monétaire. En matière macroprudentielle, le Conseil des gouverneurs peut en outre prendre l'initiative de demander au Conseil de surveillance de soumettre une proposition de mesure ou, à défaut, il peut décider d'une nouvelle mesure sans sa contribution⁽²⁾.

Les BCN qui sont devenues des autorités macroprudentielles nationales (dont la BNB pour la Belgique) sont représentées au sein tant du Conseil de surveillance que du Conseil des gouverneurs de la BCE, et participent dès lors au travail analytique, à l'élaboration des propositions de mesure et à la prise des décisions d'ordre aussi bien macroprudentiel que monétaire.

De même, la BCE est fortement impliquée dans le cadre institutionnel macroprudentiel propre à l'UE, assurant le secrétariat de son autorité principale, le CERS⁽³⁾. Ce dernier peut émettre des alertes en cas de risque systémique et formuler des recommandations quant aux mesures à prendre dans l'ensemble du secteur financier, aux niveaux tant supranational que national. Ces recommandations sont sujettes à un mécanisme *comply or explain* et sont dirigées non seulement vers les autorités macroprudentielles ad hoc mais aussi vers d'autres instances de pouvoir (telles que les pouvoirs législatifs ou exécutifs). Le CERS ne peut pas utiliser directement les instruments de politique macroprudentielle, mais sa capacité d'influencer les décisions s'est révélée notable malgré son manque de pouvoir au sens strict (*hard power*).

En conclusion, le cadre institutionnel de la politique macroprudentielle dans la zone euro implique que les décisions de politique macroprudentielle sont prises et appliquées à plusieurs échelons (national, zone MSU/zone euro et UE), alors que la politique monétaire est unique

pour l'ensemble de la zone euro. Une autre caractéristique fondamentale en est que les banques centrales (incluant la BCE et la BNB) participent à part entière à l'élaboration des mesures et à la prise des décisions de politique monétaire et de politique macroprudentielle, à tous les niveaux. Cela pose des défis, en termes de coordination, d'une part, et en termes de séparation des deux domaines, d'autre part, et ce même si la loi prévoit pour la BCE une séparation stricte entre les deux responsabilités.

2. L'arbitrage entre la stabilité des prix et la stabilité financière

La nature des interactions entre la politique monétaire et la politique macroprudentielle est déterminée par les arbitrages (*trade-offs*) entre la stabilité des prix et la stabilité financière. Dans cette partie, nous démontrons, à l'aide d'un modèle théorique complété par des exemples pratiques, que l'intensité de ces arbitrages dépend dans une large mesure du type de chocs susceptibles de survenir à certains moments.

À plus long terme, il se peut toutefois que l'arbitrage entre les deux objectifs soit peu pertinent, voire inexistant. La raison en est que la stabilité des prix est nécessaire, mais non suffisante, pour garantir la stabilité financière, et vice versa. Aussi la politique monétaire et la politique prudentielle sont-elles complémentaires et contribuent-elles ensemble à créer un environnement macroéconomique stable. Il est néanmoins possible que, par moments, les cycles réels et financiers évoluent de manière moins synchrone, ou que certains chocs entraînent à court terme un arbitrage entre les objectifs macroéconomiques et les objectifs financiers. Dans de tels cas, il est moins question de complémentarité, et les deux domaines peuvent alors évoluer en sens contraires. Nous illustrons cette thèse par des simulations reposant sur un modèle macrofinancier structurel (Gelain et Ilbas, 2014). L'hypothèse de départ est que, à la base, l'économie est en équilibre, mais que cet équilibre est perturbé par, respectivement, un choc de demande négatif et un choc d'offre positif.

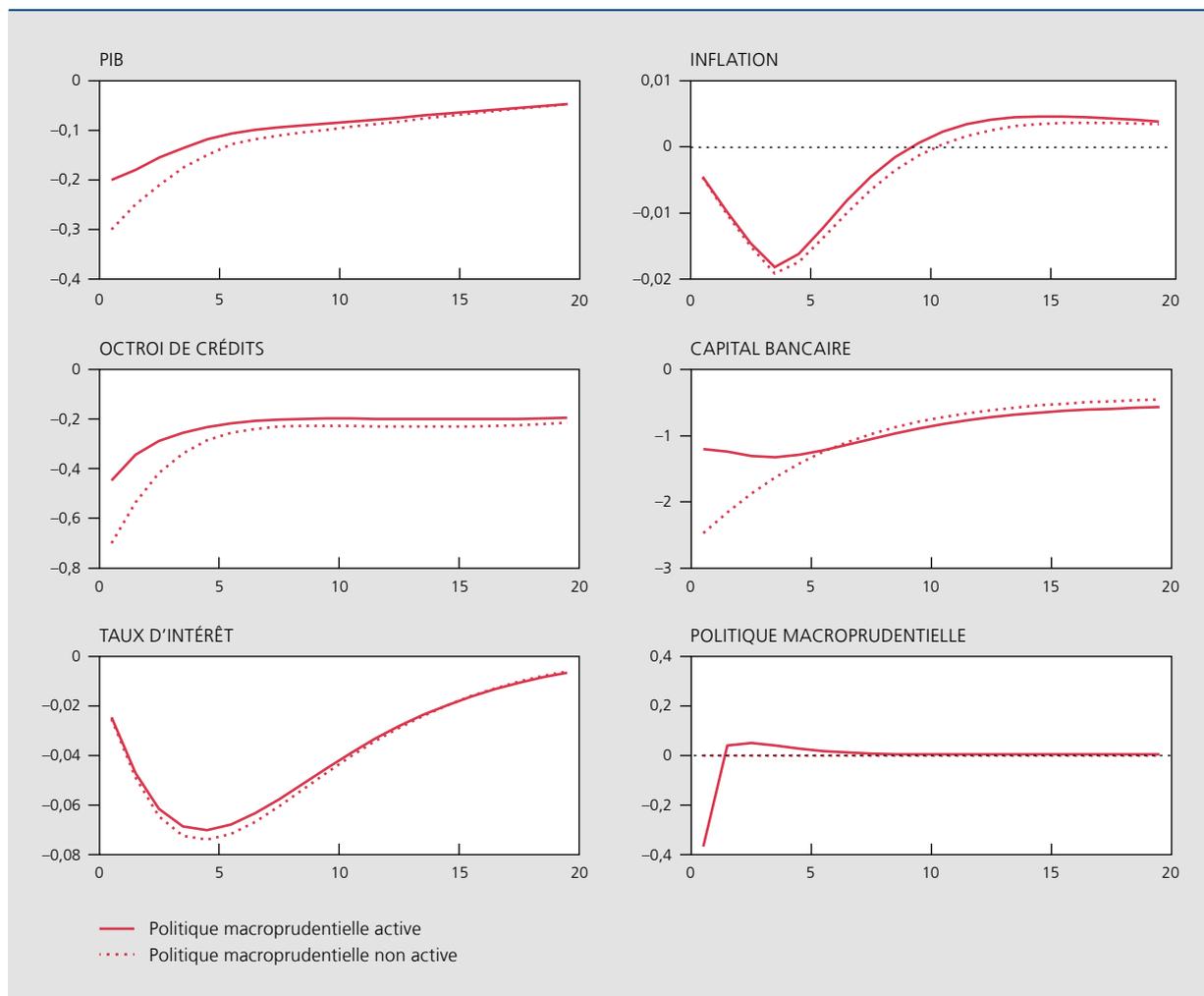
Le graphique 3 présente le cas d'un choc de demande négatif. Ce choc peut par exemple être la conséquence d'une baisse de la confiance des consommateurs à la suite de nouvelles défavorables et/ou de tensions sur les marchés financiers, qui comprime la demande de biens et de services et réduit les investissements des entreprises. Dans ce contexte, le PIB se contracte et l'inflation recule. Cet essoufflement de la demande entraîne également un repli de l'octroi de crédits au sein de l'économie et une diminution du capital bancaire. En effet, l'affaiblissement de l'économie provoque une augmentation des défauts

(1) La décision BCE/2014/39 de la BCE prévoit des dispositions pour séparer ses fonctions liées à la politique monétaire de celles liées à la surveillance prudentielle.

(2) BCE (2014a).

(3) Cf. règlement (UE) n° 1092/2010 du Conseil.

GRAPHIQUE 3 ILLUSTRATION D'UN CHOC DE DEMANDE NÉGATIF⁽¹⁾
(pourcentages d'écart par rapport aux valeurs d'équilibre à long terme)



Source : Gelain et Ilbas, 2014.

(1) Axe des ordonnées : écart par rapport aux valeurs d'équilibre à long terme (pourcentages); axe des abscisses : unité de temps (trimestres).

de paiement, ce qui pèse sur la rentabilité des banques, et donc sur leur capital.

Le graphique montre la réaction d'un certain nombre d'agrégats macroéconomiques, exprimée en pourcentage d'écart par rapport aux valeurs d'équilibre à long terme (axe des ordonnées), au fil du temps, exprimé en trimestres (axe des abscisses), et ce dans le cadre de deux scénarios alternatifs. Dans le premier, l'hypothèse est que la politique macroprudentielle n'est pas active (ligne brisée). En réaction à la crise et au bas niveau de l'inflation, la politique monétaire ferait baisser les taux d'intérêt à court terme. Le second illustre ce qui se produirait lorsque la politique macroprudentielle est active (ligne pleine), sous la forme d'un impôt/subside contracyclique sur le capital bancaire. Ce type de politique macroprudentielle

peut également être considéré comme une approximation du fonctionnement du coussin de capital contracyclique (*countercyclical capital buffer* – CCB). Dans ce cas, une politique macroprudentielle active allégerait les exigences de CCB afin de relancer l'octroi de crédits et, partant, la demande. La diminution du capital bancaire est dès lors plus limitée que dans le contexte du scénario précédent. Comme une politique de CCB active atténue l'effet négatif du choc de demande, les conséquences défavorables pour l'économie réelle sont elles aussi plus modérées, et l'inflation recule plus faiblement. Dès lors, la banque centrale doit moins comprimer les taux d'intérêt à court terme qu'en l'absence d'une politique macroprudentielle.

Il ressort de cet exemple que les deux autorités chargées de ces politiques réagissent de manière analogue pour

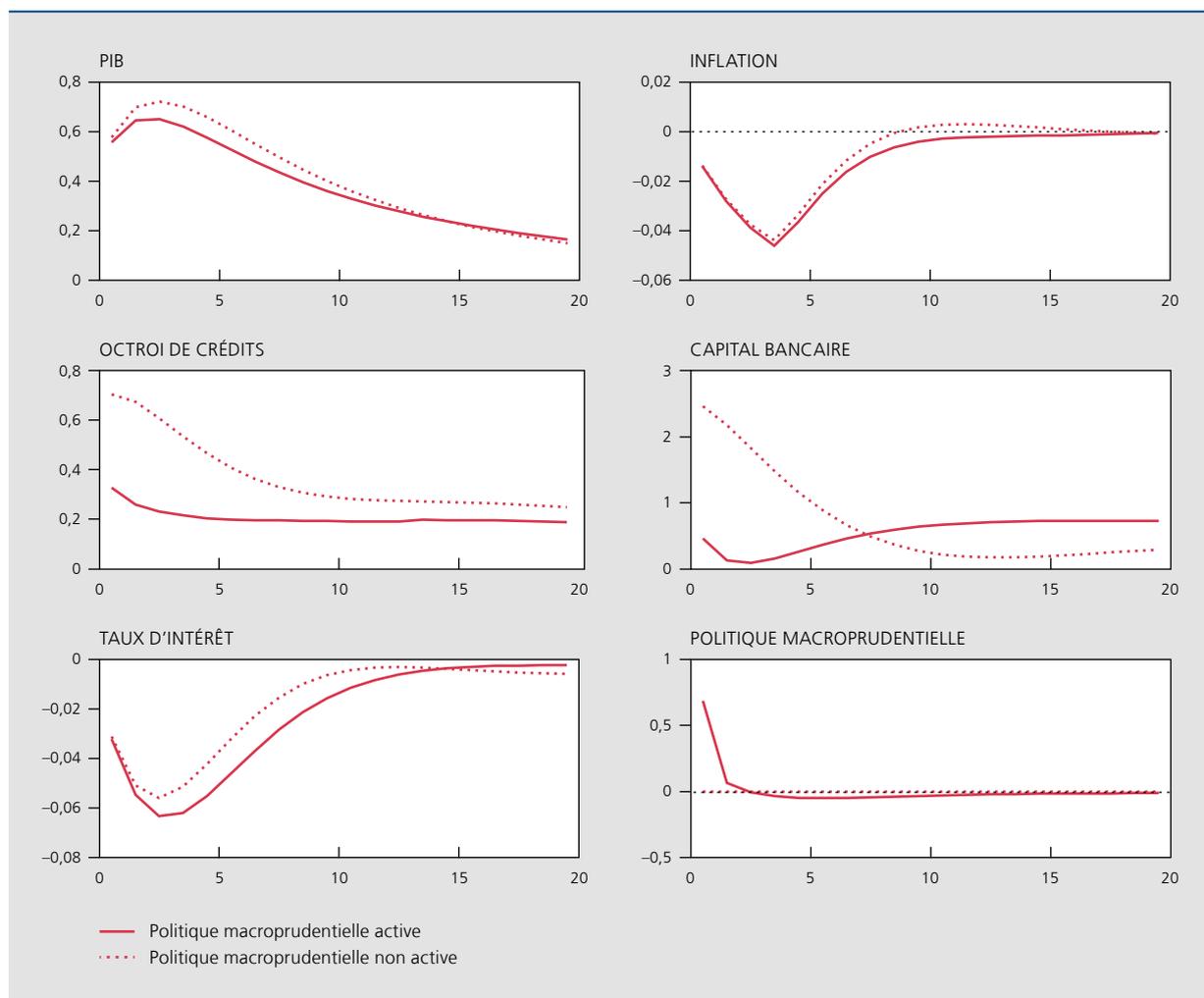
relancer l'économie. Toutes deux répondent en effet à un choc de demande négatif en menant une politique accommodante. Les mesures adoptées peuvent donc être considérées comme complémentaires, de sorte qu'il est difficile de parler de conflit entre la stabilité des prix et la stabilité financière.

Une telle situation a été observée dans la zone euro entre 2008 et 2010, lorsqu'un choc de demande négatif généralisé a suivi la faillite de Lehman Brothers aux États-Unis en septembre 2008. Cet évènement a causé, entre autres, une chute soudaine de la confiance des consommateurs et des entreprises qui, associée à la paralysie du crédit bancaire (conséquence de la crise financière), a donné lieu à une grave récession : entre le premier trimestre de 2008 et le deuxième trimestre de 2009, le PIB de la zone euro a plongé de 5,8 %, avant de repartir à la hausse.

Dans le même temps, le taux d'inflation sous-jacente de la zone euro, qui ne tient pas compte de l'incidence directe de la volatilité des prix des matières premières (très vive pendant cette période), est retombé d'une moyenne proche de 2 % à la fin de 2008 et au début de 2009 à 0,8 % en février 2010. La tendance baissière des variables macroéconomiques était également manifeste dans les indicateurs de crédit, se traduisant par un effondrement des prêts bancaires aux entreprises, dont les flux nets sont devenus négatifs dans un contexte de faible demande et de distorsions au niveau de l'offre de crédit des banques affectées par la crise financière.

Les autorités ont réagi à cette crise en mettant en œuvre des mesures monétaires expansionnistes. La BCE a fortement diminué les taux d'intérêt directeurs et a fourni des liquidités aux banques, réduisant ainsi leurs coûts de financement.

GRAPHIQUE 4 ILLUSTRATION D'UN CHOC D'OFFRE POSITIF⁽¹⁾
(pourcentages d'écart par rapport aux valeurs d'équilibre à long terme)



Source : Gelain et Ilbas, 2014.

(1) Axe des ordonnées : écart par rapport aux valeurs d'équilibre à long terme (pourcentages) ; axe des abscisses : unité de temps (trimestres).

Étant peu reconnues et répandues avant et au début de la crise, les mesures macroprudentielles n'ont pas été activées dans la zone euro à ce moment-là. Toutefois, comme en témoignent les réponses impulsives du modèle, ces mesures auraient impliqué un assouplissement des conditions afin de faciliter l'octroi de crédits. Dans le contexte des réformes de la réglementation financière en général, et bancaire en particulier, mises en place à la suite de la crise, il convient de noter que le cadre prudentiel a par contre pu avoir un effet restrictif sur le crédit.

Le graphique 4 illustre un choc d'offre positif, tel que provoqué par exemple par un progrès technologique. Dans ce cas, nous constatons que le PIB s'accroît et que l'octroi de crédits est stimulé (par exemple, à la suite d'une hausse des anticipations quant aux revenus futurs, qui dope les dépenses actuelles), tandis que l'inflation se replie. La politique monétaire réagit à la faiblesse de l'inflation en abaissant les taux d'intérêt. Lorsque la politique macroprudentielle contracyclique est en place (ligne pleine), elle va être durcie face au rebond de l'octroi de crédits, par exemple par une augmentation des exigences de CCB. Cette dernière mesure pèsera sur l'octroi de crédits et sur la demande, de sorte que les pressions à la baisse sur les prix à la consommation vont s'alourdir, entraînant un nouvel assouplissement de la politique monétaire.

Contrairement à ce qu'on observe dans l'exemple d'un choc de demande négatif, les deux autorités prendront ici des mesures contradictoires, et les effets de chacune des politiques seront en partie annihilés par ceux de l'autre. La politique monétaire sera assouplie en réaction au bas niveau de l'inflation, tandis que la politique macroprudentielle sera durcie pour modérer l'octroi de crédits. Les mesures adoptées ne seront dès lors pas complémentaires. Il y aura donc conflit entre la stabilité des prix et la stabilité financière.

Dans la pratique, il est difficile d'isoler un choc économique d'offre significatif. Contrairement aux chocs de demande qui se manifestent généralement de manière abrupte et importante, les chocs d'offre prennent en effet habituellement plutôt la forme d'une série de chocs de moindre ampleur. La phase d'expansion économique que la zone euro a traversée entre 2003 et 2007 peut toutefois faire écho aux mécanismes découlant du choc technologique positif présenté dans le cadre du modèle.

Au début des années 2000, dans un contexte d'intégration rapide et croissante au sein de l'économie mondiale de

nouveaux acteurs tels que la Chine, l'Inde et d'autres économies émergentes, la zone euro a en effet accru ses importations en provenance de producteurs bon marché. Ces pressions à la baisse sur le coût des biens intervenant dans la production des entreprises de la zone euro peuvent être assimilées à des chocs d'offre positifs, dans la mesure où la production des entreprises s'est intensifiée, ce qui a engendré un gonflement de l'offre par rapport à la demande. En outre, la possibilité de délocaliser la production dans ces pays à bas coûts, synonyme d'une augmentation considérable de la réserve de main d'œuvre disponible, a également été de nature à renforcer – bien que de manière moins directe – les capacités d'offre de l'économie.

Dans cet environnement, l'inflation est restée contenue: le taux annuel de croissance du déflateur du PIB, qui constitue un indice de prix pour la valeur ajoutée produite dans une économie, s'est ainsi inscrit en recul entre 2003 et 2007, affichant une moyenne de 2 %, contre 2,5 % les deux années précédentes⁽¹⁾. Dans le même temps, certains risques financiers ont émergé. La plus grande ouverture économique a en effet entraîné une vague d'optimisme concernant les revenus futurs. Cela s'est par exemple traduit par une progression moyenne réelle de quelque 30 % du crédit au secteur privé dans la zone euro entre 2003 et 2007, avec des évolutions encore plus prononcées dans certains pays de la périphérie (ces derniers ayant enregistré une baisse rapide des taux d'intérêt nominaux au début des années 2000). Dans un contexte où le recours aux instruments macroprudentiels était quasi inexistant, la réponse en termes de politique monétaire de la BCE a été de procéder, dès la fin de 2005, à des relèvements de taux directeurs (de 2 % en 2005 à 4,25 % en 2008). En dépit d'une inflation intérieure relativement basse, les fortes expansions de la masse monétaire et du crédit ont en effet justifié un resserrement des conditions monétaires, dans la mesure où il a été jugé que cette évolution faisait peser des risques substantiels sur la stabilité des prix sur un horizon allant du moyen au long terme⁽²⁾. La section 3.2 commente également le déroulement du cycle financier au cours de cette période.

3. Faut-il adopter une politique à contre-courant (*leaning against the wind*) ?

3.1 Modalités et finalités de la politique à contre-courant

Il ressort des constats exposés dans la partie précédente que, lorsque l'économie est confrontée à un choc de demande, la politique monétaire et la politique macroprudentielle sont généralement complémentaires. La stabilité

(1) Il convient de noter que, durant cette période, les prix des matières premières ont toutefois considérablement augmenté, et l'inflation globale s'est donc inscrite en hausse. C'est en l'absence d'effets de second tour que l'inflation intérieure est restée relativement basse.

(2) Cela dit, malgré l'augmentation des taux directeurs, la politique monétaire est restée relativement accommodante durant la période considérée.

des prix et du PIB va dans ce cas de pair avec la stabilité financière.

Cependant, dans le cas d'un choc d'offre, ces politiques ne sont plus nécessairement complémentaires. Ainsi, lors d'un choc positif, le PIB va progresser (de même que l'octroi de crédits), tandis que l'inflation va reculer puisque, en raison des imperfections qui règnent sur les marchés des biens et du travail, le PIB va augmenter moins que son potentiel. Dès lors, la politique monétaire va réagir à la faiblesse de l'inflation en abaissant les taux d'intérêt (assouplissement). La politique prudentielle s'attachera pour sa part à garder à l'œil la hausse de l'octroi de crédits et les risques qu'elle entraîne, et aura donc tendance à se faire plus stricte. Il est donc très clair qu'un arbitrage devra être opéré entre plusieurs objectifs. Le potentiel de conflits et d'erreurs de coordination s'intensifie, ce qui renforce l'argumentaire en faveur d'une stratégie commune en matière de politique monétaire et de politique macroprudentielle. La question de savoir s'il y a lieu d'adopter une politique allant à contre-courant gagne donc en pertinence.

Une telle politique de *leaning against the wind* (littéralement, «s'appuyer contre le vent») consiste à durcir la politique monétaire au-delà de ce que les circonstances semblent exiger, afin de garantir la stabilité des prix à court (et à moyen) terme(s), de manière à endiguer les risques potentiels pour la stabilité financière.

Bien que la plupart des observateurs s'accordent sur le rôle actif que la politique macroprudentielle a joué dans le maintien de la stabilité financière après la crise, il n'y a encore aucun consensus, que ce soit au niveau académique ou politique, quant à savoir si la politique monétaire doit «aller à contre-courant» et, si oui, sur les conséquences que cela aurait pour les stratégies communément utilisées par les banques centrales pour maintenir une inflation faible et stable. La discussion menée dans le passé sur la question de savoir si la politique monétaire devait tenir compte de l'évolution des prix des actifs peut être vue comme un précurseur du débat actuel sur le degré de coordination entre la politique macroprudentielle et la politique monétaire. Cette discussion a toutefois jusqu'ici eu lieu à une échelle plus modeste, et les défenseurs d'un rôle plus actif de la politique monétaire en matière de prix des actifs (cf. par exemple Cecchetti et al., 2000) sont, à ce jour, peu nombreux. En outre, certains ont fait valoir en guise de contre-argument que, hormis l'effet sur les anticipations d'inflation, une réaction aux prix des actifs n'a que peu d'avantages, et ce en raison des difficultés rencontrées pour détecter les surévaluations et les sous-évaluations sur les marchés (cf. par exemple Bernanke et Gertler, 2001).

Dans le sillage de la crise financière, ce débat a repris de la vigueur, et on s'est demandé si la politique monétaire avait contribué aux déséquilibres financiers. On a entendu, entre autres arguments, que la politique monétaire aurait dû se faire plus restrictive au milieu des années 2000, en dépit de l'absence de risques haussiers pour la stabilité des prix, afin de freiner l'apparition de déséquilibres financiers (que rendait notamment possible l'absence, à cette époque, d'une politique macroprudentielle active). Les variations des taux directeurs influencent en effet le degré d'endettement des banques, la qualité de leurs actifs et leur appétence pour le risque, facteurs qui modifient à leur tour la disponibilité et le coût du financement bancaire pour les emprunteurs. Selon Borio et Zhu (2008), le «canal de la prise de risque» de la politique monétaire, expression qui relie explicitement la politique monétaire à l'appétence pour le risque des banques, et donc à l'octroi de crédits bancaires, est suffisamment important pour confier à la politique monétaire un rôle actif de découragement de la prise de risques excessifs en période d'expansion économique (cf. par ailleurs Adrian et Shin, 2010). Bien qu'il ait été démontré que toutes les grandes crises financières ont été précédées de périodes d'expansion très rapide du crédit (cf. par exemple Reinhart et Rogoff, 2009), le débat sur la mesure dans laquelle la stabilité financière doit faire partie des missions premières de la politique monétaire n'est pas clos. Le nouveau cadre de la politique macroprudentielle aura des conséquences diverses pour la politique monétaire, qui seront fonction de la position adoptée par les décideurs. Deux points de vue opposés sont examinés ci-après.

Les partisans d'un rôle actif de la politique monétaire dans le nouveau cadre des politiques macroprudentielles sont d'avis que la banque centrale doit s'acquitter d'une mission plus étendue que dans la situation actuelle, où elle se préoccupe exclusivement de la stabilité des prix. Pour ce faire, elle doit tenir compte des effets de sa politique sur le comportement en matière de prise de risque et, si nécessaire, intervenir pour éviter une hausse de l'octroi de crédits, c'est-à-dire réagir à l'apparition de déséquilibres financiers, dans la mesure où la politique macroprudentielle en tant que telle pourrait ne pas suffire à cet égard (cf. par exemple De Grauwe, 2008, et Borio, 2011). Compte tenu du fait que les déséquilibres financiers s'accumulent généralement sur une période relativement longue, Bean (2003) suggère également que la politique monétaire puisse envisager les choses à plus long terme qu'elle ne le fait actuellement avec sa cible d'inflation à moyen terme. Woodford (2011) propose une «extension naturelle du régime flexible de cibles d'inflation», qui consisterait à assigner à la banque centrale un objectif de stabilité financière en complément de ses finalités habituelles de stabilité des prix et de la production. La banque

centrale doit par ailleurs prendre en compte la transformation des échéances par les établissements financiers, de même que leur endettement, afin d'évaluer le risque systémique et de réagir de manière appropriée par la voie des taux directeurs.

Suivant ce point de vue, la banque centrale de Suède (Sveriges Riksbank) a opté pour le relèvement des taux à partir de l'été 2010, dans le sillage de la crise (politique de *leaning against the wind*), et ce afin de freiner l'endettement croissant des ménages et l'augmentation des prix des logements.

Selon les détracteurs de la politique d'extension des objectifs de la politique monétaire sur le terrain de la stabilité financière, les instruments macroprudentiels spécifiques (comme les coussins de capital et de liquidité, les ratios *loan-to-value* (ratios LTV), etc.) sont nettement plus aptes à veiller à la stabilité financière que la politique monétaire. Svensson (2012) souscrit au point de vue prônant la séparation entre la politique monétaire et la politique prudentielle et indique qu'il ne faut pas accorder entre eux le monétaire et le prudentiel, précisant que la stabilité financière n'est pertinente pour la politique monétaire que dans la mesure où elle influence les perspectives à moyen terme en matière d'inflation et d'emploi. Cette argumentation n'implique pas de changement par rapport au cadre qui était en vigueur avant la crise en matière de ciblage d'inflation. À cet égard, Svensson (2012) pointe par ailleurs que la politique de *leaning against the wind* de la Sveriges Riksbank n'a pas livré de résultats bien tranchés. Ainsi, cette politique aurait entraîné des coûts sous la forme d'une baisse de l'inflation et d'une augmentation du chômage, qui, à leur tour, ont menacé à nouveau la stabilité financière par la voie d'un alourdissement de la charge réelle de la dette.

Bernanke (2011) reconnaît que l'importance de la stabilité financière a été sous-estimée au cours de la période qui a précédé la crise et qu'il faut désormais lui accorder l'attention qu'elle mérite, de manière à ce que la stabilité financière prenne autant d'importance que la stabilité des prix et que ces deux finalités puissent devenir des missions complémentaires de la banque centrale. Il fait valoir que cela ne doit pas donner lieu à de grands changements dans le cadre de la politique monétaire (axée sur la stabilité des prix), puisque la question de savoir si la politique monétaire est à même d'activer les instruments adéquats ou si, au contraire, il existe des instruments macroprudentiels plus appropriés reste à ce stade sans réponse.

En Suisse, la réaction politique à l'augmentation inquiétante de l'endettement et au rebond des prix sur les marchés de l'immobilier en 2012 est conforme à ce point

de vue. La Banque nationale suisse a ainsi choisi de ne pas aller à contre-courant et de maintenir sa politique accommodante, eu égard aux perspectives de faiblesse de l'inflation. Plutôt que de laisser les taux directeurs partir à la hausse, le CCB sectoriel a été mis en place à la fin de 2012 afin de modérer l'endettement et de tempérer l'accélération des prix des logements. Un an plus tard, le CCB a été renforcé, passant de 1 à 2 % des actifs pondérés garantis de manière directe ou indirecte par des biens immobiliers suisses.

Il semble donc que la réponse à la question de savoir si – et dans quelle mesure – la politique monétaire doit aller à contre-courant dépende en pratique d'une série de facteurs secondaires. Nous nous penchons ci-après sur deux d'entre eux. D'une part, la nature des déséquilibres financiers joue un rôle : sommes-nous en présence de déséquilibres sectoriels ou généralisés ? D'autre part, le fait que la politique prudentielle dispose d'instruments appropriés importe également : ces instruments sont-ils de nature à endiguer efficacement les risques systémiques ?

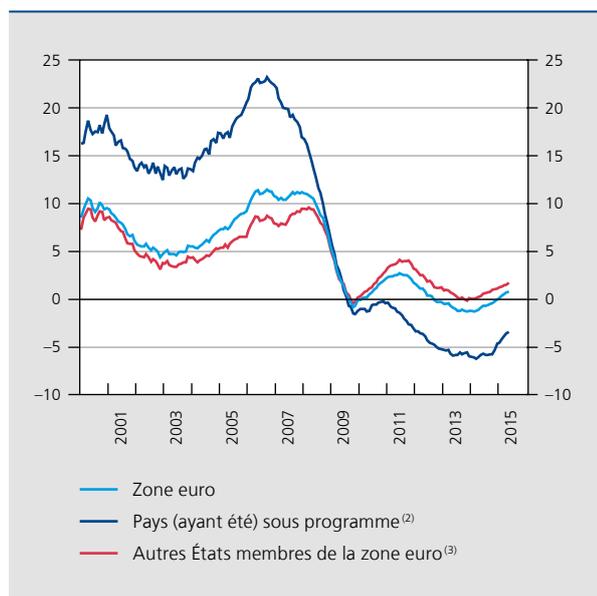
3.2 Les déséquilibres sont-ils spécifiques ou généralisés ?

Un exemple typique de déséquilibres sectoriels est le développement de bulles sur certains marchés d'actifs, telles les hausses excessives des prix des logements. Lorsqu'on soupçonne l'existence d'une bulle locale, des mesures macroprudentielles ciblées, comme une réduction des ratios LTV, sont plus aptes à comprimer les risques pesant sur la stabilité financière que ne l'est la politique monétaire. Agir sur les taux directeurs pourrait en effet requérir un net relèvement des taux, ce qui pourrait affaiblir l'ensemble de l'économie réelle et compromettre la stabilité des prix.

Dans le contexte de la zone euro, l'argumentaire en faveur du *leaning against the wind* est en tout état de cause moins puissant lorsqu'il s'agit de déséquilibres propres à un pays (et/ou à un secteur). Dans ce cas, ce sont plutôt les outils macroprudentiels qui semblent efficaces, dans la mesure où ils peuvent être adaptés aux spécificités du pays (et/ou du secteur). Les arguments en faveur du *leaning against the wind* gagnent en importance à mesure qu'augmente le risque de propagation au reste de l'économie, ou qu'apparaissent des déséquilibres à un niveau plus agrégé.

À quoi ressemble l'hétérogénéité des déséquilibres financiers dans la zone euro : sont-ils à l'heure actuelle généralisés ou cantonnés à certains pays ou secteurs – et qu'en était-il avant l'éclatement de la crise

GRAPHIQUE 5 CROISSANCE DU CRÉDIT BANCAIRE AU SECTEUR PRIVÉ AU SEIN DE LA ZONE EURO⁽¹⁾
(pourcentages de variation annuelle)



Sources: BCE, BNB.

(1) Encours total de l'octroi de crédits par les banques résidentes aux ménages et sociétés non financières résidents, en ce compris les prêts titrisés (les données antérieures à janvier 2010 concernent les prêts au secteur privé non bancaire et n'ont pas été corrigées pour les prêts titrisés).

(2) Grèce, Irlande, Portugal et Espagne, moyenne pondérée sur la base de leur PIB nominal (à l'exclusion de Chypre, les données pour ce pays n'étant pas disponibles pour l'intégralité de la période).

(3) À l'exception de l'Estonie, de la Lettonie, de la Lituanie, de Malte, de la Slovaquie et de la Slovaquie (pas de données disponibles pour l'ensemble de la période), moyenne pondérée sur la base de leur PIB nominal.

financière? Outre par les disparités entre secteurs, la zone euro se démarque aussi par une grande hétérogénéité entre les pays, en particulier en ce qui concerne le cycle financier. Nous illustrons ce cycle financier dans les différents États membres par l'évolution de l'expansion du crédit bancaire aux ménages et aux sociétés non financières.

Même si les points de retournement des cycles sont étroitement corrélés, le cycle financier se caractérise, dans les pays sous programme – ou qui l'ont été – (Grèce, Irlande, Portugal et Espagne), par une amplitude beaucoup plus élevée que dans les autres États de la zone euro. En moyenne, ces pays affichaient avant la crise une croissance du crédit deux fois plus vive que dans les autres États membres, assortie de la formation d'importants déséquilibres financiers (spécifiques aux pays respectifs) et se traduisant notamment par une augmentation du déficit du compte courant national.

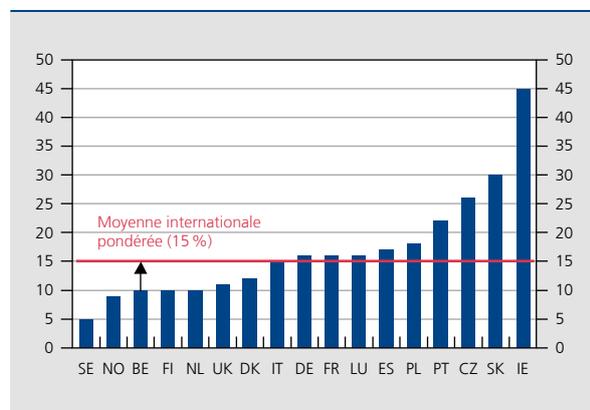
Dans la zone euro, la politique monétaire – qui vise à sauvegarder la stabilité des prix dans l'union monétaire dans son ensemble – n'est pas bien armée pour corriger

ces déséquilibres propres aux pays respectifs, et ce qu'ils soient la conséquence de chocs asymétriques ou de disparités structurelles. De plus, vu que l'action de la politique monétaire ciblerait par exemple les États dont le marché du crédit est en surchauffe, la correction de ces déséquilibres ne résoudrait pas l'hétérogénéité entre les pays, cette politique étant susceptible de s'avérer trop restrictive pour les autres États membres.

Dans un tel environnement, non seulement une politique macroprudentielle (spécifique au pays) est indiquée pour préserver la stabilité financière, mais elle pourrait également éviter que la politique monétaire unifiée n'aggrave certains déséquilibres. En outre, la politique macroprudentielle offre l'avantage de permettre de procéder de manière plus ciblée, par exemple en imposant, en matière de crédits hypothécaires, un ratio LTV plus restrictif s'il s'avérait que le crédit n'est en forte croissance que sur ce segment.

La question reste de savoir si ce type de mesures macroprudentielles (nationales) auraient suffi pour couvrir complètement, durant la première décennie de la troisième phase de l'UEM, les risques qui pesaient sur la stabilité financière dans les pays sous programme (ou l'ayant été), et pour rapprocher leur cycle financier de la moyenne de la zone euro. Néanmoins, ex post, on peut estimer que le CCB – qui est l'un des fers de lance de la nouvelle politique macroprudentielle dans la zone euro – aurait pris de l'ampleur dans ces pays compte tenu de la vive expansion du crédit. Cela aurait a priori limité la croissance du crédit à un stade plus précoce

GRAPHIQUE 6 CRÉDITS HYPOTHÉCAIRES PONDÉRÉS PAR LES RISQUES: COMPARAISON INTERNATIONALE⁽¹⁾
(pourcentages)



Sources: ABE, BNB.

(1) Pondération des risques utilisée par les banques recourant à un modèle NI (fondé sur les notations internes) pour calculer leurs exigences de fonds propres réglementaires. Données telles que publiées dans le Fourth report on the consistency of risk weighted assets (EBA, juin 2014).

et/ou les conséquences d'une récession subséquente pour la stabilité financière⁽¹⁾.

Les déséquilibres sectoriels peuvent eux aussi justifier l'utilisation d'instruments macroprudentiels ciblés. Ainsi, la Banque a estimé en 2013 que les marchés belges du logement et des prêts hypothécaires présentaient des risques potentiels, en raison notamment de l'envol des prix des logements et de l'octroi des crédits hypothécaires durant la dernière décennie, ainsi que de la tendance à assouplir les critères d'octroi de crédits (échéances plus éloignées, quotités de crédit en hausse).

Pour accroître la résilience des banques face à un éventuel choc négatif sur le marché hypothécaire, la Banque a jugé opportun, à la fin de 2013, de mettre en œuvre pour la première fois un nouvel instrumentaire macroprudentiel.

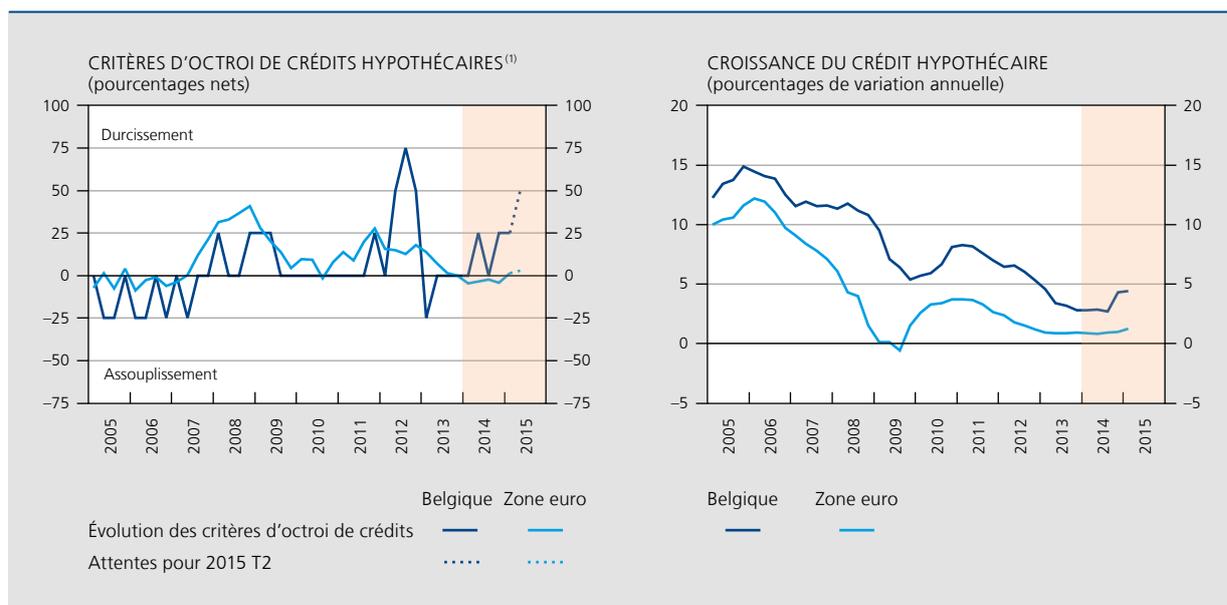
- (1) Ainsi, Jiménez et al. (2012) ont constaté qu'en Espagne, où un CCB avait été mis en place en 2000 et amendé en 2005 et en 2008, la mesure a quelque peu modéré le cycle du crédit.
- (2) Selon la Banque, l'exigence de capital supplémentaire résultant de la mesure se serait élevée à 600 millions d'euros (cf. NBB, 2015). En pratique, toutefois, cette mesure n'a pas entraîné d'augmentation effective du capital des banques, parce que le capital nécessaire était déjà présent. Ainsi, une réduction limitée du ratio des fonds propres a été opérée. Cela indique donc que les banques ont réalisé l'essentiel de l'ajustement du côté du passif et non en se défaisant d'une partie des actifs pondérés par les risques.
- (3) Ainsi, aux Pays-Bas, les trois plus grandes banques se sont vu imposer un coussin de capital systémique supplémentaire de 3% du total des actifs pondérés par les risques (et un coussin de 1% pour la quatrième plus grande banque). Selon la Nederlandsche Bank, les trois premières banques du pays couvrent plus de 80% du marché (DNB, 2012). Il faut noter que cette mesure vise à couvrir le risque systémique et ne peut dès lors être directement comparée directement à la mesure qui cible le crédit hypothécaire en Belgique.

Plus spécifiquement, il a été prévu, par la voie de l'arrêté royal du 8 décembre 2013, d'augmenter de 5 points de pourcentage la pondération du risque appliquée par les banques aux prêts hypothécaires. La mesure est applicable aux banques recourant à un modèle fondé sur les notations internes (NI) et adapte les pondérations du risque pour les prêts hypothécaires belges utilisées dans ces modèles pour les rapprocher de la moyenne d'un groupe de pays européens (en les faisant passer de 10 à 15%).

Sur la base de l'encours du portefeuille des prêts hypothécaires à la fin de 2013 (165 milliards d'euros), cela implique une augmentation des actifs pondérés par les risques de 8,2 milliards d'euros. En supposant que les banques souhaitent conserver par exemple l'exigence minimum de 8% de fonds propres pour ces actifs, cela se traduit par une exigence de capital supplémentaire d'environ 700 millions d'euros, soit 0,2% du PIB. Les banques peuvent toutefois plutôt décider de réduire leurs actifs pondérés par les risques (pas nécessairement sur le segment hypothécaire) pour répondre aux exigences de fonds propres renforcées⁽²⁾.

Il n'est pas simple de procéder à une évaluation de l'incidence macroéconomique de cette mesure. On peut toutefois signaler que son ampleur est relativement modeste par rapport à celle de certaines mesures macroprudentielles qui ont été prises dans d'autres pays⁽³⁾. Aussi l'évolution des critères d'octroi de crédits hypothécaires

GRAPHIQUE 7 ÉVALUATION DE LA MESURE MACROPRUDENTIELLE SUR LE MARCHÉ DU CRÉDIT HYPOTHÉCAIRE EN BELGIQUE



Sources: BCE, BNB.

(1) Pourcentages nets des réponses des banques faisant état d'un durcissement des critères d'octroi de crédits par rapport au trimestre précédent (enquête sur la distribution du crédit bancaire).

des banques (incidence sur la stabilité financière) et la progression de la croissance du crédit (incidence macro-économique) peuvent constituer un bon indicateur.

Depuis l'instauration de la mesure à la fin de 2013, les banques belges ont, selon l'enquête sur la distribution du crédit bancaire, durci leurs critères d'octroi de crédits pour les prêts hypothécaires, s'écartant ainsi de la tendance observée dans la zone euro, où un certain relâchement à ce niveau a été constaté. Le resserrement du crédit hypothécaire contraste également avec l'assouplissement des critères d'octroi de crédits aux entreprises opéré par les banques belges au cours de cette période.

Néanmoins, à la fin de 2014, le taux de variation annuelle du crédit hypothécaire a augmenté à nouveau. La politique monétaire accommodante (qui a entraîné une nouvelle baisse des taux hypothécaires) et, à la fin de 2014, l'anticipation d'un traitement fiscal moins favorable des nouveaux prêts hypothécaires en Flandre à partir de 2015, ont joué un rôle dans cette évolution.

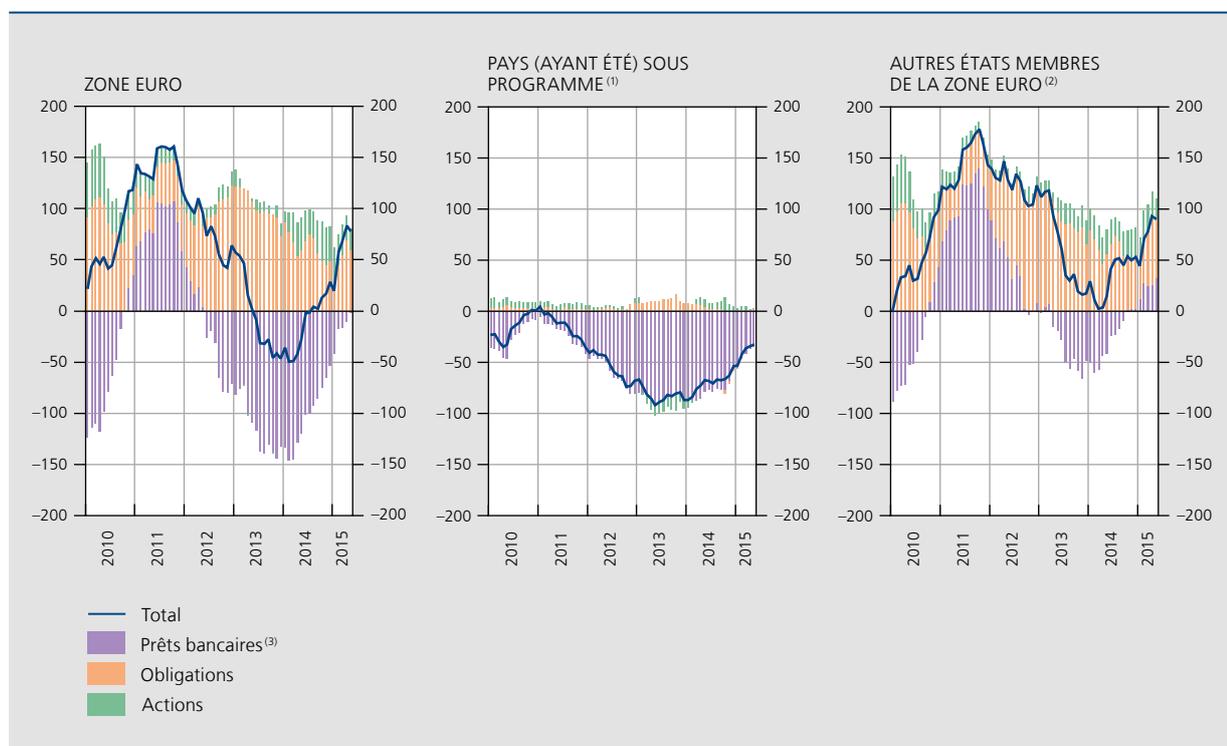
3.3 Efficacité des instruments macroprudentiels

Pour déterminer l'opportunité d'une politique monétaire de *leaning against the wind*, il convient par ailleurs, parallèlement à la question de savoir si les déséquilibres sont généralisés ou plutôt spécifiques à certains secteurs ou pays, de voir si les autorités macroprudentielles disposent des outils appropriés pour lutter contre le risque systémique. On peut en effet nourrir des doutes quant à l'efficacité des instruments qu'on souhaite mettre en œuvre, surtout si ceux-ci n'ont jamais été utilisés auparavant, ou seulement dans une mesure limitée. L'expérience belge de la modification des pondérations de risque sur le crédit hypothécaire semble positive, mais, dans l'ensemble, il est prématuré de procéder à une évaluation des mesures macroprudentielles, la plupart d'entre elles n'ayant été prises que depuis la crise.

Il se peut par ailleurs que l'incidence des instruments se modifie au fil du temps, les marchés financiers cherchant perpétuellement à contourner la réglementation. La flexibilité et la vigilance des autorités de contrôle constituent

GRAPHIQUE 8 SOURCES DE FINANCEMENT EXTERNE DES SOCIÉTÉS NON FINANCIÈRES DANS LA ZONE EURO

(milliards d'euros, flux cumulés sur douze mois)



Source : BCE.

(1) Chypre, Espagne, Grèce, Irlande et Portugal.

(2) À l'exception de la Lituanie.

(3) Corrigés pour la titrisation, sauf pour la Belgique et l'Italie.

dès lors des aspects essentiels d'une lutte efficace contre le risque systémique.

Dans le cas d'une politique prudentielle incertaine et peu efficace, il peut en effet être utile que la politique monétaire « aille à contre-courant » : si les mesures prudentielles s'avèrent peu efficaces, la politique monétaire peut intervenir pour aider à atténuer le cycle financier. Pour rappel, une augmentation du taux sans risque – l'instrument par excellence de la politique monétaire et le point de départ de la détermination des prix des actifs et du crédit – influence l'ensemble du système financier, y compris les secteurs sur lesquels la réglementation prudentielle a moins facilement prise, comme le système bancaire parallèle (*shadow banking*) (« *it gets in all the cracks* », selon l'expression utilisée par Jeremy Stein, ancien membre du Conseil de la Réserve fédérale, dans un discours en 2013).

L'efficacité de la politique macroprudentielle est menacée en particulier par les éventuels glissements des secteurs réglementés vers des secteurs aux règles moins strictes. Un exemple potentiel de ces « fuites » qui diminueraient l'efficacité de la réglementation macroprudentielle est l'importance croissante du financement de marché par rapport au financement bancaire pour les entreprises de la zone euro⁽¹⁾.

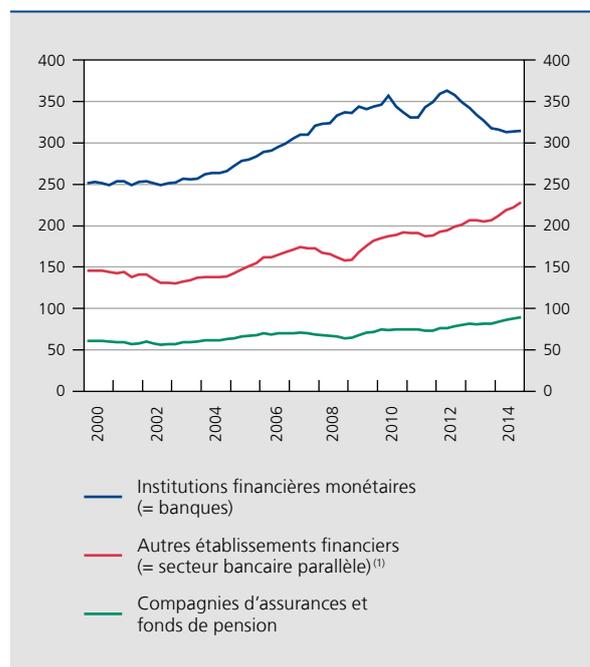
En effet, depuis la crise, le recours au financement de marché s'est fortement accru, compensant en grande partie la contraction de l'offre de crédit bancaire dans certains pays de la zone euro. Ce développement est allé de pair avec une expansion du secteur financier non bancaire (en ce compris le *shadow banking*).

D'une part, la croissance des secteurs financiers non bancaires a permis de diversifier les sources de financement, dans un paysage d'intermédiation financière fortement dominé par les banques. Cette expansion des marchés de capitaux pourrait ainsi contribuer à rendre le système financier plus stable dans la zone euro.

Toutefois, d'autre part, cette évolution pourrait éveiller des craintes au niveau macroprudentiel concernant la croissance de secteurs non bancaires d'intermédiation financière⁽²⁾, dans la mesure où le secteur bancaire, par rapport à d'autres secteurs financiers, est strictement réglementé et surveillé (a fortiori depuis la crise). Dès lors, le risque peut émerger que les vulnérabilités financières

(1) Certains auteurs (Herman et al., 2015) ont toutefois noté qu'un tel glissement pouvait également se produire lors d'une modification des taux par la politique monétaire, dont l'incidence diffère en fonction du secteur financier considéré (bancaire versus non bancaire).
(2) À cet égard, la Financial Stability Review de la BCE publiée en mai 2015 désigne la croissance rapide du *shadow banking* comme l'un des risques-clés pesant sur la stabilité financière.

GRAPHIQUE 9 ACTIFS DU SECTEUR FINANCIER DANS LA ZONE EURO
(pourcentages du PIB)



Sources : BCE, BNB.
(1) Définis ici comme les fonds de placement non monétaires, les autres intermédiaires financiers, les auxiliaires financiers et les « institutions financières captives et prêteurs non institutionnels ».

se déplacent vers des institutions moins supervisées. Dans ce contexte, et comme mentionné ci-dessus, en l'absence d'outils de réglementation permettant de faire face à un tel risque, la politique monétaire peut contribuer à endiguer une bulle potentielle par une augmentation des taux d'intérêt qui sera transmise à tous les secteurs de l'économie et à tous les segments des marchés financiers. Pour cette raison, il s'avère important d'étendre les prérogatives en matière de politique (macro)prudentielle des autorités compétentes aux secteurs financiers non bancaires, et en particulier au *shadow banking*.

4. La politique monétaire menée actuellement au sein de la zone euro constitue-t-elle une menace pour la stabilité financière ?

Dans la dernière partie du présent article, nous examinons l'arbitrage qui est opéré aujourd'hui entre, d'une part, la préservation de la stabilité des prix et, d'autre part, celle de la stabilité financière dans la zone euro. Pour pouvoir continuer de garantir la stabilité des prix, l'Eurosystème mène actuellement une politique monétaire résolument accommodante. Après

que les taux directeurs eurent atteint leur étiage en septembre 2014, une campagne d'achats de titres adossés à des actifs (ABS) et d'obligations sécurisées a été lancée dès l'automne de 2014. En janvier 2015, le Conseil des gouverneurs a décidé d'intégrer ces programmes à un programme étendu d'achats d'actifs (APP) prévoyant d'acquérir principalement des obligations d'État. Les achats mensuels cumulés s'élèvent à 60 milliards d'euros. Ils devraient être effectués au moins jusqu'en septembre 2016, et en tout cas jusqu'à ce que le Conseil des gouverneurs observe un ajustement durable de l'évolution de l'inflation conforme à son objectif de taux inférieurs à, mais proches de, 2 % à moyen terme. L'annonce et le lancement de ces achats ont pesé sur les taux d'intérêt courts et longs, et ce en termes tant nominaux que réels, c'est-à-dire après correction des anticipations d'inflation. Qui plus est, cet incitant monétaire s'est également étendu aux ménages et aux entreprises, puisque les taux d'intérêt appliqués aux nouveaux emprunts se sont mis à baisser sensiblement dès la mi-2014, après plusieurs mois de relative stabilité.

Par ailleurs, on voit également poindre certains signes de risques pour la stabilité financière. Il n'est pas exclu que ceux-ci soient liés aux mesures de politique monétaire entreprises, lesquelles prévoient une injection massive de liquidités dans le système financier, une démarche qui exerce une lourde influence sur les taux du marché. Ainsi, les cours boursiers se sont vivement appréciés, les primes de risque sur les marchés obligataires sont très faibles et certaines institutions, telles que le FMI (IMF, 2015), mais également la BNB (NBB, 2015), mettent en garde contre le risque que le bas niveau des taux d'intérêt nominaux ne vienne peser sur la rentabilité des banques et des assureurs.

L'incidence sur les marchés financiers du programme d'achats d'actifs s'opère le plus souvent au travers de trois canaux de transmission. Tout d'abord, l'annonce d'un tel instrument de politique monétaire sans précédent constitue un signal fort indiquant que la banque centrale prend très au sérieux son mandat de garante de la stabilité des prix. Cela renforce sa crédibilité et contribue à ancrer les anticipations d'inflation aux alentours de l'objectif. Ensuite, outre par ce canal de transmission universel, les achats exercent une pression haussière directe sur les prix des actifs achetés, qui comprime le taux d'intérêt nominal à long terme. Enfin, les intervenants de marché vont être amenés à procéder à des réaménagements de portefeuille puisque les revendeurs individuels d'actifs vont généralement consacrer les réserves de banque centrale ou les dépôts bancaires qu'ils ont reçus en échange de

ces actifs à couvrir de nouveaux investissements (*portfolio rebalancing effect*, ou effet de rééquilibrage des portefeuilles).

Par ces trois canaux de transmission, la politique monétaire accommodante favorise la stabilité macroéconomique: le taux d'intérêt réel recule, en raison de l'effet direct, qui entraîne le taux nominal à la baisse, et de l'effet de signal, qui stabilise les anticipations d'inflation. Le rééquilibrage des portefeuilles fait augmenter la valorisation des actifs risqués, de sorte que des agents économiques dont la qualité de solvabilité est moindre parviennent eux aussi à se financer. En revanche, les canaux de transmission décrits – et en particulier la pression baissière exercée directement sur le taux d'intérêt nominal et les réaménagements de portefeuille – peuvent également comporter des risques pour la stabilité financière, par exemple lorsqu'ils induisent une quête de rendement (*search for yield*) exagérée ou que des objectifs fixes en matière de rendement nominal fragilisent les agents économiques – tels les assureurs-vie, qui se sont engagés à fournir un rendement minimal donné.

4.1 Trois éléments cruciaux dans l'analyse de l'arbitrage actuel

Trois réflexions préliminaires s'imposent pour appréhender l'arbitrage actuel entre stabilité des prix et stabilité financière.

Le premier élément va de soi. L'objectif premier de la politique monétaire dans la zone euro est de garantir la stabilité des prix, et il ne fait guère de doute que les risques pesant sur la stabilité des prix étaient orientés à la baisse à la mi-janvier 2015: l'inflation s'était repliée plus qu'escompté durant les mois précédents, entraînant dans son sillage les anticipations d'inflation, y compris à plus long terme. Avec des taux directeurs au plus bas, la politique monétaire non conventionnelle, c'est-à-dire le recours actif au bilan de banque centrale comme instrument de politique monétaire, constituait la prochaine étape logique.

Le deuxième élément est plus subtil. De prime abord, le programme d'achats comporte en effet des risques pour la stabilité financière. Cependant, il s'agit de comparer ces risques avec ceux qui surgiraient si la politique monétaire n'offrait pas d'incitant supplémentaire, si la tendance à la désinflation s'accroissait et si un processus de déflation s'amorçait. Cela aurait des répercussions défavorables sur la stabilité financière puisque les revenus nominaux (tant ceux du travail que ceux du capital ou du patrimoine) seraient alors mis sous pression et que, partant, les dettes

nominales s'alourdiraient. Il en résulterait un phénomène de « déflation par la dette », avec pour conséquence possible de plus nombreux défauts de paiement. En outre, la persistance d'une inflation basse induirait également des taux nominaux faibles permanents. Cela implique donc non seulement des effets néfastes pour la stabilité financière (cf. infra), mais également que la politique monétaire ne peut plus être utilisée pleinement pour stabiliser l'économie (les taux nominaux étant au plus bas). Une telle situation pose problème, y compris pour la stabilité financière, qui a tout intérêt à ce que la macroéconomie soit moins volatile.

Ces retombées positives sur la stabilité financière, par voie de stabilisation macroéconomique, ne sont toutefois pas visibles immédiatement : elles soutiennent la stabilité financière de manière indirecte. Il en va tout autrement des effets clairement identifiables de l'assouplissement de la politique monétaire sur la valorisation de certaines catégories d'actifs. De fait, si la politique monétaire influence positivement la stabilité financière grâce à la stabilisation macroéconomique, son incidence sur les marchés financiers, sur le secteur bancaire ainsi que sur le secteur financier non bancaire (en ce compris le *shadow banking*), doit faire l'objet d'un suivi attentif.

À cet égard, un troisième et dernier élément est à épingle : bien que les valorisations sur certains marchés se soient sensiblement appréciées, l'octroi de crédits dans la zone euro reste plutôt apathique et le processus de renforcement des bilans se poursuit, et ce tant dans le secteur bancaire que dans le secteur privé non financier. Qui plus est, les risques résiduels qui seraient identifiés par ailleurs peuvent être gérés à l'aide d'instruments (macro)prudentiels ciblés. Or, contrairement à la situation qui prévalait avant la crise, tout a été mis en place pour pouvoir mobiliser ces instruments plus facilement et plus rapidement. Dans la section qui suit, nous illustrons les considérations évoquées ci-avant en examinant un secteur qui est souvent cité comme la grande victime de la politique monétaire accommodante, à savoir celui des assureurs(-vie).

4.2 Risques liés à une inflation trop faible, politique monétaire et secteur des assureurs(-vie)

Sous l'effet de l'APP, le taux d'intérêt nominal à long terme est retombé à des niveaux planchers à la mi-avril

2015 et ne s'est redressé que modérément depuis lors. C'est dans ce contexte que sont souvent évoqués les assureurs, dont la rentabilité se comprime si une telle situation perdure.

Deux éléments revêtent de l'importance pour pouvoir juger de la vulnérabilité des compagnies d'assurances en pareille situation. Les entreprises présentant une plus grande inadéquation entre la durée des actifs et celle des passifs (la durée des premiers étant plus courte que celle des seconds) et disposant d'un portefeuille plus fourni de contrats (passifs) à haut rendement nominal sont plus fragiles en période prolongée de taux d'intérêt faibles (cf. ECB, 2015).

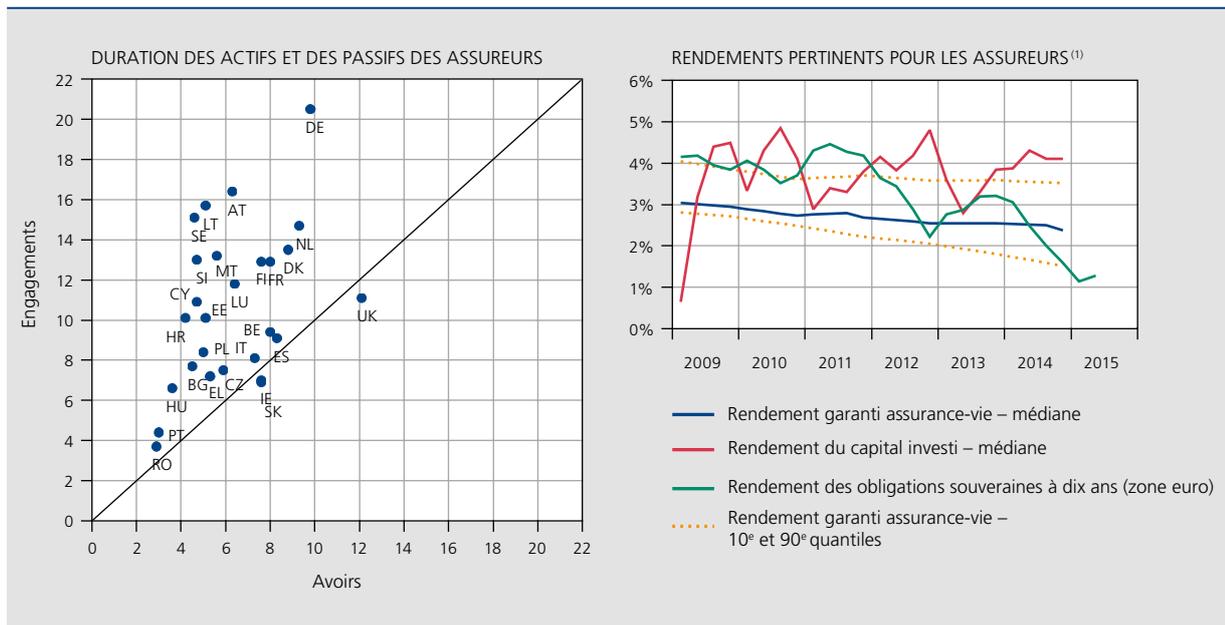
Lorsque les durées des actifs et des passifs ne présentent pas d'inadéquation, l'influence du repli des taux sur la revalorisation des positions bilancielle ne pèse pas sur la rentabilité des entreprises d'assurance : d'un point de vue économique, la valeur nette escomptée augmente de manière équivalente des deux côtés du bilan, et l'établissement n'accuse pas de déficit de fonds propres. En effet, la baisse des taux accroît non seulement la valeur actuelle des engagements futurs, mais aussi celle du portefeuille d'actifs détenus à long terme⁽¹⁾.

Mais, le plus souvent, la durée des actifs des assureurs est plus courte que celle de leurs passifs. Des données de l'AEAPP (EIOPA, 2014) font en outre apparaître que cette inadéquation est traditionnellement plus marquée dans les pays septentrionaux de la zone euro (comme l'Allemagne, l'Autriche, les Pays-Bas et la Finlande). Cela indique que les éventuelles retombées négatives de la politique monétaire actuelle sur la stabilité financière sont non seulement liées aux secteurs, mais également plus prononcées pour un secteur bien déterminé dans certains pays.

Le fait que la durée des actifs soit plus courte que celle des passifs dans plusieurs pays constitue un défi pour ces établissements, qui se voient contraints, à l'échéance des actifs, de les réinvestir à un taux inférieur. Ce problème est d'autant plus criant lorsque les engagements sont assortis de rendements garantis élevés, tels qu'ils ont été octroyés antérieurement sur la base du taux d'intérêt nominal, plus élevé, qui était alors en vigueur. Le volet droit du graphique 10 montre que les rendements garantis sont actuellement supérieurs aux rendements des emprunts publics dans la zone euro, ce qui place les assureurs face à un défi. Il ressort par ailleurs du graphique que les rendements des placements ont grimpé ces dernières années, sous l'effet notamment de la hausse des cours boursiers et des prix des obligations. La politique monétaire

(1) Cf. également IMF (2015), p. 22 : « In the past three years, European life insurers' equities have paid one of the most attractive dividends, outperforming on the back of waning euro area fragmentation risk, high capital gains on bond holdings, and the release of excess capital due to lower claims inflation. »

GRAPHIQUE 10 LA FAIBLESSE DES TAUX D'INTÉRÊT ET LES ASSUREURS



Sources : AEAPP, BCE.

(1) Les chiffres présentent les taux garantis annuels pour les sociétés où lesdites garanties sont d'application.

accommodante stimule donc aussi ces rendements via la réalisation de plus-values.

Bien que cela soit quelque peu paradoxal, l'environnement actuel de taux d'intérêt extrêmement bas présente également les conditions les plus propices pour continuer de préserver à l'avenir la santé financière des assureurs, précisément parce que la politique de faibles taux d'intérêt fera augmenter ces derniers si elle parvient à induire un rétablissement de l'économie et à faire repartir l'inflation à la hausse. Ainsi, il est donc intéressant d'examiner les forces motrices qui sous-tendent le bas niveau des taux d'intérêt nominaux.

Le graphique 11 présente la composition du taux d'intérêt à dix ans sur les emprunts publics notés AAA dans la zone euro : le taux d'intérêt nominal à long terme comprend la compensation pour les anticipations d'inflation (mesurées ici par le taux des swaps d'inflation à dix ans) et le taux d'intérêt réel implicite (mesuré ici comme la différence entre le taux d'intérêt nominal et le taux des swaps d'inflation). L'exercice ne permet pas d'identifier explicitement le rôle des primes de risque (qui offrent par exemple

une compensation pour les risques liés à la longueur de l'échéance des instruments ou à leur liquidité).

Durant la période 2005-2007 (avant la crise), le taux d'intérêt à long terme avoisinait 3,8 % et se décomposait en une compensation pour l'inflation de l'ordre de 2,2 % et un taux d'intérêt réel de 1,6 %. Ce dernier correspondait à peu de choses près à la croissance potentielle de l'économie⁽¹⁾, ce qui est logique puisque le taux d'intérêt réel est étroitement lié, à long terme, au potentiel de croissance d'une économie.

En décembre 2014, soit juste avant l'annonce de l'APP, le taux d'intérêt nominal à dix ans était revenu à 75 points de base. Le taux d'intérêt réel implicite était devenu légèrement négatif, sous l'effet de l'assouplissement déjà entamé de la politique monétaire ainsi que de l'anticipation du lancement imminent d'un programme étendu d'achats d'actifs. Ce faisant, le taux d'intérêt réel était tombé sous le niveau de la croissance potentielle, ce qui constitue un incitant monétaire. Toutefois, les anticipations d'inflation s'étaient elles aussi sensiblement repliées, les marchés financiers tablant, en décembre 2014, sur une inflation moyenne d'à peine 1,2 % pour les dix années suivantes, soit un niveau largement en deçà de l'objectif de l'Eurosystème ainsi que de la compensation d'inflation de 2,2 % qui avait été observée en 2005-2007⁽²⁾. En d'autres termes, les anticipations

(1) Selon les estimations de l'OCDE.

(2) La compensation d'inflation de 2,2 % observée pendant la période antérieure à la crise n'est pas nécessairement incohérente par rapport à l'attente d'une inflation « inférieure à 2 %, mais proche de ce niveau », dans la mesure où des primes de risque (comme les primes de liquidité) influent également sur le prix de ces swaps d'inflation. La présente étude ne les identifie pas explicitement.

d'inflation en berne ont elles aussi contribué à la faiblesse du taux d'intérêt nominal à long terme.

Quelques mois après le lancement de l'APP, en juillet 2015, le taux d'intérêt nominal à long terme affichait un niveau légèrement supérieur à celui qui était le sien en décembre 2014 (88 points de base). La composition de ce taux d'intérêt nominal était cependant clairement plus favorable à la croissance qu'en décembre : le redressement des anticipations d'inflation implique en effet un taux d'intérêt réel ex ante plus bas, ce qui renforce le stimulus monétaire.

Ce faisant, l'APP réduit donc considérablement le risque de voir s'enliser le taux dans un scénario « à la japonaise », caractérisé par une situation de déflation et par des taux proches de zéro pendant des dizaines d'années, en ce compris les taux à long terme. Un scénario « à la japonaise » s'interprète ici comme une politique monétaire « passive » qui ne combattrait pas activement le recul de l'inflation. Cela revient à « tolérer » la désinflation, ce qui signifie que l'économie peut échouer dans une situation « permanente » d'inflation faible, voire négative, avec pour corollaire des taux d'intérêt nominaux bas. Dans le cadre de ce scénario, on pourrait voir se mettre en place un nouvel « équilibre », dans le cadre duquel le taux d'intérêt nominal serait nul, tandis que les prix baisseraient à un rythme impliquant un taux d'intérêt réel équivalent à la croissance potentielle de l'économie ⁽¹⁾ (le taux d'intérêt

réel n'exercerait donc aucun effet, ni stimulant ni restrictif, sur la croissance). Cette éventualité est décrite par Bullard (2010) et est analysée par Boeckx et al. (2015).

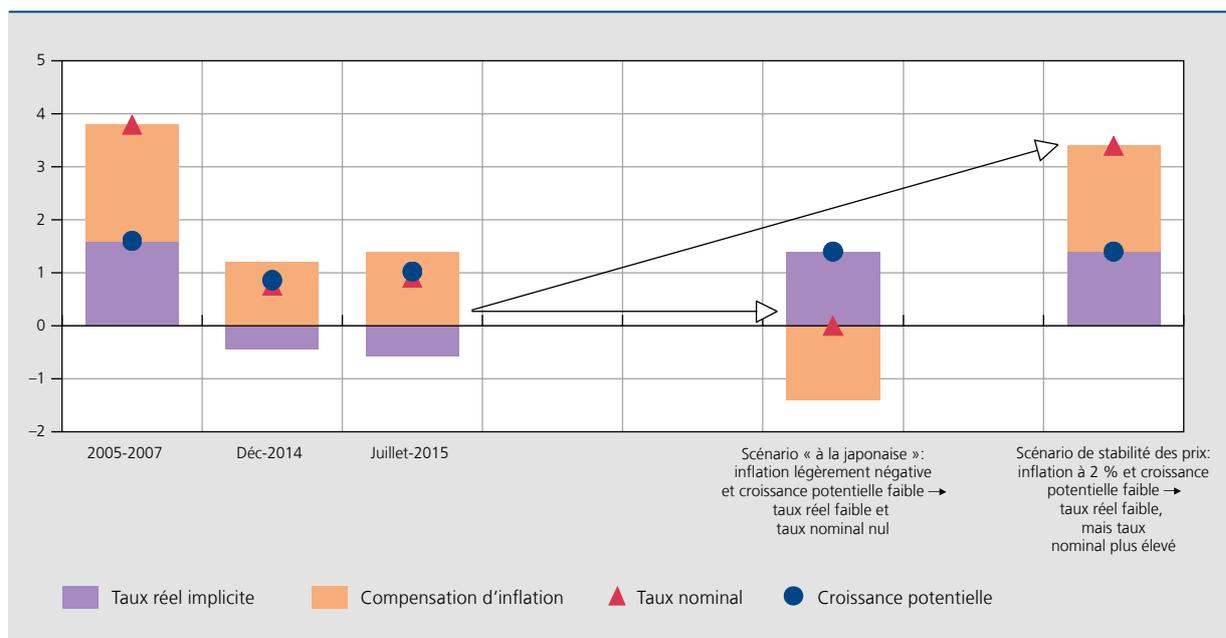
L'APP vise précisément à éviter un scénario de ce type en exerçant une pression baissière sur le taux d'intérêt réel, stimulant ainsi l'économie et gonflant l'inflation. Le taux d'intérêt nominal repartirait lui aussi à la hausse à plus long terme : les anticipations d'inflation avoisineraient 2 %, tandis que le taux d'intérêt réel se rapprocherait du taux de la croissance potentielle.

Ce qui précède montre que l'APP contribue à écarter la menace que fait peser le bas niveau du taux nominal sur les assureurs, notamment en stabilisant la composante de l'inflation. La politique monétaire n'exerce en revanche aucune emprise sur l'évolution à plus long terme du taux d'intérêt réel, vu le lien étroit que ce dernier entretient avec la croissance potentielle. Cette dernière dépend en effet de facteurs extérieurs à la politique monétaire, comme les progrès technologiques, la démographie et la politique du marché du travail.

Si, pour des raisons diverses, la croissance potentielle continuait de s'établir à des niveaux inférieurs à ceux

(1) La détermination du taux d'intérêt réel « d'équilibre » s'opère sur la base de la croissance potentielle de la zone euro prévue par l'OCDE.

GRAPHIQUE 11 DEUX SCÉNARIOS À LONG TERME POUR LE TAUX D'INTÉRÊT NOMINAL À DIX ANS
(pourcentages)



Sources : Bloomberg, CE, BCE.

qu'elle affichait dans le passé (ce que suggèrent d'ailleurs les prévisions des institutions internationales), la politique prudentielle pourrait avoir un rôle à jouer en incorporant cette nouvelle réalité, par exemple en matière de fixation des rendements garantis des assurances-vie. En outre, il serait souhaitable, a fortiori dans le contexte actuel de faiblesse des taux, que l'autorité de contrôle vérifie activement si les entreprises mènent (et continuent de mener) une politique adéquate de gestion des avoirs et engagements et si elles ne se laissent pas appâter par une recherche exagérée d'actifs à plus haut rendement (comme évoqué ci-dessus) ou par la vente « précipitée » d'obligations à gros coupons, assorties d'un prix relativement élevé en raison du bas niveau des taux.

La Banque (NBB, 2015) explique plus en détail les mesures prudentielles liées au secteur des assurances qu'elle a adoptées en sa qualité d'autorité de contrôle. Dans le cadre de la loi relative aux assurances, elle soumet au ministre compétent une proposition d'adaptation du mécanisme des taux d'intérêt maximums appliqués aux contrats individuels d'assurance-vie à long terme. La Banque a également recommandé aux entreprises d'assurance de n'envisager qu'avec prudence la réalisation de plus-values, compte tenu de l'environnement de faibles taux d'intérêt. Enfin, la décision prise en 2013 concernant la constitution de réserves dites « clignotantes » à titre de provisions pour le risque de taux d'intérêt reste intégralement d'application.

Conclusion

Selon la règle de Tinbergen, pour mener une politique économique efficace, le nombre d'instruments doit être au moins égal à celui des objectifs. Le fait que la BCE se soit vu confier, dans le cadre du MSU, des missions macroprudentielles afin de préserver la stabilité financière s'intègre dans ce cadre de réflexion. L'objectif (macro)prudentiel de la BCE est toutefois distinct de celui de garantir la stabilité des prix.

Il n'en demeure pas moins que, même lorsque certains chocs surviennent, il est possible que, outre des synergies, des arbitrages s'opèrent entre les objectifs macroéconomiques et financiers. Aussi les interactions entre ces deux domaines sont-elles inévitables.

Bien que la politique monétaire n'ait pas de visée macroprudentielle, il pourrait parfois s'avérer souhaitable de mener une politique à contre-courant (*leaning against the wind*), comme lorsque les déséquilibres financiers sont généralisés ou que les instruments prudentiels efficaces viennent à manquer.

Dans le contexte actuel, la politique monétaire très expansionniste semble se justifier dans la mesure où les comportements à risque ne sont pas largement répandus, où la politique monétaire influe positivement sur la stabilité financière par la voie de la stabilisation macroéconomique et où des instruments macroprudentiels ciblés sont disponibles pour gérer les risques éventuels.

Bibliographie

Adrian T. et H.S. Shin (2010), « The changing nature of financial intermediation and the financial crisis of 2007-2009 », *Annual Review of Economics*, 2, 603-618.

Bean C. (2003), « Asset prices, financial imbalances and monetary policy: Are inflation targets enough ? », in Richards and Robinson (eds.), *Asset prices and Monetary policy*, Reserve Bank of Australia, 48-76.

BCE (2014a), Décision BCE/2014/1 de la Banque centrale européenne du 22 janvier 2014 modifiant la décision BCE/2004/2 portant adoption du règlement intérieur de la Banque centrale européenne.

BCE (2014b), Décision BCE/2014/39 de la Banque centrale européenne du 17 septembre 2014 relative à la mise en œuvre de la séparation des fonctions de politique monétaire et de surveillance prudentielle de la Banque centrale européenne.

Bernanke B. (2007), *The financial accelerator and the credit channel*, Remarks at the Conference on the Credit Channel of Monetary Policy in the Twenty-First Century, Federal Reserve Bank of Atlanta.

Bernanke B. (2011), *The effects of the Great Recession on central bank doctrine and practice*, Speech at the 56th Economic Conference, Federal Reserve Bank of Boston.

Bernanke B. et M. Gertler (1995), « Inside the black box: The credit channel of monetary policy transmission », *Journal of Economic Perspectives*, 9 (4), 27-48.

Bernanke B. et M. Gertler (2001), « Should central banks respond to movements in asset prices ? », *American Economic Review*, vol. 91, 253-257.

Bernanke B., M. Gertler et S. Gilchrist (1999), « The financial accelerator in a Quantitative Business Cycle Framework », *Handbook of Macroeconomics*, vol. 1, chapter 21, 1341-1393.

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

Borio C. et P. Lowe (2002), *Asset prices, financial and monetary stability: Exploring the nexus*, BIS Working Papers, n° 114.

Borio C. et H. Zhu (2008), *Capital regulation, risk-taking and monetary policy: A missing link in the transmission mechanism ?*, BIS Working Papers, n° 268.

Borio C. (2011), *Central banking post-crisis: What compass for uncharted waters ?*, BIS Working Papers, n° 353.

Bullard J. (2010), « Seven faces of 'The Peril' », *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, September/October, 92 (5), 339-352 : <http://research.stlouisfed.org/econ/bullard/pdf/SevenFacesFinalJul28.pdf>.

Cecchetti S., H. Genberg, J. Lipsky et S. Wadhvani (2000), *Asset prices and central bank policy*, Geneva Reports on the World Economy, 2, International Centre for Monetary and Banking Studies and Centre for Economic Policy Research.

Constâncio V. (2014), *The ECB and macroprudential policy: From research to implementation*, Speech at the Third Conference of the Macroprudential Research Network, Frankfurt-am-Main, 23 June.

Cordemans N. et S. Ide (2012), « La politique monétaire aux États-Unis et dans la zone euro durant la crise », BNB, *Revue économique*, juin, 39-64.

De Grauwe P. (2008), « The risks of being Chairman in the Age of Turbulence », *International Finance*, 11 (1), 109-115.

DNB (2012), *Jaarverslag*.

EBA (2014), *Fourth report on the consistency of risk weighted assets*, June.

ECB (2007), « The impact of short-term interest rates on bank risk-taking », *Financial Stability Review*, December, 163-167.

ECB (2015), *Financial Stability Review*, May.

EIOPA (2014), *EIOPA Insurance stress test 2014*, November.

Gambacorta, L. (2009), « Monetary policy and the risk taking channel », *BIS Quarterly Review*, December, 43-53.

Gelain P. et P. Ilbas (2014), *Monetary and macroprudential policies in an estimated model with financial intermediation*, NBB Working Paper Research, n 258.

Grande, M. (2014), *Integrating macro- and micro-prudential supervision at the ECB*, Presentation to the Ninth High Level Meeting on Global Banking Standards and Regulatory and Supervisory Priorities in the Americas, Lima, 4-5 November.

Herman A., D. Igan et J. Solé (2015), *The macroeconomic relevance of credit flows: An exploration of U.S. Data*, IMF Working Paper, IMF/15/143.

IMF (2015), *Global Financial Stability Review*, April.

Jiménez G., S. Ongena, J.-L. Peydró et J. Saurina (2012), *Macroprudential policy, countercyclical bank capital buffers and credit supply: Evidence from the Spanish dynamic provisioning experiments*, NBB Working Paper Research series n°231, October.

JOCE, Protocole (n° 4) sur les statuts du Système européen de banques centrales et de la Banque centrale européenne du 26/10/2012, C 326, 230.

Knot K. (2014), « La gouvernance de la politique macroprudentielle », Banque de France, *Revue de la stabilité financière*, n° 18, avril.

Mishkin, F.S. (2001), *The transmission mechanism and the role of asset prices in monetary policy*, NBER Working Paper, n° 8617.

Moniteur belge (2014), Loi du 25 avril 2014 établissant les mécanismes d'une politique macroprudentielle et précisant les missions spécifiques dévolues à la Banque nationale de Belgique dans le cadre de sa mission visant à contribuer à la stabilité du système financier.

NBB (2015), *Financial Stability Report*, June.

Reinhart C. et K. Rogoff (2009), *This time is different: Eight centuries of financial folly*, Princeton University Press.

Smets F. (2014), « Financial stability and monetary policy: How closely interlinked? », *International Journal of Central Banking*, vol. 10 (2), 263-300, June.

Stein J. (2013), *Overheating in credit markets: Origins, measurement, and policy responses*, Speech at the Research Symposium sponsored by the Federal Reserve Bank of St Louis, February.

Svensson, L. (2012) « Inflation targeting and 'Leaning Against the Wind' », *International Journal of Central Banking*, June, 103-114.

UE (2010), Règlement (UE) n° 1092/2010 du Parlement européen et du Conseil du 24 novembre 2010 relatif à la surveillance macroprudentielle du système financier dans l'Union européenne et instituant un Comité européen du risque systémique.

UE (2013a), Directive 2013/36/UE du Parlement européen et du Conseil du 26 juin 2013 concernant l'accès à l'activité des établissements de crédit et la surveillance prudentielle des établissements de crédit et des entreprises d'investissement, modifiant la directive 2002/87/CE et abrogeant les directives 2006/48/CE et 2006/49/CE.

UE (2013b) Règlement n° 575/2013 du Parlement européen et du Conseil du 26 juin 2013 concernant les exigences prudentielles applicables aux établissements de crédit et aux entreprises d'investissement et modifiant le règlement (UE) n° 648/2012.

UE (2013c), Règlement n° 1024/2013 du Conseil du 15 octobre 2013 confiant à la Banque centrale européenne des missions spécifiques ayant trait aux politiques en matière de surveillance prudentielle des établissements de crédit.

Woodford M. (2011), *Inflation targeting and financial stability*, mimeo.

La crise a-t-elle modifié l'ADN de l'économie belge ?

E. Dhyne et C. Duprez⁽¹⁾

Introduction

Sous l'effet conjugué du développement des technologies de la communication et de l'information et de l'intégration de nouvelles économies au commerce mondial, les processus de production sont aujourd'hui fragmentés⁽²⁾. Plutôt que de fonctionner en autarcie en gérant elles-mêmes l'ensemble des phases de production successives, les firmes recourent dans une large mesure à l'outsourcing, se fournissant en biens ou en services intermédiaires auprès d'autres entreprises. Typiquement, certaines se spécialisent dans la prestation de services – tels la comptabilité, le transport, le marketing, etc. – pour le compte de sociétés tierces, d'autres dans la fabrication de biens intermédiaires ou de pièces détachées⁽³⁾. Elles n'ont pas nécessairement pour vocation de réaliser un produit fini destiné au consommateur, mais elles représentent un maillon de la chaîne de production. C'est donc un véritable réseau d'entreprises interconnectées qui constitue à l'heure actuelle l'appareil productif d'une économie. Ce réseau ne se confine pas au sein des frontières des États. Les firmes nouent de nombreuses relations d'achat et de vente avec des partenaires situés à l'étranger, singulièrement dans une petite économie ouverte comme la Belgique.

Différents indicateurs pertinents à l'échelle de la firme permettent de caractériser cette fragmentation de la production. Parmi ceux-ci, le concept de *longueur totale* de la chaîne de production dans laquelle s'inscrit une entreprise permet d'appréhender le nombre d'entreprises successives impliquées dans la fabrication d'un produit final. En outre, chaque firme se distingue par la *position* qu'elle occupe au sein d'une chaîne de production. Ce second concept évalue si une entreprise est spécialisée plutôt dans les phases initiales de la production ou, à l'inverse, dans le segment final qui délivre le produit fini. Si ces dimensions avaient jusqu'à présent été très peu prises en compte dans l'analyse économique, elles commencent à faire l'objet d'attention de la part du monde académique, notamment grâce à la récente publication de données macroéconomiques qui relient la production de différentes branches d'activité localisées dans différents pays. En s'appuyant sur ces études, et en appliquant les principes de l'analyse input-output⁽⁴⁾ à une base de données microéconomiques originale, cet article présente une nouvelle manière d'appréhender le fonctionnement de l'économie belge et en tire une première série d'enseignements, notamment au regard de la situation de crise récente.

Concrètement, il découle de l'analyse que les entreprises belges s'inscrivent en général dans des chaînes de production relativement longues. L'économie belge est, en outre, spécialisée dans des segments de production situés relativement en amont des processus de production. Les biens et les services produits à l'intérieur des frontières sont donc en moyenne relativement éloignés du consommateur final. À cet égard, deux effets se combinent : (i) les branches d'activité intervenant davantage à des stades initiaux de production, tels la chimie, la métallurgie ou

(1) Les auteurs remercient L. Aucremanne, L. Dresse, C. Swartenbroeckx, C. Fuss et J. De Mulder pour leurs commentaires sur des versions préliminaires du présent article. Les résultats présentés dans cet article ont bénéficié de discussions avec A. Leivchenko (U. Michigan), A. Bernard (U. Darmouth), K. Manova (U. Stanford), G. Magerman (KUL) et S. Rubanova (Geneva Graduate Institute).

(2) Voir Baldwin (2012) pour plus d'informations à ce sujet.

(3) Voir Kraemer et al. (2011), qui illustrent la chaîne de production des iPhones et des iPads.

(4) Voir Johnson (2014) pour un balayage de la littérature des échanges de valeur ajoutée calculés sur la base des tableaux input-output et Duprez (2014) pour une illustration pour la Belgique.

certain services aux entreprises, ont un poids relativement important en Belgique et (ii) comparativement à celles d'autres pays européens appartenant aux mêmes branches d'activité, les firmes belges sont en général spécialisées dans les étapes initiales de production, les biens ou les services produits devant encore subir des transformations ultérieures avant d'être proposés au consommateur final.

Sur le plan des performances économiques, l'analyse économétrique réalisée dans le présent article établit que, pour la période 2002-2011, le phénomène de fragmentation des processus de production a été globalement bénéfique pour les entreprises belges. Les firmes qui ont enregistré la plus forte croissance sont en effet celles qui ont réussi à s'intégrer dans les chaînes de production les plus longues. Toutefois, celles qui en ont le plus profité sont situées en fin de chaîne, c'est-à-dire à proximité du consommateur final. La fragmentation et la proximité par rapport aux consommateurs apparaissent donc comme des déterminants des performances économiques.

La crise économique a cependant marqué un temps d'arrêt dans le processus de fragmentation. En Belgique, elle a entraîné une contraction du réseau de production. Les transactions des nouvelles firmes n'ont pas permis de compenser complètement les destructions d'entreprises ou de relations économiques nouées par le passé. Au sein du réseau belge, les firmes les plus fragilisées ont

essentiellement été celles de petite taille, peu productives et spécialisées dans les phases initiales de production.

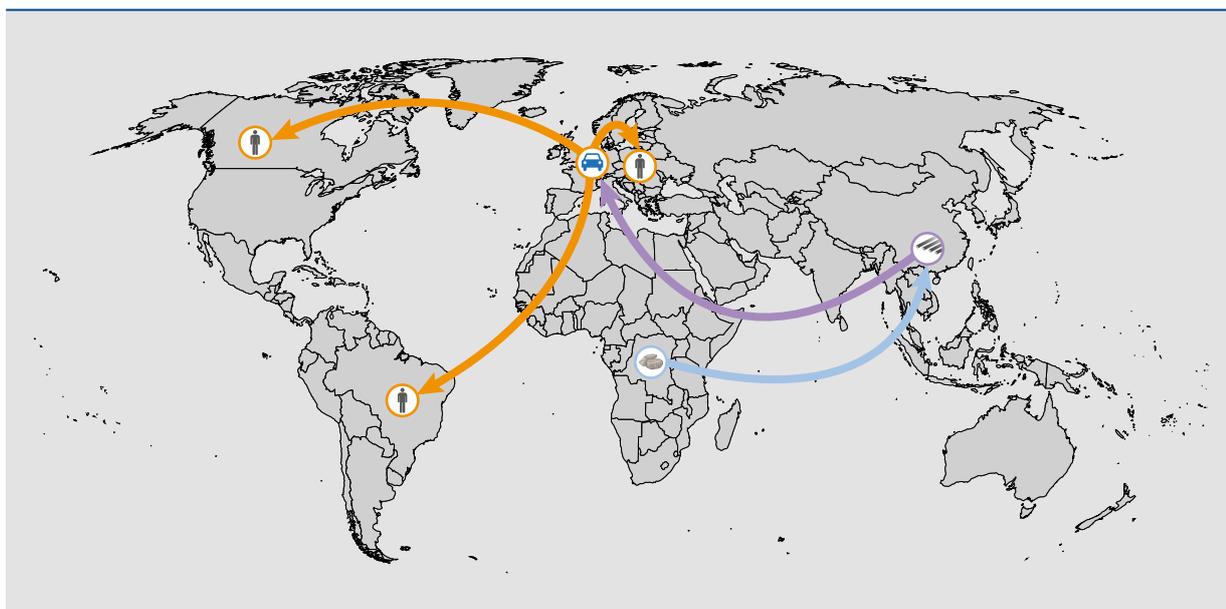
Le présent article s'articule de la manière suivante. Les concepts, les données et la méthodologie utilisés sont présentés aux sections 1.1 et 1.2. Aux sections 1.3 et 1.4, l'approche de l'économie sous l'angle des interconnexions permet d'illustrer les spécificités du tissu économique belge et d'en caractériser les performances économiques. La crise économique et les effets qu'elle a entraînés sont décrits à la section 2. Une réflexion finale clôture l'article.

1. L'ADN de l'économie belge

1.1 L'économie belge vue comme un réseau de production

À l'instar d'autres économies avancées, la Belgique dispose d'un appareil de production fragmenté. L'élaboration d'un produit final implique plusieurs entreprises qui y contribuent successivement. Parmi les différents indicateurs pertinents à l'échelle de la firme permettant de caractériser cette fragmentation de la production, l'attention se porte ici sur deux d'entre eux. Le premier mesure la longueur totale de la chaîne de production et le second la position relative occupée par une entreprise dans cette même chaîne.

GRAPHIQUE 1 EXEMPLE SIMPLIFIÉ D'UNE CHAÎNE INTERNATIONALE DE PRODUCTION



Source : BNB.

Pour construire ces deux indicateurs, deux mesures de distance sont nécessaires. La première évalue la proximité d'une entreprise par rapport au consommateur final, en recensant le nombre d'étapes de production qu'il reste à accomplir avant la vente du produit fini au consommateur⁽¹⁾. La seconde détermine le nombre d'étapes de production/transformation déjà réalisées en amont de l'entreprise. La somme de ces deux distances permet d'obtenir la longueur totale de la chaîne de production dans laquelle cette entreprise s'intègre. Le rapport entre les deux fournit la position relative qu'elle occupe. Pour éviter toute confusion, précisons d'emblée que ces mesures de distance sont uniquement basées sur le nombre d'entreprises différentes impliquées consécutivement dans la production et qu'elles ne reposent nullement sur un critère géographique de distance kilométrique séparant ces unités de production.

Le graphique 1 illustre les concepts à l'aide de l'exemple fictif et simplifié d'une filière automobile. Supposons que la construction automobile en Belgique utilise de l'acier qui provient de Chine, lui-même fabriqué à partir

de minerais de fer extrait au Congo. Dans cette chaîne internationale de production automobile composée de trois maillons, l'assembleur automobile belge est proche du consommateur, la métallurgie chinoise occupe un segment intermédiaire et la production minière au Congo est en amont de la chaîne. Par définition, les firmes éloignées du consommateur final sont spécialisées dans les premières phases du processus de production. À l'autre extrémité, on retrouve notamment des firmes spécialisées dans l'assemblage et dans la vente de produits.

Dans la réalité, l'organisation des filières de production est beaucoup plus complexe. Une firme est en général engagée dans plusieurs filières. Par exemple, un producteur de pneumatiques peut écouler une partie de sa production par l'intermédiaire de l'industrie automobile ou du secteur de la grande distribution. Il peut également vendre sa production directement au consommateur via son site de vente en ligne. Cette entreprise répond donc à la demande finale à travers trois canaux, à savoir l'industrie automobile, le secteur de la distribution et la vente directe. La longueur de la chaîne de production dans laquelle cette entreprise est active ainsi que sa proximité relative par rapport au consommateur dépendront de l'importance relative de ces trois canaux⁽²⁾.

(1) Éventuellement après transformation.

(2) C'est donc l'hypothèse de proportionnalité qui prévaut ici. Si celle-ci est vraisemblablement acceptable au niveau de la firme, elle est beaucoup plus discutable au niveau de la branche d'activité. Elle est pourtant à la base des mesures établies à l'aide des tableaux input-output.

Encadré 1 – Mesures de la fragmentation des chaînes de production et de la position relative des entreprises dans les chaînes globales de valeur

De manière générale, la longueur moyenne des chaînes de production se mesure par la somme d'un indicateur de distance au consommateur final (« upstreamness » en anglais) et d'un indicateur de distance à la création initiale de valeur ajoutée (« downstreamness » en anglais). Bien que ces mesures soient présentées ici à l'échelle de la firme, elles s'appliquent également au niveau des branches d'activité lorsqu'on ne dispose que de données sectorielles.

La première mesure est basée sur la décomposition de la production (Y_i) d'une entreprise i en une somme de livraisons intermédiaires aux autres entreprises ($\sum_j F_{ij}$) et de ventes à la demande finale (FD_i):

$$Y_i = \sum_{j=1}^n F_{ij} + FD_i \quad \forall i = 1, \dots, n$$

En exprimant les livraisons intermédiaires aux autres entreprises en part de la production de ces dernières, on obtient:

$$Y_i = \sum_{j=1}^n d_{ij} Y_j + FD_i \quad \forall i = 1, \dots, n$$

Puisqu'à leur tour, les productions des firmes j peuvent se subdiviser en livraisons intermédiaires et en demande finale, la firme i sert en fait la demande finale de façon directe par ses propres ventes, et indirecte par ses livraisons aux autres entreprises. Antras et al. (2012) définissent la distance moyenne qui sépare la firme i de la demande



finale comme le nombre moyen de transformations que subit la production de la firme i avant d'atteindre le consommateur final. Cette distance est désignée par la variable U_i définie comme suit :

$$U_i = 1 \times \frac{FD_i}{Y_i} + 2 \times \sum_{j=1}^n d_{ij} \frac{FD_j}{Y_i} + 3 \times \sum_{j=1}^n \sum_{k=1}^n d_{ij} d_{jk} \frac{FD_k}{Y_i} + 4 \times \sum_{j=1}^n \sum_{k=1}^n \sum_{l=1}^n d_{ij} d_{jk} d_{kl} \frac{FD_l}{Y_i} + \dots$$

Le premier terme de cette expression représente la part de la production de i qui s'adresse directement à la demande finale. Le deuxième terme exprime la part de la production de i qui aboutit à la demande finale après une transformation supplémentaire effectuée par d'autres entreprises. Cette part est multipliée par le facteur 2 car deux transactions sont nécessaires pour que cette partie de la production de i atteigne la demande finale, i vendant à j , qui vend à la demande finale. Suivant la même logique, le troisième terme représente la part de la production de i qui aboutit à la demande finale après deux transformations supplémentaires. Ce terme est multiplié par un facteur 3 car il faut trois transactions pour que la production de i atteigne la demande finale par ce canal. Les termes suivants de l'expression représentent la part de la production qui subit encore davantage de transformations supplémentaires.

La seconde mesure est basée sur une décomposition alternative de la production Y_i en une somme d'achats d'inputs intermédiaires ($\sum_j F_{ji}$) auprès d'autres entreprises et en création de valeur ajoutée par l'entreprise elle-même (VA_i) :

$$Y_i = \sum_{j=1}^n F_{ji} + VA_i \quad \forall i = 1, \dots, n$$

En exprimant les achats d'inputs intermédiaires auprès d'autres entreprises en part de la production de ces dernières, on peut écrire que :

$$Y_i = \sum_{j=1}^n \delta_{ji} Y_j + VA_i \quad \forall i = 1, \dots, n$$

De cette expression, on peut obtenir le nombre moyen de transformations appliquées aux différents contenus de valeur ajoutée incorporés dans la production de la firme i . Cette mesure est désignée par la variable D_i définie comme suit :

$$D_i = 1 \times \frac{VA_i}{Y_i} + 2 \times \sum_{j=1}^n \delta_{ji} \frac{VA_j}{Y_i} + 3 \times \sum_{k=1}^n \sum_{j=1}^n \delta_{kj} \delta_{ji} \frac{VA_k}{Y_i} + 4 \times \sum_{l=1}^n \sum_{k=1}^n \sum_{j=1}^n \delta_{lk} \delta_{kj} \delta_{ji} \frac{VA_l}{Y_i} + \dots$$

Dans cette expression, les différents contenus de valeur ajoutée, pondérés en fonction de leur importance comme inputs de la firme i , ont été multipliés par les nombres respectifs de transformations qu'ils ont déjà subies.

En résumé, les variables U_i et D_i représentent respectivement le nombre moyen de transformations en aval et en amont de la firme i . La longueur moyenne des chaînes de production auxquelles la firme i participe est donnée par :

$$L_i = U_i + D_i - 1$$

Puisque U_i et D_i ont 1 comme valeur minimale, soustraire 1 à leur somme permet de normer la plus petite longueur à 1. La position relative de la firme i dans les chaînes de production est quant à elle obtenue par :

$$x_i = \frac{D_i - 0.5}{L_i}$$

Une valeur de x_i proche de 0 indique que l'entreprise se situe à un stade initial de la production, alors qu'une valeur proche de 1 signale qu'elle se situe à la fin de la chaîne de production.

1.2 Les données

Les différents indicateurs présentés à la section 1.1 sont généralement calculés au niveau sectoriel, sur la base des données des matrices input-output publiées par les instituts de statistiques (cf. Antras et al., 2012; Fally, 2012). Cependant, il est aussi possible de les évaluer de façon plus fine au niveau des entreprises. Pour la Belgique, trois sources d'information ont été exploitées. La principale source d'information provient des déclarations individuelles des entreprises à l'administration fiscale, et en particulier de la déclaration annuelle de l'ensemble des transactions entre les entreprises (le fichier « clients »). Dans ces déclarations figurent, pour chaque déclarant auprès de l'administration de la TVA, l'ensemble des transactions effectuées avec d'autres assujettis⁽¹⁾. L'ensemble de ces déclarations permet de caractériser l'intégralité des relations commerciales établies entre les entreprises belges, une information qui, à son tour, va permettre de recomposer les chaînes domestiques de production. Ces données, disponibles pour la période 2002-2012, ont été croisées avec celles de la Centrale des bilans dans le but de ne retenir que l'ensemble des déclarants à la TVA pour lesquels des informations comptables étaient également disponibles. En 2012, le réseau ainsi obtenu couvrait quelque 250 000 entreprises pour lesquelles près de 8,7 millions de relations commerciales étaient observées.

À cette première source de données ont été ajoutées les informations individuelles en matière d'importations et d'exportations⁽²⁾. Ces données identifient les firmes importatrices et exportatrices et les montants concernés par pays partenaire. Dans le cadre des chaînes globales de valeur, les entreprises importatrices et exportatrices jouent un rôle particulièrement important en ce sens qu'elles connectent le réseau de production domestique au reste du monde.

Idéalement, afin de caractériser la situation des entreprises belges au sein du réseau de production mondiale, il faudrait disposer de l'ensemble des transactions entre les entreprises du monde entier. Or, une telle banque de données n'est pas disponible. Pour déterminer si un bien ou un service exporté par une entreprise belge est

directement consommé par un consommateur étranger ou si, à l'inverse, il subit des transformations additionnelles dans des branches d'activité localisées hors des frontières, et le cas échéant le nombre de celles-ci, les données macroéconomiques issues de la World Input-Output Database⁽³⁾ (WIOD) ont été utilisées. Celles-ci fournissent sur une base annuelle une évaluation de l'ensemble des relations nationales et internationales tissées par les firmes de 40 pays regroupées en 35 branches d'activité. Ces tables annuelles input-output mondiales sont disponibles pour la période 1995-2011. Sur la base des données du WIOD et en tenant compte de la branche d'activité à laquelle appartient la firme belge exportatrice et les pays vers lesquels cette entreprise exporte, la partie internationale de la chaîne de production a été estimée et ajoutée à sa composante domestique. Un exercice similaire a été mené du côté des importations. Une évaluation du nombre de transformations en amont subies au préalable par les produits importés a été effectuée et cette composante a également été prise en compte dans la mesure de la longueur totale des chaînes de production.

Dans le but d'établir des chaînes complètes avec une composante domestique et une composante internationale, l'analyse s'est limitée à la période 2002-2011, pour laquelle les trois sources d'information sont disponibles. Cette approche permet l'évaluation la plus fine possible du degré de fragmentation des chaînes de production au niveau de l'entreprise. À de nombreux égards, les données des transactions entre les sociétés belges peuvent être considérées comme un tableau input-output au niveau des entreprises. Cependant, contrairement à ce dernier, elles ne permettent pas de distinguer les inputs intermédiaires des biens d'investissement. Or, en comptabilité nationale, les biens d'investissement sont une composante de la demande finale, et non de la consommation intermédiaire. Les données des transactions entre entreprises induisent dès lors un biais vers le bas de la valeur ajoutée des entreprises qui investissent⁽⁴⁾.

1.3 Fragmentation et positionnement de l'économie belge dans les chaînes globales de valeur

Au-delà du complément qu'elles apportent pour constituer la composante internationale des chaînes de production dans lesquelles sont impliquées les firmes belges, les données macroéconomiques du WIOD sont également utiles en vue de fournir une comparaison internationale des chaînes de production.

Tout d'abord, il est intéressant de mentionner que la distance d'une firme au consommateur est en partie

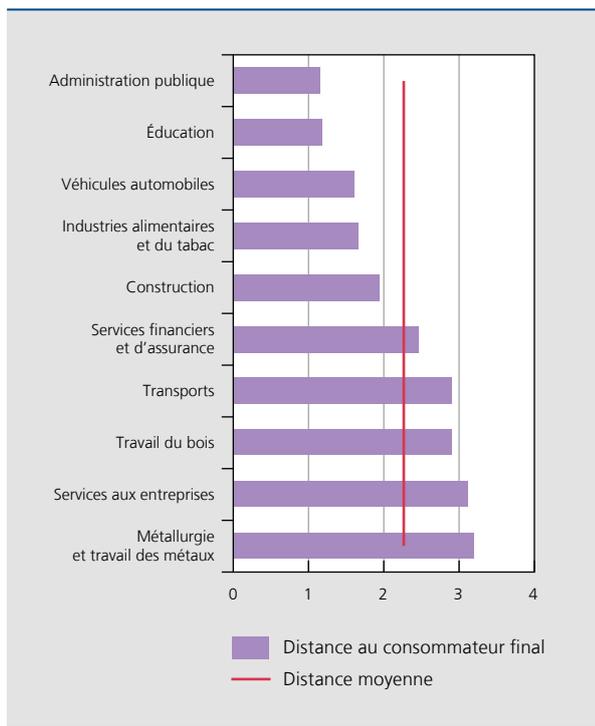
(1) Cette banque de données est décrite par Dhyne, Magerman et Rubinova (2015).

(2) Les données individuelles de commerce extérieur proviennent des déclarations Intrastat pour le commerce intra-UE et les données douanières pour le commerce extra-UE.

(3) Pour plus d'informations, cf. Dietzenbacher et al. (2013) et Timmer et al. (2015). Pour construire les données du WIOD, les tableaux input-output nationaux ont été réunifiés en une matrice mondiale. Afin de gommer les incohérences, notamment les asymétries entre les exportations rapportées par un pays et les importations correspondantes rapportées par le pays partenaire, des arbitrages ont dû être effectués. Ces arbitrages conduisent à des écarts entre les données du WIOD et les statistiques officielles des comptes nationaux et du commerce extérieur.

(4) Une autre différence conceptuelle avec les tableaux input-output est que ces derniers sont établis par produit homogénéisé, alors que les données par branche d'activité sont, par nature, hétérogènes.

GRAPHIQUE 2 COMPARAISON SECTORIELLE DE LA DISTANCE AU CONSOMMATEUR
(moyenne par branche d'activité⁽¹⁾ de la Belgique, 2011)



Source : calculs BNB sur la base du WIOD.
(1) Sélection parmi 35 branches d'activité, définies selon la nomenclature NACE 2003.

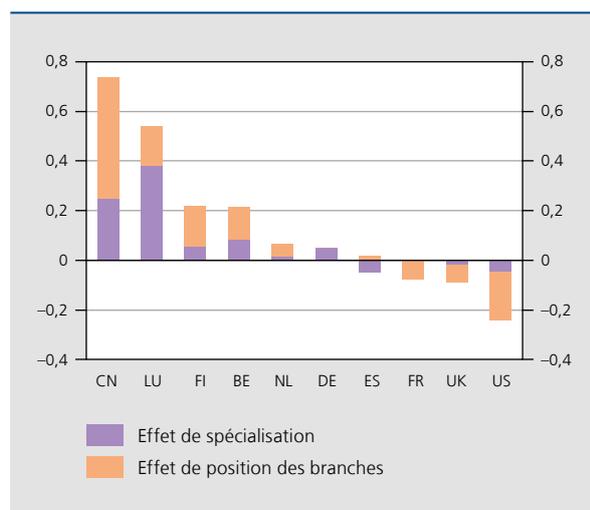
déterminée par la branche d'activité à laquelle elle appartient. Typiquement, les services publics s'adressent au consommateur final, en l'occurrence aux résidents qui en bénéficient. À l'inverse, certains services aux entreprises, notamment les services comptables, d'ingénierie et d'architecture, se retrouvent souvent en amont des chaînes de production, car ils sont majoritairement fournis pour des sociétés tierces qui produisent leurs propres biens ou services. Si l'industrie, considérée de façon globale, occupe un segment intermédiaire, certaines branches spécifiques, comme les produits métallurgiques et le travail du bois, sont davantage situées en amont des chaînes. Leurs produits traverseront plusieurs stades intermédiaires avant d'être vendus au consommateur, souvent sous une autre forme. En pondérant par l'importance des branches d'activité dans l'économie, on obtient une distance moyenne au consommateur de 2,3 en Belgique, pour une longueur moyenne des chaînes de production de 3,5.

Comparativement à l'UE15, dont la distance moyenne au consommateur final est proche de 2, la production belge s'avère relativement éloignée du consommateur final. Deux éléments expliquent cet écart par rapport à la

moyenne de l'UE15. Premièrement, le poids économique des branches d'activité typiquement éloignées du consommateur, comme la chimie, la métallurgie ou les services aux entreprises, est plus important en Belgique que dans l'UE15. Deuxièmement, comparativement à celles d'autres pays européens appartenant à la même branche d'activité, il apparaît que les firmes belges sont davantage ciblées sur les segments initiaux ou intermédiaires de la production. Ce constat d'une production de biens et de services plutôt intermédiaires est cohérent avec l'image d'une économie davantage spécialisée dans les produits semi-finis (cf. EC, 2015).

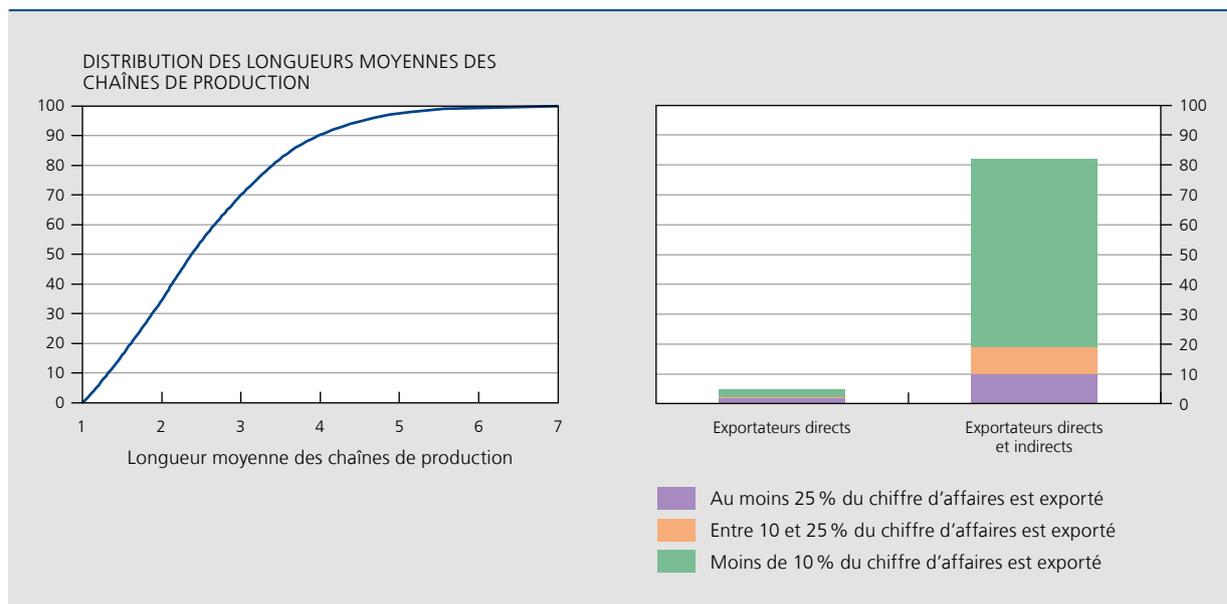
Comme expliqué ci-dessus, le concept de fragmentation de la chaîne de production peut être plus finement analysé à l'aide des données des transactions commerciales opérées entre les entreprises. Ces dernières sont naturellement interconnectées par la livraison de biens ou de services intermédiaires. En 2011, une entreprise gérait en moyenne un portefeuille de 36 clients professionnels domestiques. Toutefois, certaines d'entre elles, en particulier dans la branche de la distribution d'électricité, de gaz et d'eau, géraient plusieurs milliers de clients professionnels domestiques. Par ailleurs, 50 % des entreprises étaient actives dans des chaînes dont la longueur moyenne était supérieure ou égale à 2,4, 30 % des firmes dans des chaînes d'une longueur moyenne supérieure à 3, et 10 % dans des chaînes d'une longueur moyenne supérieure à 4.

GRAPHIQUE 3 COMPARAISON INTERNATIONALE DE LA DISTANCE AU CONSOMMATEUR⁽¹⁾
(écart par rapport à la moyenne de l'UE15)



Source : calculs BNB sur la base du WIOD.
(1) L'effet de spécialisation mesure la différence entre (a) la distance moyenne au consommateur de l'UE15 et (b) une distance moyenne au consommateur par branche d'activité observée dans l'économie considérée pondérée sur la base des poids des branches d'activité de l'UE15. L'effet de position des branches mesure la différence entre (b) et la distance au consommateur du pays concerné.

GRAPHIQUE 4 DISTRIBUTION DES LONGUEURS DES CHAÎNES DE PRODUCTION ET PARTICIPATION AUX ACTIVITÉS D'EXPORTATION EN 2011
(pourcentage cumulé)



Source : calculs BNB sur la base des données de la TVA, du commerce extérieur et du WIOD.

De manière générale, le nombre d'entreprises exportatrices est relativement réduit. Il avoisine en Belgique un peu moins de 5 % des entreprises, dont près de la moitié exportent moins de 10 % de leur chiffre d'affaires (cf. Dhyne et Duprez, 2013). Les interconnexions entre elles ont toutefois comme conséquence qu'une très large part des entreprises belges s'inscrivent dans des chaînes de valeur internationales. Ainsi, en 2011, près de 82 % des firmes observées dans le réseau de production belge livraient directement, ou indirectement par le biais de sociétés tierces, des inputs au reste du monde. Au final, en moyenne près de 20 % des firmes belges finissent par exporter au moins 10 % de leur production, et pas loin de 10 % exportent au moins 25 % de leur production. Les entreprises exportatrices jouent donc le rôle de vecteur à l'exportation pour un grand nombre de firmes domestiques. Dès lors, la présence sur les marchés étrangers concerne indirectement un nombre beaucoup plus large de firmes belges que les seules sociétés exportatrices. Ce constat est encore plus criant du côté des importations. La quasi-totalité des entreprises belges utilisent des inputs étrangers en se fournissant directement ou indirectement auprès de firmes importatrices, notamment en produits énergétiques et en matières premières.

Cette fragmentation des chaînes de production et cette intégration importante dans les chaînes globales de valeur occultent des disparités régionales importantes. Comme l'illustre le graphique 5, les chaînes de production domestiques sont plus fragmentées en Flandre. Les entreprises

flamandes sont également plus intégrées aux chaînes de valeur globalisées. Certes, les disparités régionales reflètent des spécialisations sectorielles, l'économie flamande étant davantage spécialisée dans des branches d'activité qui participent typiquement à des chaînes plus fragmentées, telles que les produits chimiques, le raffinage, le transport par voie maritime, les produits en caoutchouc et en plastique, etc. Cependant, elle traduit également une plus grande spécialisation des firmes flamandes et un tissu plus dense de petites et moyennes entreprises spécialisées dans un segment précis de la production.

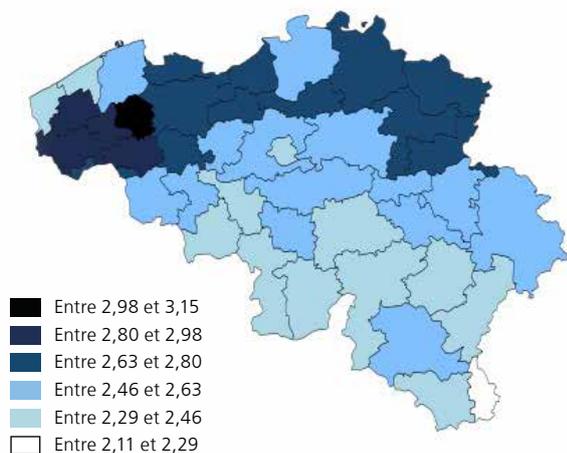
1.4 Fragmentation et performances économiques

Dans la littérature économique, des arguments relatifs aux effets de la fragmentation sur la performance des entreprises s'opposent. Selon un premier pan de la littérature qui prend appui sur le développement de l'outsourcing, des firmes qui se spécialisent dans la production de leur produit-phare sont plus efficaces. Une chaîne composée de plusieurs entreprises dont chacune est spécialisée dans un segment précis serait donc plus performante qu'une chaîne de production dont l'ensemble des phases de production est géré par une seule firme.

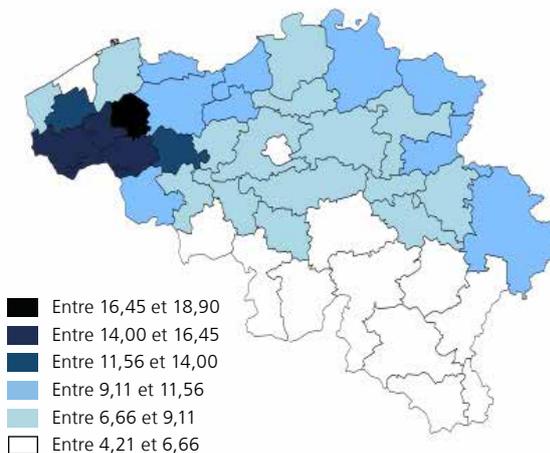
Selon un second pan de la littérature, les fusions ou acquisitions indiquent qu'un meilleur contrôle des différentes

GRAPHIQUE 5 FRAGMENTATION DES CHAÎNES DE PRODUCTION ET PARTICIPATION AUX EXPORTATIONS – MOYENNE ⁽¹⁾ PAR ARRONDISSEMENT, EN 2011

LONGUEUR MOYENNE DES CHAÎNES DE PRODUCTION



PART DU CHIFFRE D'AFFAIRES EXPORTÉ (EN %)



Source : calculs BNB sur la base des données de la TVA, du commerce extérieur et du WIOD.
(1) Moyenne non pondérée.

phases de production permet de minimiser les risques et de réduire les coûts, notamment par des gains d'échelle ou le partage d'une série de fonctions de support. Selon cette théorie, la concentration, à l'inverse de la fragmentation, améliore les performances. Au final, ces deux courants montrent que l'effet de la fragmentation des chaînes de production sur la performance des entreprises est a priori indéterminé.

En intégrant les deux indicateurs de fragmentation des chaînes de production, en l'occurrence la longueur et la position relative, dans une équation de croissance de la productivité totale des facteurs (ci-après PTF) ou de l'emploi, il est possible d'en estimer l'effet. L'évaluation de l'impact de la fragmentation sur la PTF est basée sur l'exploitation des données individuelles contenues dans les comptes annuels des entreprises belges observées sur la période 2002-2011. À l'aide de celles-ci, une fonction de production de type Cobb-Douglas a été estimée, au niveau des branches d'activité définies selon la nomenclature NACE Rev. 2 à deux chiffres. Ces estimations ont permis d'évaluer la croissance de la PTF au niveau des entreprises et de la mettre en relation avec les indicateurs de fragmentation.

L'analyse économétrique, qui intègre une série de caractéristiques (appartenance sectorielle, évolution conjoncturelle,

etc.), indique que les firmes qui sont intégrées dans des chaînes de production longues présentent des taux de croissance de la PTF plus élevés. Même si l'effet de la fragmentation sur la croissance de l'efficacité n'est pas linéaire, vu qu'il décroît avec la longueur moyenne de la chaîne de production, il ne devient négatif que pour des longueurs supérieures à 10, qui ne sont pas observées dans le réseau belge. Ceci laisse à penser que l'efficacité productive des entreprises belges pourrait globalement encore être améliorée par le biais d'une spécialisation accrue. De plus, les gains d'efficacité ne sont pas répartis équitablement tout au long de la chaîne de production. Ce sont en effet les entreprises situées en bout de chaîne qui semblent enregistrer les plus fortes croissances de la PTF.

Certes, l'analyse économétrique montre également que la fragmentation de la production exerce un effet positif sur la croissance de l'emploi, mais il est de moindre ampleur que celui de la PTF. Le phénomène d'outsourcing ne semble donc de manière générale pas pénaliser l'emploi dans les firmes qui y ont recours.

En conclusion, l'effet positif de l'outsourcing l'emporte sur l'effet négatif associé à un moindre contrôle de la chaîne de production dans les observations empiriques belges pour la période 2002-2011. Par ailleurs, il ressort

TABEAU 1 CROISSANCE DE LA PRODUCTIVITÉ TOTALE DES FACTEURS (PTF) ET DE L'EMPLOI ET FRAGMENTATION DE LA PRODUCTION – RÉSULTATS ÉCONOMÉTRIQUES⁽¹⁾

Variables	Croissance annuelle de la PTF (<i>dlog</i>)			Croissance annuelle de l'emploi (<i>dlog</i>)		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Longueur de la chaîne	0,024*** (0,002)	0,066*** (0,006)	0,054*** (0,006)	0,013*** (0,001)	0,018*** (0,003)	-0,015*** (0,003)
Longueur de la chaîne au carré		-0,007*** (0,001)	-0,005*** (0,001)		-0,001* (0,001)	-0,001 (0,001)
Position relative			0,227*** (0,011)			0,084*** (0,006)
Observations	499 558	499 558	499 558	976 902	976 902	976 902
R ²	0,259	0,259	0,260	0,279	0,279	0,279

Source : calculs BNB sur la base des données de la TVA, du commerce extérieur, des comptes annuels et du WIOD.

(1) Écart-type entre parenthèses. *** significatif au seuil de 1 %, ** significatif au seuil de 5 %, * significatif au seuil de 10 %. Toutes les variables explicatives font référence aux caractéristiques de la firme *i* lors de la période *t-1*. Chaque régression comprend une constante, des binaires sectorielles et temporelles et des effets fixes propres à l'entreprise. La variable PTF a été obtenue par l'estimation de fonctions de production au niveau des branches d'activité NACE Rev. 2 à deux chiffres, en utilisant la méthode d'estimation proposée par Wooldridge (2009).

des résultats que l'effet positif du fractionnement de la chaîne de production ne se répartit pas de manière identique tout au long de la chaîne. Ce sont les entreprises qui se situent en fin de chaîne de production qui, à inputs donnés, génèrent le plus de valeur ajoutée. Dans la mesure vraisemblablement où elles adaptent leurs produits aux désirs du consommateur, les firmes situées en bout de chaîne semblent confrontées à une demande relativement inélastique, ce qui leur permet de tirer davantage de bénéfices du processus de fragmentation.

2. Effets de la crise économique

La récente crise économique a frappé de plein fouet l'ensemble des pays, fût-ce à des degrés divers. L'Europe en a particulièrement pâti, tant au niveau de l'ampleur du choc initial qu'à celui du lent redressement qui s'en est suivi. Au premier trimestre de 2015, le PIB en volume de l'UE15 n'avait toujours pas renoué avec son niveau du début de 2008. Même si, pour sa part, la Belgique l'a recouvré dès le premier trimestre de 2011, la croissance annuelle moyenne enregistrée au cours du dernier lustre est demeurée faible, s'établissant à 0,9 %.

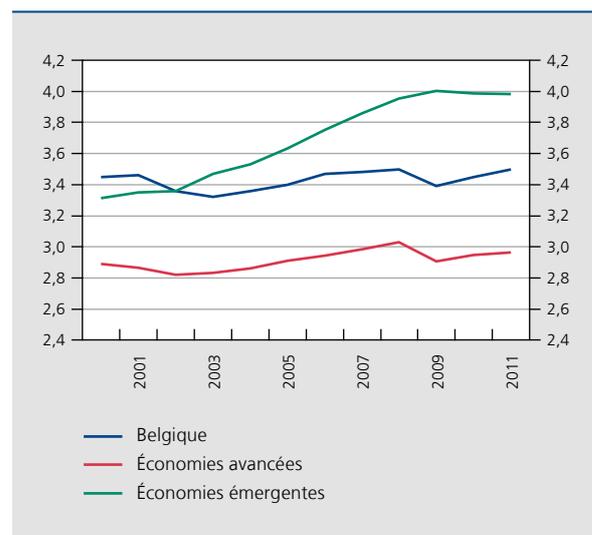
2.1 Impact hétérogène sur l'activité tout au long des chaînes de production

La conjoncture économique n'est pas sans influence sur la production, ni sur son organisation. Entre 2002 et 2008, alors que la situation économique s'avérait favorable, les

chaînes de production ont eu tendance à se fragmenter, comme en atteste leur allongement. Le phénomène a été particulièrement marqué pour les économies émergentes, sous l'effet de leur intégration accrue dans l'économie mondiale. À cet égard, l'adhésion de la Chine à l'OMC à la fin de décembre 2001 imprime une inflexion à cette

GRAPHIQUE 6 COMPARAISON INTERNATIONALE DE L'ÉVOLUTION DE LA LONGUEUR DES CHAÎNES DE PRODUCTION

(longueur moyenne des chaînes auxquelles appartiennent les économies⁽¹⁾)

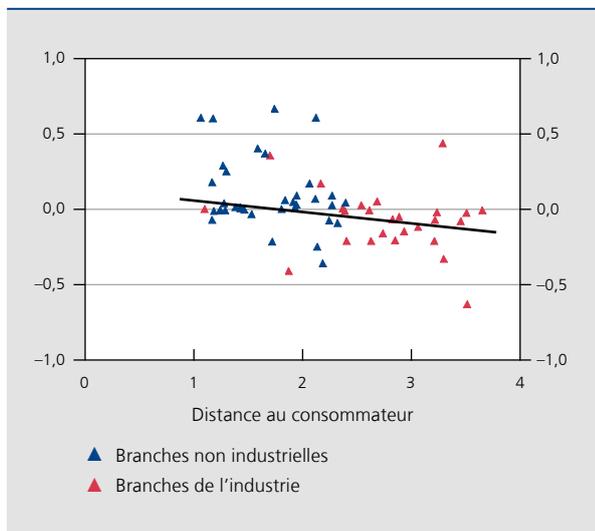


Source : calculs BNB sur la base des données du WIOD.

(1) La classification en économie émergentes/avancées est celle utilisée par les Nations unies.

GRAPHIQUE 7 LIEN ENTRE LA CONTRIBUTION AU PIB PENDANT LA CRISE ET LA DISTANCE AU CONSOMMATEUR

(une marque représente une branche d'activité)



Sources: ICN, calculs BNB sur la base des données de la TVA, du commerce extérieur et du WIOD.

tendance. En revanche, lors des épisodes de crise, comme ceux enregistrés récemment ou en 2001-2002, le processus de fragmentation se ralentit, voire s'inverse. Dans un climat rendu plus incertain, les entreprises nouent vraisemblablement moins de relations commerciales avec des entreprises partenaires. De même, les entreprises lèvent en général le pied sur les investissements, ce qui limite l'implantation de nouvelles unités de production plus spécialisées.

Comme l'indique la section 1, la proximité par rapport au consommateur final et la fragmentation des chaînes de production ont produit des effets positifs sur les performances économiques enregistrées sur la période 2002-2011. Tel fut particulièrement le cas lors de la crise économique. En effet, les branches d'activité les plus éloignées du consommateur final, qu'elles soient industrielles ou pas, ont été les plus touchées par la récession. Le taux de corrélation entre la contribution des branches d'activité au PIB de 2007 à 2009 et la distance au consommateur est de $-0,41$. Pour les années antérieures à la crise, ainsi que pour les années récentes qui l'ont suivie, les branches les plus éloignées ont également été celles qui, en général, y ont le moins contribué. Toutefois, comme l'indiquent les taux de corrélation plus faibles de respectivement $-0,31$ et $-0,36$, la relation est un peu moins forte que pendant la crise.

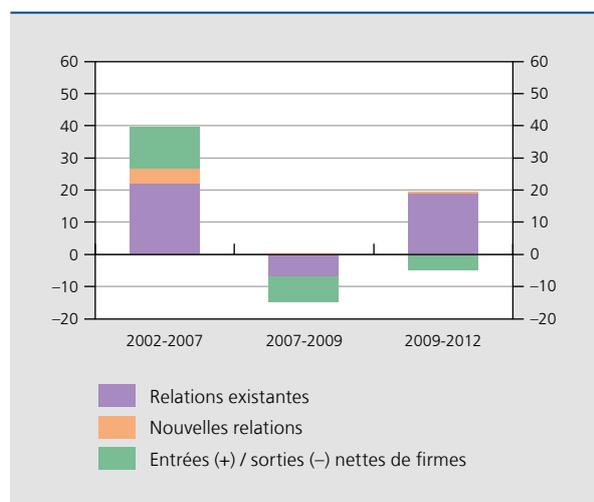
2.2 Écrémage du réseau domestique

Du point de vue de l'organisation du réseau de production domestique, la crise économique n'est pas non plus restée sans effet. En considérant l'évolution globale de l'activité économique générée par ce réseau, mesurée par la croissance du chiffre d'affaires agrégé, trois sources de croissance peuvent être identifiées: (i) une composante intensive qui dépend de l'évolution des échanges entre entreprises déjà observés en début de période, (ii) une composante extensive qui est une fonction des entrées ou sorties d'entreprises du réseau de production et (iii) une seconde composante extensive associée à l'établissement de nouvelles relations commerciales ou à la destruction de relations commerciales entre entreprises existantes.

Si, au cours de la période 2002-2007, ces trois composantes ont contribué positivement à la croissance du réseau de production domestique, la crise récente en a sensiblement modifié la dynamique. Au plus fort de la crise, le réseau s'est contracté, sous le double effet d'une destruction nette d'entreprises et d'une réduction des volumes de transactions. Durant la période récente 2009-2012, la composante extensive a continué à peser négativement sur la croissance du réseau, l'activité générée par la création de nouvelles entreprises ou relations commerciales ne permettant pas de compenser l'activité perdue suite à la sortie d'un certain nombre de firmes. Seule la hausse des transactions déjà établies a contribué positivement au recouvrement de l'activité économique du réseau de production domestique. Cette forte contribution de la marge

GRAPHIQUE 8 DÉCOMPOSITION DE LA CROISSANCE DU CHIFFRE D'AFFAIRES TOTAL GÉNÉRÉ PAR LE RÉSEAU DE PRODUCTION BELGE

(contributions à la croissance cumulée)



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

intensive à la croissance du réseau durant la période d'après-crise indique que les firmes qui ont pu survivre au choc initial ont enregistré un retour important de l'activité en 2012 par rapport à 2009. Le nombre d'entreprises dans le réseau n'a pas cessé de diminuer pour autant.

Une analyse économétrique détaillée de la probabilité de survie des entreprises domestiques permet d'examiner plus en détail les caractéristiques des sociétés qui ont cessé leurs activités pendant la période de crise⁽¹⁾. Parmi les résultats obtenus, les relations négativement observées entre, d'une part, la taille ou l'efficacité productive de l'entreprise et, d'autre part, le risque de sortie, sont confirmées par l'analyse des données microéconomiques pour la Belgique⁽²⁾.

En outre, la fragmentation des chaînes de production et la position relative occupée par une entreprise dans ces chaînes de production sont également mises en évidence, car elles affectent significativement la probabilité de sortie des entreprises. Les entreprises actives dans des chaînes de production très fragmentées ont fait face à un risque de sortie accru. On peut supposer que dans une chaîne très fragmentée, chaque maillon peut être plus facilement remplacé en cas de difficulté, en particulier pour les entreprises qui interviennent dans les premiers stades de production, en général davantage standardisés. Au paroxysme de la crise, les firmes actives en début de chaîne de production devaient être particulièrement efficaces pour survivre. Toutefois, une disparition n'impliquait pas nécessairement un raccourcissement des chaînes de production, le maillon faible pouvant être remplacé soit au niveau local, soit au niveau international. À l'inverse, les entreprises actives en bout de chaîne, produisant un bien différencié adapté aux besoins du consommateur final, ont été davantage prémunies contre le risque de sortie durant la crise. Ces résultats semblent donc indiquer que la crise économique récente a eu un effet d'écroulement des chaînes de production domestiques en faisant disparaître les maillons les moins efficaces, principalement dans les phases initiales de production.

(1) La définition du concept de cessation d'activité retenue aux fins de cette analyse recouvre tout type de cessation d'activité, comme une faillite ou une fusion. Une entreprise est considérée comme ayant cessé ses activités entre t et $t+2$ si elle était observée en t mais plus en $t+2$. Une période de deux ans est utilisée pour éviter de comptabiliser les sorties temporaires de l'échantillon (firme observée en t et en $t+2$ mais pas en $t+1$).

(2) Il convient de mentionner que, comme Blanchard et al. (2015), on observe un risque de sortie accru pour les entreprises belges détenues par une entreprise étrangère. Ce résultat est cohérent avec la littérature consacrée au comportement des multinationales en matière d'organisation des filières de production. Les entreprises détenues par une multinationale ont été particulièrement fragilisées durant la crise récente. En effet, durant cette période, on a pu observer la fermeture de nombreuses unités de production belges dépendant de grands groupes internationaux.

TABLEAU 2 PROBABILITÉ DE SORTIE DES ENTREPRISES ET FRAGMENTATION DES CHAÎNES DE PRODUCTION⁽¹⁾

(effets marginaux moyens associés à l'estimation d'une équation *Probit*)

	Effets de base (hors crise)	Effets durant la crise	Test du Chi ² (2)
Emploi (en <i>log</i>)	-0,010*** (0,001)	-0,003*** (0,001)	73,96***
PTF (en <i>log</i>)	-0,035*** (0,001)	-0,035*** (0,001)	0,00
Longueur des chaînes de production	0,010*** (0,001)	0,007*** (0,001)	4,74**
Position relative dans les chaînes de production	-0,005 (0,005)	-0,032*** (0,005)	19,06***

Source: calculs BNB sur la base des données de la TVA, du commerce extérieur et du WIOD.

(1) Écart-type entre parenthèses. *** significatif au seuil de 1 %, ** significatif au seuil de 5 %, * significatif au seuil de 10 %. Une firme est considérée comme sortante, si elle est observée en t mais plus en $t+2$. Toutes les variables explicatives font référence aux caractéristiques de la firme i lors de la période t . L'équation *Probit* estimée intègre, outre les variables présentées dans le tableau (croisées ou non avec un indicateur pour la période de crise), des binaires sectorielles et temporelles, un indicateur de l'appartenance de la firme belge à un groupe multinational, ainsi que deux variables reflétant respectivement la part des exportations et des importations dans le chiffre d'affaires de l'entreprise. L'équation a été estimée pour quatre périodes : 2003, 2005, 2007 et 2009.

(2) Selon l'hypothèse nulle, la crise n'a pas modifié l'impact d'une variable sur la probabilité de sortie. Cette hypothèse est rejetée pour l'emploi, la longueur des chaînes de production et la position relative au sein de ces dernières. Elle ne l'est pas pour la PTF.

Conclusion

S'appuyant sur une base de données unique et originale qui combine des informations sur l'organisation du réseau de production domestique avec des segments de chaînes de production internationales, le présent article vise à fournir de nouveaux enseignements sur le fonctionnement de l'économie belge, notamment au regard de la situation de crise récente.

Un premier constat révèle que les firmes belges nouent un nombre important de relations commerciales entre elles. Le temps où chaque entreprise fonctionnait en autarcie et englobait l'intégralité du processus de production est de plus en plus révolu. Comparativement à d'autres économies, l'économie belge semble se caractériser par un processus de fragmentation de la production relativement poussé. Par le vecteur des relations commerciales établies avec les firmes importatrices ou exportatrices, une majorité de firmes belges sont en outre intégrées, fût-ce de façon indirecte, à des chaînes de production mondialisées. La question de la compétitivité extérieure de l'économie ne se limite donc pas aux seules entreprises exportatrices,

mais s'étend à un très grand nombre d'entreprises actives dans une large variété de branches d'activité. Il n'est a fortiori pas pertinent de résumer cette question aux seules entreprises de l'industrie, les firmes de services contribuant massivement aux chaînes de production.

Bien que cela dépasse le cadre du présent article, le diagnostic posé sur la fragmentation de la production en Belgique pourrait encore être affiné. Différents facteurs, comme la petite taille du pays ou sa position géographique centrale en Europe, peuvent jouer un rôle à cet égard. Par ailleurs, l'analyse de l'évolution du processus de fragmentation pourrait continuer à faire l'objet d'un suivi. La baisse des coûts de transactions commerciales qui s'est matérialisée au début du millénaire, stimulée notamment par celle des coûts de transport, par l'émergence des TIC et par l'abaissement des barrières politiques et économiques aux échanges dans les pays émergents, a incontestablement favorisé une fragmentation internationale accrue. En l'absence de nouvelles réductions de coûts, il serait intéressant de déterminer si le processus de fragmentation est désormais arrivé à maturité, ou si des potentialités vont encore être exploitées.

Au-delà du constat d'une production fragmentée, l'article a mis en lumière un lien entre la fragmentation et la position dans les chaînes de production, d'une part, et les performances économiques, d'autre part. De manière générale, l'appartenance à une chaîne de production fragmentée s'est avérée bénéfique entre 2002 et 2011. Les firmes belges qui se sont concentrées sur un segment précis de la chaîne de production ont ainsi mieux tiré leur épingle du jeu. Cette spécialisation s'est surtout montrée avantageuse pour les firmes positionnées en

aval des chaînes de production. Sur la période étudiée, c'est en effet à proximité du consommateur que les gains d'efficacité ont été les plus importants.

La crise économique qui a durement frappé la Belgique, comme l'ensemble des économies, a cependant marqué un temps d'arrêt dans le processus de fragmentation. Elle a également fragilisé certaines firmes. Au nombre des facteurs de risque figurent, outre une petite taille et une faible productivité, l'appartenance à des chaînes longues, surtout pour les firmes situées en début de chaîne. Au final, depuis la crise, les relations commerciales créées par les firmes intégrant le réseau n'ont pas compensé celles qui ont été détruites. Plus que jamais, la création d'entreprises est dès lors cruciale pour régénérer le réseau domestique de production. Or, elle est relativement faible en Belgique comparativement aux autres pays européens.

Au final, les gains de productivité des entreprises, qu'elles soient nouvelles ou déjà bien établies, demeurent un critère-clé de leur survie et de leur développement. La spécialisation dans un segment précis de la production, en recourant à l'outsourcing ou à des spin-offs pour des phases de production moins maîtrisées, est l'une des stratégies permettant d'atteindre cet objectif. Un rapprochement du consommateur final, notamment par l'élaboration de produits ou de services qui lui sont directement adressés ou par la mise en place d'une véritable approche client, en est une autre. Pour susciter l'attrait des produits auprès des consommateurs, la formation des travailleurs et l'innovation en matière de design, de communication et de marketing, restent à cet égard encore et toujours cruciales.

Bibliographie

Antràs P., D. Chor, Th. Fally et R. Hillberry (2012), « Measuring the upstreamness of production and trade flows », *The American Economic Review*, 102 (3), 412-416.

Baldwin R. (2012), *Global supply chains: Why they emerged, why they matter, and where they are going*, CEPR Discussion Paper, 9103.

Blanchard P., E. Dhyne, C. Fuss et C. Mathieu (2015), « (Not so) easy come, (still) easy go? Footloose multinationals revisited », *The World Economy*, forthcoming.

Dhyne E. et C. Duprez (2013), « Dynamique structurelle du commerce extérieur de la Belgique », BNB, *Revue économique*, juin, 29-41.

Dhyne E., G. Magerman et S. Rubínová (2015), *The Belgian production network 2002-2012*, BNB, mimeo.

Dietzenbacher E., B. Los, R. Stehrer, M. Timmer et G. de Vries (2013), « The construction of the World Input-Output Tables in the WIOD Project », *Economic Systems Research*, 25 (1), 71-98.

Duprez C. (2014), « Création de valeur à l'exportation – un diagnostic pour la Belgique », BNB, *Revue économique*, septembre, 27-42.

EC (2015), *Macroeconomic imbalances Country Report – Belgium 2015*, European Economy, Occasional Papers, 212, June.

Fally Th. (2012), *Production staging: Measurement and evidence*, University of Colorado Boulder, mimeo.

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

Kraemer K., G. Linden et J. Dedrik (2011), *Who captures value in the Apple iPad and iPhone?*, University of California Irvine, mimeo.

Timmer M., E. Dietzenbacher, B. Los, R. Stehrer et G. de Vries (2015), « An illustrated user guide to the World Input-Output Database: The case of global automotive production », *Review of International Economics*, DOI: 10.1111/roie.12178.

Wooldridge J. (2009), « On estimating firm-level production functions using proxy variables to control for unobservables », *Economics Letters*, 104 (3), 112-114.

Marges bénéficiaires des entreprises : évolution récente dans un contexte de faible inflation

V. Baugnet
T. De Keyser

Introduction

La rentabilité est un facteur déterminant de la politique d'investissement des entreprises. Un niveau de rentabilité suffisant permet de dégager en interne les ressources nécessaires au financement de nouveaux projets. Selon les enquêtes menées par la Banque auprès des chefs d'entreprise en Belgique, 90% des investissements sont ainsi financés par des ressources propres. Une entreprise rentable accédera aussi plus facilement au financement externe, et notamment au crédit bancaire, nécessaire à la réalisation de ses projets. Le graphique 1 illustre dans quelle mesure la progression du taux de marge des entreprises s'accompagne en général avec un décalage de deux ou trois trimestres, d'une hausse de leur taux d'investissement. Par ailleurs, le fait de disposer d'une bonne assise en matière de rentabilité permet de faire face plus aisément aux chocs extérieurs, qu'il s'agisse d'un ralentissement de la demande, d'une hausse soudaine des prix des inputs (par exemple énergétiques), ou encore d'un renchérissement des coûts de financement.

La première partie de cet article est consacrée à établir un diagnostic de la rentabilité des entreprises en Belgique, cette dernière étant approchée essentiellement sous l'angle du taux de marge. Quel impact la crise récente a-t-elle eu sur le taux de marge des sociétés belges? Certains secteurs d'activité ont-ils été davantage affectés? Le taux de marge des PME et celui des grandes entreprises ont-ils évolué de concert? Comment les firmes belges se positionnent-elles, en termes de rentabilité, par rapport à leurs homologues

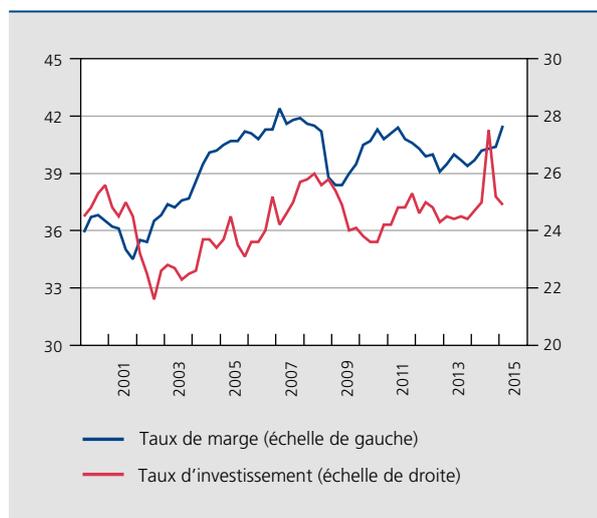
étrangères? Telles sont les questions que nous aborderons dans cette première partie.

La deuxième partie s'intéresse aux déterminants du taux de marge des entreprises. Faiblesse de la demande, pouvoir d'achat limité des consommateurs et renchérissement des inputs sont autant d'éléments, liés au cycle économique, susceptibles de comprimer les marges des entreprises. Aux facteurs conjoncturels peuvent s'ajouter des éléments d'ordre plus structurel, tels que la mondialisation et la concurrence toujours plus intense et plus large géographiquement qu'elle induit, le développement des nouvelles formes de production et de consommation liées aux nouvelles technologies (e-commerce, etc.), lesquels peuvent également peser sur la profitabilité des entreprises. Enfin, toutes les branches d'activité ne sont pas logées à la même enseigne: l'industrie et les services marchands ont, à cet égard, affichés des évolutions spécifiques avant et après la crise. Des caractéristiques sectorielles, telles l'intensité capitaliste et l'évolution de la productivité et des coûts salariaux, influencent en effet le taux de marge des entreprises.

La dernière partie se penche sur la relation entre les marges des entreprises et l'activité économique. Ensuite, le rôle des marges dans l'évolution des prix et leur lien avec les différentes composantes des prix sont mis en lumière. À cet égard, les facteurs qui contribuent au climat actuel de faible inflation sont analysés. Enfin, une brève comparaison internationale permet de déterminer si la situation en Belgique est comparable à celle d'autres pays.

GRAPHIQUE 1 TAUX DE MARGE⁽¹⁾ ET TAUX D'INVESTISSEMENT⁽²⁾ DES SOCIÉTÉS NON FINANCIÈRES EN BELGIQUE

(pourcentages, données corrigées des variations saisonnières et des effets de calendrier)



Source : ICN.

(1) Le taux de marge des sociétés non financières est défini comme l'excédent brut d'exploitation divisé par la valeur ajoutée brute.

(2) Le taux d'investissement des sociétés non financières est défini comme la formation brute de capital fixe divisée par la valeur ajoutée brute.

1. Diagnostic récent de la rentabilité des entreprises belges

La rentabilité peut être appréhendée au travers d'indicateurs issus de deux grandes sources statistiques : les comptes nationaux, d'une part, et les comptes annuels (bilans et comptes de résultats) des entreprises, d'autre part.

Dans la comptabilité nationale, la rentabilité des sociétés peut être approchée par le taux de marge, parfois aussi appelé taux de profit. Le taux de marge (brut) est le rapport entre l'excédent (brut) d'exploitation et la valeur ajoutée (brute). Cet indicateur mesure le pourcentage de la valeur ajoutée conservé par les sociétés, après paiement des salaires aux travailleurs et des impôts nets des subventions sur la production et les importations. Le taux de marge correspond donc grosso modo à la part de la valeur ajoutée qui rémunère le facteur capital ; le taux de marge n'est donc pas indépendant de l'intensité capitalistique, qui peut varier d'une branche ou d'un pays à l'autre. Notons également que, dans cet article, le taux de marge est entendu le plus souvent au sens strict, c'est-à-dire que l'excédent brut d'exploitation est expurgé du revenu mixte brut qui, comme son nom l'indique, est composé des revenus « mixtes » du travail et du capital, qui échoient aux indépendants ; lorsque l'analyse est

complétée d'une comparaison internationale, c'est toutefois le concept large, le seul disponible, qui est utilisé. Le taux de marge peut également être exprimé en termes nets, c'est-à-dire après décompte des amortissements.

Le taux de marge est calculé avant la prise en compte des charges financières et des impôts directs ; c'est donc un concept très éloigné de celui de bénéfice, mais dont l'avantage est justement d'éliminer le rôle de la structure financière et de la fiscalité dans l'appréciation des résultats et de mesurer la rentabilité opérationnelle des entreprises. Cet indicateur est en outre cohérent avec d'autres variables macroéconomiques tirées des comptes nationaux, telles que les salaires, la productivité, le stock de capital, etc. Il permet en outre une comparaison internationale et est disponible sur une période de temps relativement longue.

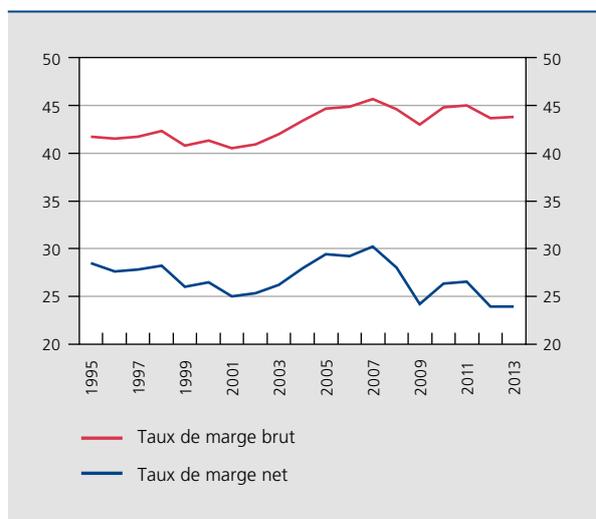
Des mesures de rentabilité complémentaires peuvent être calculées au départ des informations contenues dans les bilans et les comptes de résultats des entreprises. Ces mesures permettent d'affiner notre appréciation de la performance commerciale ou financière de la firme. Ainsi par exemple, la rentabilité nette des actifs d'exploitation, définie comme le rapport entre le résultat net d'exploitation et les actifs d'exploitation, exprime la performance commerciale de l'entreprise par rapport aux éléments directement affectés à l'exploitation. Elle permet de comparer l'efficacité du processus productif de sociétés actives dans des branches d'activité différentes, au sein desquelles l'ampleur et la structure des actifs peuvent considérablement varier. La rentabilité nette des capitaux propres (return on equity), qui divise le résultat net après impôts par les capitaux propres, constitue pour sa part la mesure ultime de la rentabilité, c'est-à-dire le rendement dont bénéficient les actionnaires après déduction de tous les frais et impôts. Calculés sur la base des données microéconomiques, ces indicateurs de rentabilité issus des bilans autorisent une analyse distincte des grandes entreprises et des PME.

Tant les indicateurs de bilan que ceux des comptes nationaux sont établis par branche d'activité. Le présent article se concentre sur les sociétés non financières, à l'exclusion de celles qui sont actives dans les services non marchands et dans l'agriculture. Lorsqu'il est question de l'ensemble des entreprises, il s'agit donc de celles de l'industrie (industrie manufacturière et énergie), des services marchands (à l'exclusion des banques) et de la construction ; ces branches représentent environ 70 % de la valeur ajoutée produite en Belgique. Les statistiques par branche d'activité sont disponibles de 1995 à 2013.

Alors qu'il avait sensiblement progressé de 2002 à 2007, passant de 40 à près de 46 %, le taux de marge brut des

GRAPHIQUE 2 TAUX DE MARGE BRUT ET NET DES SOCIÉTÉS NON FINANCIÈRES⁽¹⁾ EN BELGIQUE

(pourcentages)



Source: ICN.

(1) Par rapport au taux de marge présenté au graphique 1, qui se rapporte à l'ensemble des sociétés non financières, celui-ci se rapporte uniquement aux entreprises de l'industrie, des services marchands et de la construction.

entreprises belges avait fortement chuté en 2008 puis en 2009, revenant à 43 %. Après avoir retrouvé un peu de vigueur les deux années suivantes, le taux de marge brut s'est une nouvelle fois contracté en 2012 avant de se stabiliser à 44 % en 2013.

Un repli plus sensible du taux de marge depuis la crise est observé lorsqu'on l'envisage en termes nets. D'un point haut d'environ 30 % en 2007, le taux de marge net serait retombé à 24 % en 2013. Par rapport au concept brut, le taux de marge net est obtenu après décompte des amortissements en capital et tient donc compte de l'usure théorique de l'outil de production. Il faut souligner à cet égard que, dans les comptes nationaux, les amortissements sont estimés de manière linéaire selon la fonction de survie des actifs, sans tenir compte de leur utilisation effective, ou sans que ne soient pris en considération des éléments de nature fiscale ou comptable, qui influent souvent sur la politique d'amortissement des entreprises.

La relative inertie des amortissements en capital, alors que la croissance moyenne de l'activité et de l'excédent d'exploitation est faible, pèse sur le taux de marge net des entreprises depuis le début de la crise de 2008. Par ailleurs, on observe, depuis la seconde moitié des années 90, une augmentation régulière du taux moyen de dépréciation du stock de capital. Celle-ci est liée à la fraction croissante des actifs informatiques et numériques, qui tendent à se déprécier plus rapidement. Ces deux éléments expliquent

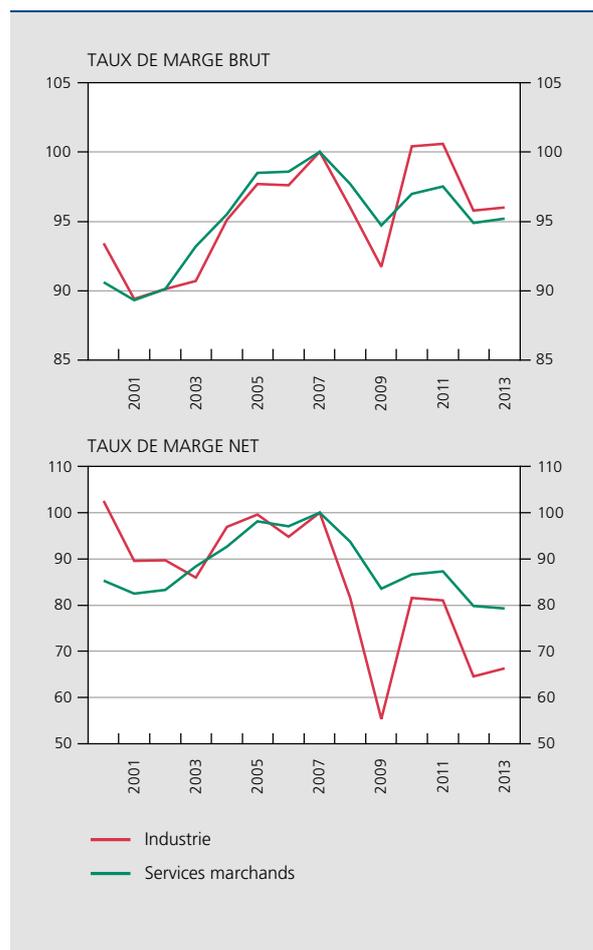
pourquoi la marge nette s'est érodée bien davantage que la marge brute depuis 2008.

La mise en parallèle des deux concepts témoigne de la difficulté de qualifier le niveau actuel de rentabilité des entreprises. Selon le concept brut, le niveau de marge actuel, certes en deçà du pic de 2007, n'est pas particulièrement bas; la réduction du taux de marge brut depuis la crise illustre plutôt une normalisation après une phase de forte expansion. Selon le concept net, en revanche, le taux de marge se situe aujourd'hui à un niveau nettement inférieur à son niveau moyen historique, la chute d'après la crise s'étant greffée sur une tendance baissière à plus long terme.

Qu'en est-il des éventuelles disparités par branche d'activité? Le graphique 3 montre l'évolution du taux de marge, brut et net, dans l'industrie et les services marchands.

GRAPHIQUE 3 TAUX DE MARGE DANS L'INDUSTRIE ET LES SERVICES MARCHANDS

(indice 2007 = 100)



Source: ICN.

De 2000 à 2007, le taux de marge brut a progressé de manière assez soutenue dans l'industrie et dans les services marchands. Quand la crise est survenue, le taux de marge a chuté de façon plus vive dans l'industrie que dans les services marchands, mais la phase de récupération qui a suivi y a aussi été plus prononcée. En termes nets, comme mentionné plus haut pour l'ensemble des sociétés non financières, la situation a été nettement moins favorable dans les deux grandes branches. C'est surtout dans l'industrie qu'un véritable décrochage du taux de marge a été enregistré; en 2013, le taux de marge net y était inférieur de plus de 30 % à son niveau d'avant la crise. Au cours de la même période, un recul d'environ 20 % a été observé dans les services marchands.

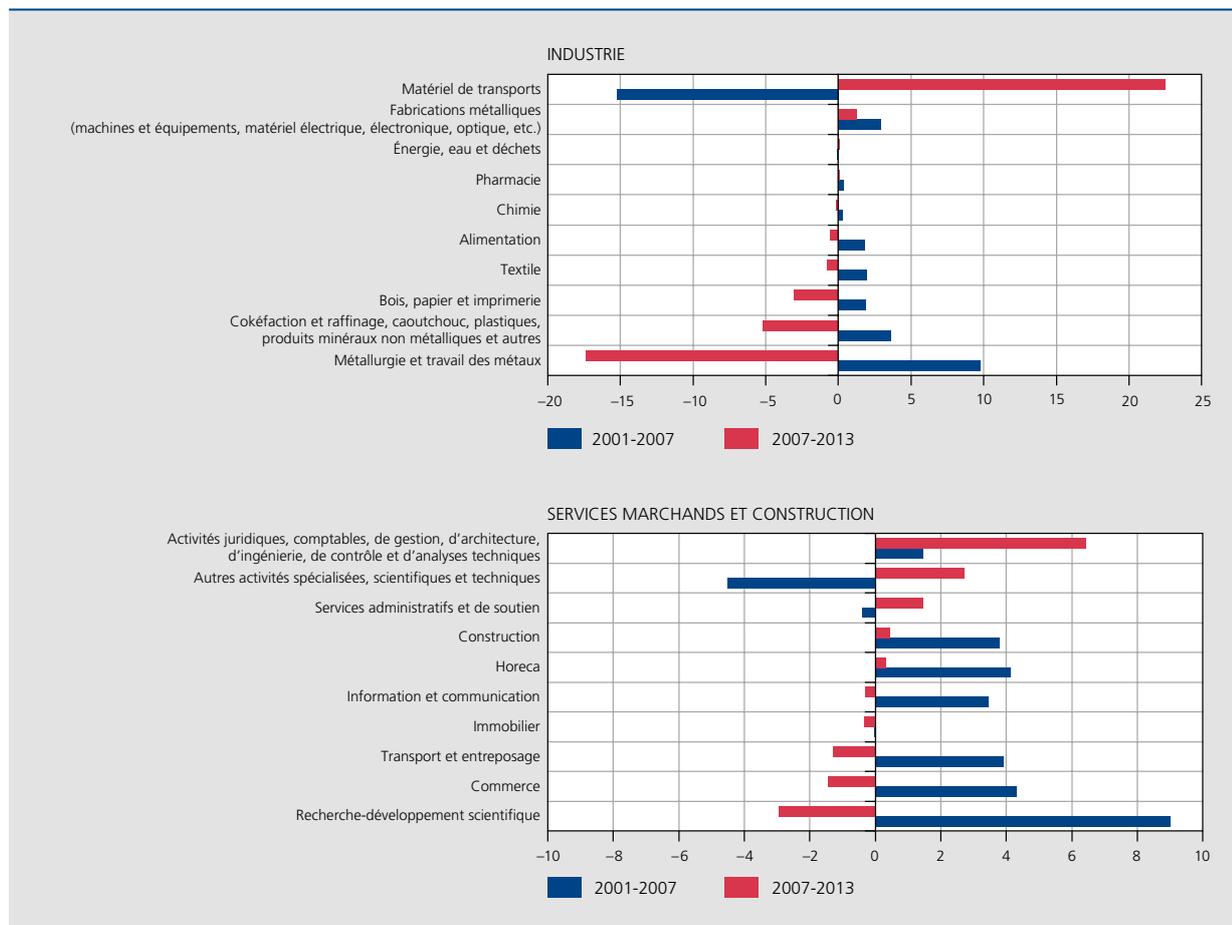
Il s'avère que toutes les sous-branches industrielles n'ont pas été logées à la même enseigne. Ainsi, c'est dans l'industrie lourde que la baisse de la rentabilité a été la plus spectaculaire: d'abord dans la métallurgie, puis dans l'industrie de cokéfaction et raffinage et de fabrication

de caoutchoucs, plastiques et produits minéraux non métalliques, et enfin dans la branche du bois et papier. Une diminution du taux de marge, d'une ampleur certes beaucoup plus limitée, a également été enregistrée dans le textile et dans l'alimentation. Par contre, le taux de marge brut est resté stable dans la chimie, dans la pharmacie et dans le secteur de l'énergie. Enfin, la marge brute des entreprises actives dans les fabrications métalliques – un secteur qui regroupe les machines et équipements, et les fabrications de matériel électrique, électronique et optique – et dans la fabrication de matériel de transports a même progressé entre 2007 et 2013. La très nette amélioration du taux de marge entre 2007 et 2013 dans cette dernière branche doit toutefois être relativisée puisqu'elle s'explique principalement par le point bas de 2007, année marquée par la fermeture d'un important constructeur automobile au nord du pays.

De manière générale, les branches industrielles qui contiennent un degré élevé d'innovation semblent avoir

GRAPHIQUE 4 ÉVOLUTION DU TAUX DE MARGE BRUT AVANT ET APRÈS LA CRISE PAR BRANCHE D'ACTIVITÉ

(taux de croissance annuel moyen sur la période, pourcentages)



Source : ICN.

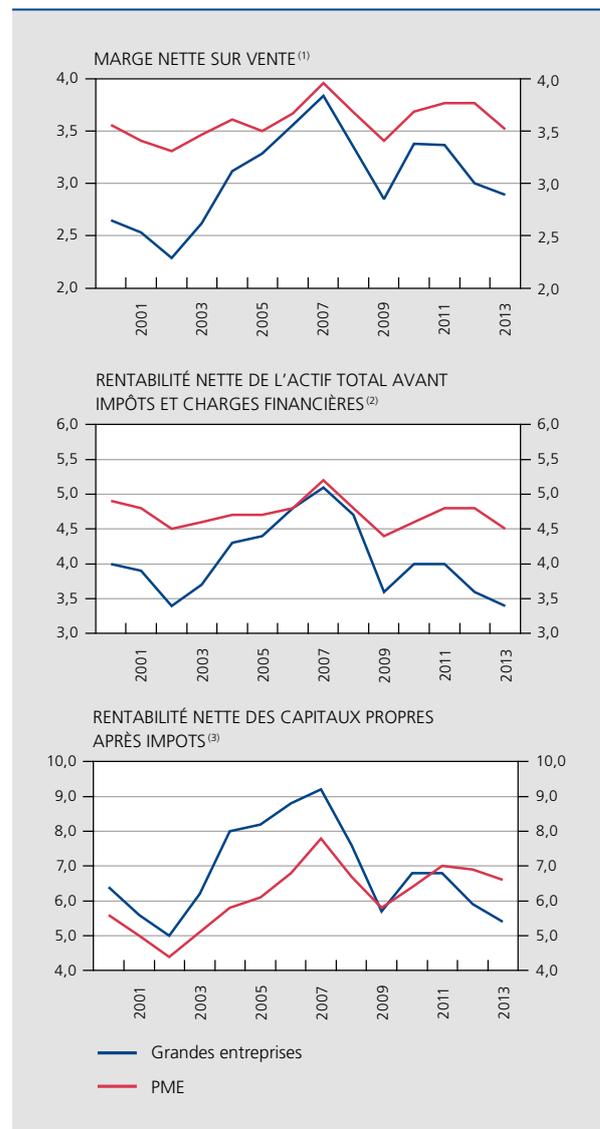
subi une moindre contraction du taux de marge que les branches industrielles plus traditionnelles. Ceci étant, les branches dont le taux de marge a le plus baissé depuis la crise sont aussi celles où il avait le plus augmenté préalablement, de 2001 à 2007, ce qui suggère une importante composante cyclique dans l'évolution du taux de marge. C'est le cas de la métallurgie et de l'industrie de cokéfaction et raffinage et de fabrication de caoutchoucs, de plastiques, et de produits minéraux non métalliques. La demande mondiale considérable pour les produits issus de ces industries, notamment en provenance des pays émergents, a certainement contribué aux résultats très favorables engrangés au cours de la période antérieure à la crise.

Les sous-branches des services marchands et la construction ont été affectées à des degrés divers par la crise entamée en 2008. C'est dans les branches de la recherche-développement scientifique, du commerce et du transport et entreposage que le taux de marge s'est le plus contracté. Cette dernière branche est intimement connectée à l'industrie; la paralysie des échanges commerciaux dès la fin 2008 et en 2009, de même que leur rétablissement seulement partiel par la suite, ont fortement grevé l'activité de cette branche. Au sein de la branche du commerce, les taux de marge du commerce de véhicules automobiles et du commerce de gros se sont réduits beaucoup plus vivement que celui du commerce de détail. Une baisse limitée du taux de marge a été observée dans l'immobilier et dans la branche d'information et communication, tandis que la rentabilité se serait même légèrement améliorée dans l'horeca et dans la construction. Pour terminer, soulignons que la branche des services aux entreprises (services administratifs, activités scientifiques et techniques, juridiques, comptables, etc.) a vu sa rentabilité rebondir assez nettement entre 2007 et 2013.

Les indicateurs de rentabilité alternatifs calculés au départ des bilans des entreprises (cf. annexe 1) confirment que les sous-branches de l'industrie les plus durement touchées depuis la crise ont été la métallurgie, la branche du bois et papier ainsi que le textile. En revanche, ils nuancent le constat selon lequel les entreprises de la construction n'auraient que peu souffert de la crise récente puisqu'ils pointent une érosion de leur rentabilité aussi importante que dans les services marchands. Les indicateurs de bilans sont probablement plus pertinents pour apprécier la situation dans la construction car ils prennent en compte les résultats des indépendants, fort nombreux dans cette branche, tandis que le taux de marge est calculé au sens strict, c'est-à-dire à l'exclusion du revenu mixte brut des indépendants.

Les indicateurs calculés sur la base des bilans des entreprises peuvent en outre être établis séparément pour les

GRAPHIQUE 5 INDICATEURS DE RENTABILITÉ DANS LES GRANDES ENTREPRISES ET DANS LES PME
(pourcentages, médiane des observations)



Source : BNB (Centrale des bilans).

(1) Défini comme le résultat net d'exploitation divisé par le chiffre d'affaires.

(2) Défini comme le résultat net avant impôts et charges financières, hors résultats exceptionnels, divisé par l'actif total.

(3) Défini comme le résultat net après impôts, hors résultats exceptionnels, divisé par les capitaux propres.

grandes entreprises et pour les PME. Trois indicateurs de rentabilité sont illustrés au graphique 5 : la marge nette sur ventes, qui mesure la performance commerciale d'une unité d'activité, indépendamment des éléments financiers, exceptionnels et fiscaux; la rentabilité nette de l'actif total, qui mesure plutôt la rentabilité économique de l'entreprise, en fonction des actifs engagés; et la rentabilité nette des capitaux propres, c'est-à-dire le rendement dont bénéficient les actionnaires après déduction de tous les frais et impôts, qui est la mesure

ultime de la rentabilité financière de l'entreprise. Les indicateurs sont représentés par la médiane des observations, qui est indépendante des valeurs extrêmes au sein des deux populations.

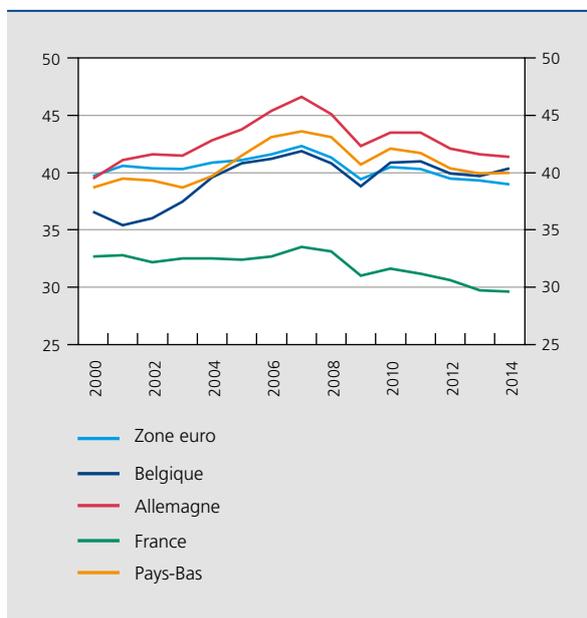
La rentabilité des grandes entreprises s'est davantage érodée que celle des PME depuis 2008, mais elle s'était plus nettement améliorée avant la crise. Ce constat vaut quel que soit l'indicateur de rentabilité retenu. Les indicateurs par branche (cf. annexe 1) montrent que, dans quasiment tous les secteurs, les grandes entreprises ont plus souffert que les PME. L'incidence négative de la taille sur l'évolution de la rentabilité depuis la crise semble au moins aussi importante que l'influence du secteur d'activité.

Divers éléments peuvent avoir contribué à un meilleur maintien du taux de marge des entreprises de plus petite taille à l'entame de la crise en 2008. Tout d'abord, les PME ont pu faire preuve d'une plus grande flexibilité en matière de gestion du personnel, et se séparer plus rapidement du personnel excédentaire face au ralentissement de la demande, alors que les grandes entreprises auraient maintenu l'emploi plus longtemps. Par ailleurs, le degré d'exposition à la conjoncture internationale varie entre les grandes entreprises et les PME, et ce, au sein même d'une branche d'activité : ainsi, dans l'horeca, les chaînes hôtelières et les sociétés de catering, plus dépendantes du marché mondial, sont typiquement des grandes structures, tandis que les PME sont davantage liées au marché domestique. Enfin, si une proportion plus élevée de PME a fait faillite dans le sillage de la crise, et est donc sortie de la population couverte par les statistiques, cela pourrait aussi y expliquer le maintien d'un taux de rentabilité « apparente » plus élevée – seules les PME les plus rentables étant recensées – tandis que la population des grandes entreprises est traditionnellement plus stable dans le temps.

Pour compléter l'analyse, il est utile de comparer l'évolution du taux de marge des sociétés belges à celle de ses homologues étrangères. Seul le taux de marge brut au sens large, calculé à l'inclusion du revenu mixte brut des indépendants, est disponible pour les comparaisons internationales, et ce jusqu'en 2014.

L'érosion du taux de marge des entreprises belges depuis la crise a été similaire à celle enregistrée en moyenne dans la zone euro et dans les trois pays voisins. À l'instar de celle des sociétés belges, la rentabilité de leurs homologues allemandes et néerlandaises s'était franchement améliorée avant la crise, mais tel n'a pas été le cas des firmes françaises, dont la rentabilité était demeurée stable au cours de cette période.

GRAPHIQUE 6 TAUX DE MARGE DES SOCIÉTÉS NON FINANCIÈRES : COMPARAISON INTERNATIONALE⁽¹⁾
(pourcentages)



Source : Eurostat.

(1) Il s'agit du taux de marge brut des sociétés non financières, y compris le revenu mixte brut des indépendants.

Le niveau actuel du taux de marge des entreprises belges est très proche de la moyenne européenne. Les entreprises allemandes décrochent la palme de la rentabilité, tandis que les entreprises françaises affichent un taux de marge systématiquement plus faible. Rappelons toutefois que des caractéristiques structurelles, telles que l'intensité capitalistique, la spécialisation sectorielle, ou encore l'importance des indépendants dans le tissu économique, peuvent varier d'un pays à l'autre et générer des écarts structurels du taux de marge entre ceux-ci.

2. Déterminants du taux de marge

Cette section passe en revue les éléments ayant pu influencer le taux de marge, au cours de la période récente, et de manière plus structurelle, depuis 1995. On y distingue les évolutions dans l'industrie de celles dans les services marchands, étant donné les dynamiques parfois contrastées au sein de ces deux grandes branches. De 1995 à 2013, le taux de marge brut a progressé, en termes cumulés, de 5 % dans l'ensemble des entreprises. Si une hausse de près de 9 % de celui-ci a été enregistrée dans l'industrie, le taux de marge n'a pratiquement pas varié dans les services marchands.

Taux de marge, intensité capitaliste et rendement du capital

Puisque le taux de marge est censé rémunérer le capital investi dans le processus de production, il est indissociable des notions d'intensité capitaliste, d'une part, et de rendement du capital, d'autre part. Le taux de marge peut en effet être réécrit en :

$$\text{Taux de marge} = \frac{\text{Excédent brut d'exploitation}}{VA} = \frac{\overbrace{K}^{\text{Intensité capitaliste}}}{VA} \times \underbrace{\frac{\text{Excédent brut d'exploitation}}{K}}_{\text{Taux de rendement du capital}}$$

où VA = valeur ajoutée brute et K = stock de capital

Le premier élément représente l'intensité capitaliste en valeur, soit le stock de capital divisé par la valeur ajoutée ; le second élément peut être qualifié de taux de rendement intrinsèque ou rentabilité du capital, soit le rendement brut que procure le stock de capital. La décomposition du taux de marge illustrée au graphique 7 est effectuée à prix courants et comprend donc des effets-prix en plus d'effets en volume. Toutes choses égales par ailleurs, le taux de marge augmente (diminue) si le taux de rendement du capital augmente (diminue) et/ou si l'intensité capitaliste augmente (diminue).

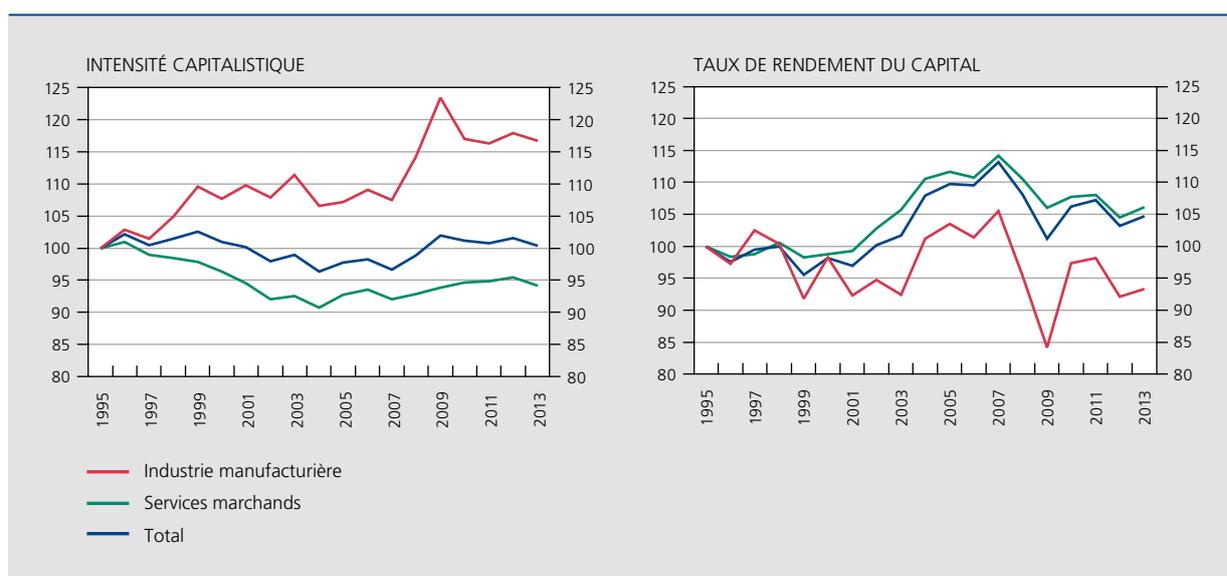
L'intensité capitaliste globale n'a que très peu varié en Belgique de 1995 à nos jours. Cette stabilité apparente

masque toutefois d'importantes disparités d'un secteur à l'autre. Dans l'industrie, l'intensité capitaliste en valeur a augmenté sensiblement et de manière quasiment constante de 1995 à nos jours, alors qu'elle a plutôt eu tendance à se réduire, fût-ce moins rapidement, dans les services marchands. En termes cumulés, l'intensité capitaliste dans l'industrie a augmenté d'un peu plus de 15 % entre 1995 et 2013, tandis qu'elle s'est réduite d'environ 5 % dans les services marchands.

Le taux de rendement du capital est demeuré globalement stable de 1995 au début des années 2000, avant de grimper sensiblement jusqu'en 2007. La crise entamée en 2008 a ensuite provoqué une chute brutale du taux de rendement du capital, suivie d'un rétablissement partiel. A l'exception du début des années 2000, où la rentabilité du capital s'est plutôt tassée dans l'industrie alors qu'elle augmentait dans les services marchands, l'évolution du taux de rendement du capital a été fort similaire dans les deux grandes branches. En termes cumulés, de 1995 à 2013, c'est toutefois un certain tassement d'environ 6 %, du taux du rendement du capital qui a été enregistré dans l'industrie tandis qu'une hausse d'amplitude comparable a été observée dans les services marchands.

Quel enseignement pouvons-nous en tirer pour l'analyse du taux de marge ? Il s'avère que les fluctuations de court terme du taux de marge sont avant tout dictées par celles du taux de rendement du capital tandis que l'intensité

GRAPHIQUE 7 DÉTERMINANTS DU TAUX DE MARGE : INTENSITÉ CAPITALISTIQUE ET TAUX DE RENDEMENT DU CAPITAL⁽¹⁾
(indice 1995 = 100)



Source : ICN.

(1) L'intensité capitaliste est définie comme le stock de capital divisé par la valeur ajoutée, tous deux exprimés en valeur. Le taux de rendement du capital est défini comme l'excédent brut d'exploitation divisé par le stock de capital, tous deux exprimés en valeur.

capitalistique, est, par essence, guidée par des mutations plus structurelles. Ainsi, depuis la crise de 2008, la baisse du taux de marge dans l'industrie et dans les services marchands reflète essentiellement celle de la rentabilité du capital, qui présente une forte composante cyclique.

Dans une perspective plus longue, c'est-à-dire en considérant les évolutions en cours depuis 1995, la réduction relative de l'intensité capitalistique dans les services marchands a été compensée par une hausse proportionnelle de la rentabilité du capital, ce qui s'est révélé neutre sur le niveau du taux de marge.

Dans l'industrie, la hausse ininterrompue de l'intensité capitalistique en valeur signifie en fait qu'il faut investir de plus en plus pour générer une même valeur ajoutée; autrement dit, la productivité moyenne du capital diminue. Le Conseil Central de l'Economie, dans son rapport technique 2015⁽¹⁾, avance plusieurs éléments d'explication à la baisse continue de la productivité du capital dans l'industrie. Premièrement, cela pourrait découler de gains de productivité de plus en plus faibles des nouveaux investissements consentis ou de marges de moins en moins élevées, par exemple en raison du renchérissement relatif des coûts intermédiaires par rapport aux prix de vente. Une autre explication est d'ordre statistique et propre à l'utilisation des comptes nationaux. En cas d'ajustements qui entraînent une baisse de l'activité, la valeur ajoutée diminue

(1) Annexes au Rapport technique 2015, Conseil Central de l'Economie, juin 2015.

mais le stock de capital reste présent dans les comptes nationaux jusqu'à ce qu'il disparaisse lorsqu'il arrive en fin de vie. La baisse de la productivité du capital découlerait alors non pas d'une baisse des gains de productivité mais du fait que le stock de capital contient du capital qui n'est plus utilisé.

Taux de marge, productivité et coût salarial

Le taux de marge peut également s'analyser en complément de la part des rémunérations des salariés et des impôts indirects nets dans la valeur ajoutée des sociétés.

$$VA = \frac{\text{Excédent brut d'exploitation}}{VA} + \frac{\text{Rémunérations des salariés}}{VA} + \frac{\text{Impôts indirects nets}}{VA}$$

$$\text{Taux de marge} = \frac{\text{Excédent brut d'exploitation}}{VA}$$

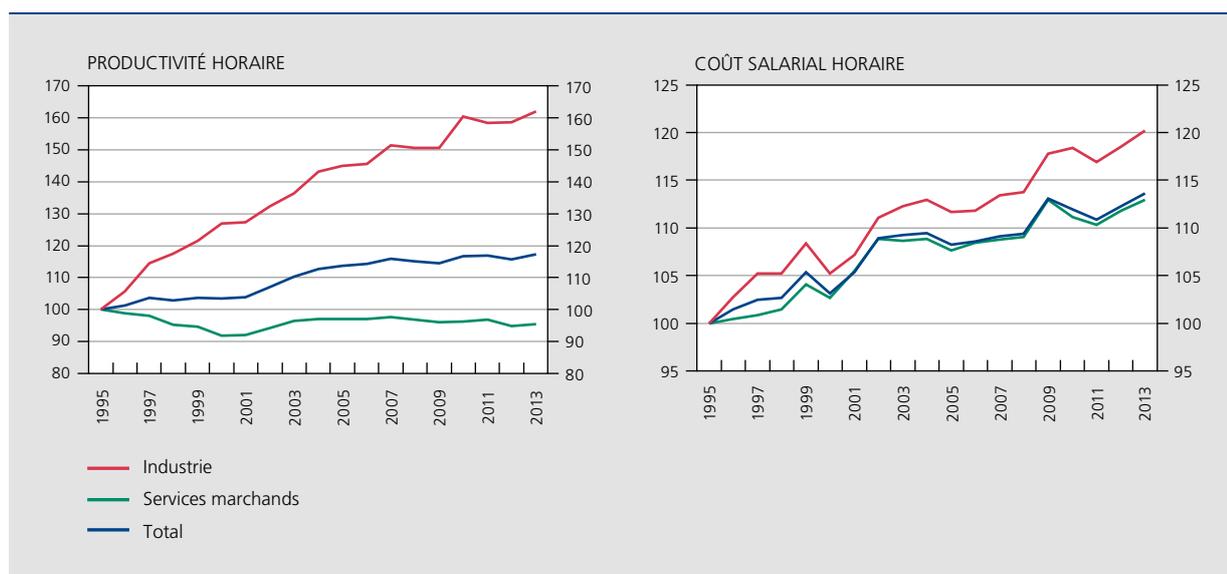
$$= 1 - \frac{\text{Rémunérations des salariés}}{VA} - \frac{\text{Impôts indirects nets}}{VA}$$

La part des rémunérations dans la valeur ajoutée peut ensuite être décomposée comme suit :

$$\frac{\text{Rémunérations}}{VA} = \frac{\text{Rémunérations}}{\text{Heures}} \times \frac{\text{Heures}}{VA}$$

$\frac{\text{Rémunérations}}{\text{Heures}}$: Coût salarial horaire
 $\frac{\text{Heures}}{VA}$: Productivité horaire (échelle inversée)

GRAPHIQUE 8 DÉTERMINANTS DU TAUX DE MARGE : PRODUCTIVITÉ ET COÛT SALARIAL⁽¹⁾
(indice 1995 = 100)



Source : ICN.

(1) La productivité horaire est définie comme la valeur ajoutée en volume divisée par le nombre d'heures ouvrées. Le coût salarial horaire est défini comme le salaire réel (déflaté par l'indice des prix à la consommation) rapporté au nombre d'heures ouvrées.

Le premier argument représente le coût salarial horaire, tandis que le second est égal à l'inverse de la productivité horaire (un raisonnement similaire pouvant bien entendu être établi par personne plutôt que par heure).

Sous l'hypothèse simplificatrice que l'influence des impôts indirects nets est marginale⁽¹⁾, le taux de marge est surtout influencé par les changements dans la productivité en volume par rapport aux salaires. Cette décomposition, illustrée au graphique 8, est effectuée à prix constants; les variables ne contiennent donc pas d'effets-prix. Le taux de marge tend à augmenter (diminuer) selon que la productivité en volume par heure/tête augmente plus (moins) vite que le salaire réel par heure/tête.

De 1995 à 2013, la productivité horaire en volume a rebondi, en termes cumulés, de près de 20 %, dans l'ensemble des sociétés non financières. Au cours de cette même période, le coût salarial horaire a crû d'un peu moins de 15 %. La productivité du travail s'est accélérée beaucoup plus vite dans l'industrie que dans l'ensemble, tandis que le salaire réel y a augmenté à peine un peu plus rapidement. Une tout autre image émane des services marchands, où la productivité a légèrement baissé en termes cumulés entre 1995 et 2013, alors que les salaires y ont grimpé au même rythme que dans l'ensemble.

Depuis la crise, la productivité a stagné dans l'ensemble de l'économie, tandis que le coût salarial a continué de progresser, quoique modérément. Les deux grandes branches ont une nouvelle fois présenté des évolutions contrastées : la croissance de la productivité a été plus faible que celle du coût salarial dans les services marchands, tandis que l'inverse a été observé dans l'industrie.

Puisque la productivité en volume a eu tendance, sur une longue période, à gonfler plus vite que le coût salarial dans l'industrie, on aurait pu s'attendre à une hausse très nette du taux de marge dans cette branche; inversement, étant donné que la productivité s'est accrue moins rapidement que le coût salarial dans les services marchands, il aurait plutôt dû en découler un repli du taux de marge. Le fait que ces tendances n'aient pas été observées tient à l'existence d'effets dits de prix relatifs.

Taux de marge, prix relatifs et concurrence

Les effets de prix relatifs découlent de ce que les entreprises d'un secteur paient des salaires, généralement indexés sur l'indice des prix à la consommation (IPC), mais

(1) Cette hypothèse n'est pas toujours vérifiée. Ainsi, de 1995 à 2013, les impôts indirects nets ont eu tendance à légèrement baisser en proportion de la valeur ajoutée en Belgique, en raison de la hausse des subventions salariales.

TABLEAU 1 EFFET « PRIX RELATIF » PAR BRANCHE D'ACTIVITÉ

(déflateur de la valeur ajoutée par branche d'activité, taux de croissance annuel moyen sur la période, pourcentages)

	1995-2013	1995-2001	2001-2007	2007-2013
Total	1,7	1,4	2,2	1,4
Services marchands	2,4	2,8	2,7	1,7
Industrie	0,0	-1,4	1,1	0,4
dont:				
Alimentation	-0,7	0,8	-1,1	-1,8
Textile	-1,4	-2,3	-2,2	0,3
Bois, papier et imprimerie	-1,0	0,3	-1,8	-1,6
Chimie	1,9	-1,2	1,6	5,2
Pharmacie	0,6	-1,8	0,6	3,0
Métallurgie et travail des métaux	-1,9	-3,3	4,2	-6,4
Fabrications métalliques (machines et équipements, matériel électrique, électronique, optique, etc.)	1,1	-2,2	1,6	4,0
Matériel de transports	-0,4	-3,8	-3,0	5,8
Cokéfaction et raffinage, caoutchouc, plastiques et produits minéraux non métalliques et autres	0,4	2,0	2,5	-3,3
Énergie, eau et déchets	1,1	-0,9	2,0	2,2

Source : ICN.

leur revenu dépend de leurs prix de vente, qui n'évoluent pas forcément parallèlement à la moyenne des prix. Pour chaque secteur i , un effet prix relatif, correspondant au rapport entre le déflateur de la valeur ajoutée du secteur en question et l'indice des prix à la consommation, peut être identifié, qui contribue lui aussi à l'évolution du taux de marge :

$$\Delta(\text{Taux de marge})_i \approx \Delta(\text{Productivité horaire})_i - \Delta(\text{Salaire horaire})_i + \Delta(\text{Prix relatifs})_i$$

$$\text{Où } (\text{Prix relatifs})_i = \frac{(\text{Déflateur VA})_i}{\text{Prix à la consommation}}$$

Les effets de prix relatifs peuvent être approchés par l'évolution des déflateurs de la valeur ajoutée dans les diverses branches d'activité (voir tableau 1). Ceux-ci illustrent la capacité relative des entreprises des différentes branches à répercuter les hausses des prix de leurs inputs dans leurs prix de vente.

Le contraste entre l'évolution des prix de vente dans l'industrie et dans les services marchands est très prononcé. Entre 1995 et 2013, la croissance des prix de vente a en moyenne été nulle dans l'industrie, alors qu'elle a atteint 2,4 % dans les services marchands. Même dans la période de crise récente, les prix de vente des services ont continué d'augmenter de façon assez soutenue. Par contre, dans l'industrie, même en période de très haute conjoncture, et donc a priori de forte demande de leurs produits, comme ce fut le cas durant la première partie des années 2000, les firmes peinent à imposer des hausses, même limitées, de leurs prix de vente. L'évolution défavorable des prix relatifs pèse donc de manière structurelle sur le taux de marge dans l'industrie.

Au sein de l'industrie, ces effets de prix relatifs sont particulièrement défavorables, depuis 1995, dans la métallurgie, le textile et le bois et papier. En ce qui concerne la période de crise récente, les effets de prix relatifs les plus négatifs ont été enregistrés dans la métallurgie, l'industrie de la cokéfaction et raffinage et de fabrication de plastiques, caoutchoucs et produits minéraux non métalliques, ainsi que dans l'alimentation et le bois et papier. Certains des produits issus de ces industries – on pense notamment au textile ou à la métallurgie de base – possèdent des caractéristiques qui rendent plus difficile l'application de prix élevés. Standardisés et facilement imitables, ces produits font l'objet d'une offre potentielle abondante. Par ailleurs, la demande pour ces produits est très élastique, les consommateurs faisant preuve d'une disposition à payer limitée envers des produits facilement interchangeables et substituables.

L'analyse du degré de concurrence fournit un éclairage supplémentaire sur les disparités entre la formation des prix de vente dans l'industrie et dans les services

marchands. Ainsi, dans un cadre de concurrence monopolistique, les entreprises qui disposent d'un pouvoir de marché peuvent demander des prix supérieurs aux coûts marginaux. Le pouvoir de marché des entreprises est donc un déterminant additionnel du taux de marge à long terme.

Les entreprises industrielles belges sont soumises à une concurrence intense et toujours plus large géographiquement. Que ce soit de la part des économies émergentes, des nouveaux états membres de l'Union européenne, ou, plus récemment, de certains pays du Sud de l'Europe ayant procédé à des dévaluations internes, cette concurrence accrue par des producteurs à moindres coûts exerce une lourde pression baissière sur les prix de vente finaux dans l'industrie.

Dans les services marchands, le pouvoir de marché est davantage lié au degré de concurrence domestique. On peut le mesurer au moyen d'un indice de concentration, qui correspond à la somme des carrés des parts de marché de chaque entreprise au sein d'une branche. Un tel indice a été calculé au départ des données de bilan des entreprises belges, sur la période 1995-2013, dans les différentes branches des services marchands. Il s'avère que le degré de concentration a baissé dans la majorité des services marchands de 1995 à 2005, traduisant une hausse de la concurrence effective. Depuis lors, le degré de concurrence se serait stabilisé, voire aurait quelque peu régressé.

Les résultats des indicateurs de réglementation des marchés de produits (« Product Market Regulation » – PMR) de l'OCDE indiquent également que l'entrée sur le secteur belge des services subit des entraves administratives et réglementaires plus importantes que ce n'est le cas en moyenne dans les pays de l'OCDE.

La concurrence imparfaite sur les marchés des services pourrait expliquer pourquoi, au cours des dernières années, les hausses des coûts salariaux – d'ailleurs plus élevées en Belgique que dans les pays voisins – ont été plus largement répercutées sur les prix des services. Des analyses récentes indiquent que ce phénomène peut avoir exercé une influence importante sur l'inflation totale en Belgique. Bien que celle-ci soit passée en dessous du niveau des pays voisins au cours des dernières années, l'inflation sous-jacente a moins baissé en Belgique, et ce principalement en raison de la croissance des prix des services. Parmi les facteurs structurels susceptibles d'y avoir contribué, on retrouve une évolution divergente de la productivité du travail, des mécanismes d'indexation qui s'appliquent à de nombreux prix de services et la concurrence relativement moins forte sur le marché des

services. Dans ce contexte, la CE et d'autres instances internationales recommandent depuis de nombreuses années à la Belgique l'adoption de réformes structurelles sur les marchés des produits.

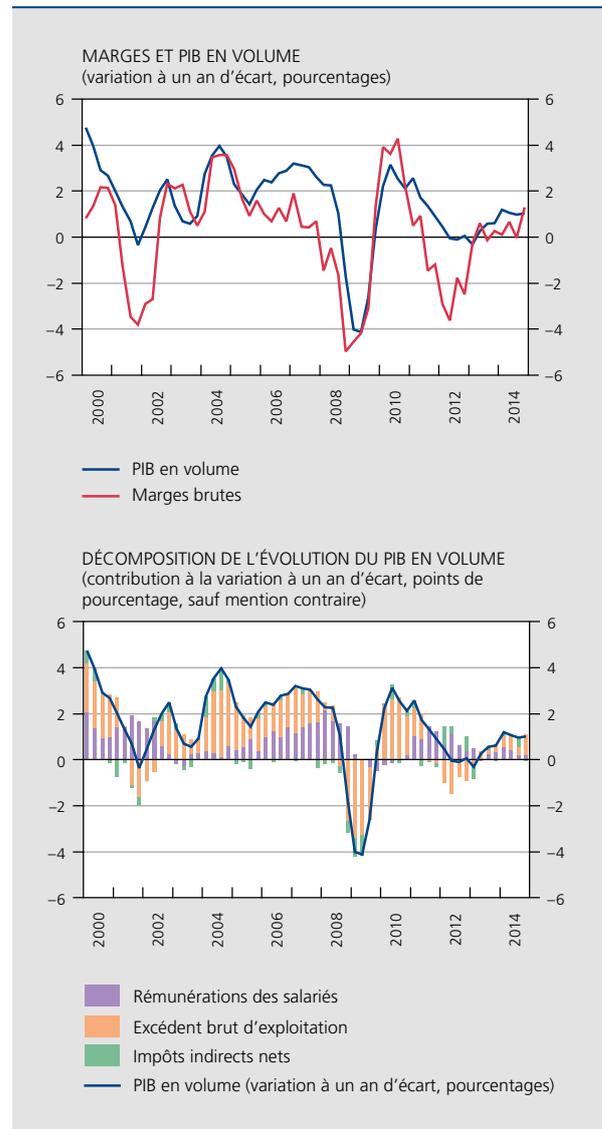
L'un des phénomènes susceptibles de stimuler la concurrence et qui pourraient donc exercer une incidence baissière structurelle sur les prix des services, en particulier dans le commerce, est le développement du commerce électronique, ou commerce en ligne. Ce type de commerce permet de comparer les prix et les produits de manière plus intensive et à plus grande échelle, particulièrement en ce qui concerne les biens et services standardisés, accroissant ainsi la concurrence pour ces produits. En outre, un marché numérique est plus facilement accessible, amenant la menace concurrentielle croissante à peser également sur les prix. Par ailleurs, l'évolution des prix pourrait être influencée à la baisse par des coûts génériquement plus faibles. En raison d'une centralisation et d'une automatisation poussées, et peut-être de coûts salariaux moins élevés, le commerce en ligne présente souvent une structure de coûts qui s'écarte de celle des canaux de vente traditionnels.

Sur la base des statistiques d'Eurostat relatives au pourcentage de personnes qui ont commandé un bien ou un service sur internet au cours de l'année écoulée, il s'avère que la Belgique accuse encore un retard sur la moyenne de la zone euro, et ce dans de nombreuses branches d'activité. La concurrence dans les branches d'activité qui vendent ces produits ou services pourrait donc encore s'accroître en Belgique à mesure que l'on recourt plus intensivement au commerce électronique. De plus, le cadre réglementaire est, lui aussi, progressivement adapté et assoupli afin de stimuler cette forme de commerce.

3. Lien entre les marges et l'évolution conjoncturelle et des prix

L'évolution des marges peut également être mise en relation avec celle de la conjoncture et des prix. S'agissant du premier point, les marges présentent en Belgique un profil clairement procyclique: le coefficient de corrélation avec le PIB en volume s'est ainsi établi à 0,72 pour la période 1995-2013. Une analyse de décomposition de la croissance du PIB en volume selon l'optique revenus, qui décompose cette croissance entre la contribution des rémunérations des salariés, de l'excédent brut d'exploitation et des impôts indirects nets, révèle de fait l'importance de la contribution de la croissance de l'excédent d'exploitation à l'évolution du PIB. La volatilité de la croissance du PIB semble essentiellement s'expliquer pour ce facteur. La contribution de la croissance de la masse salariale à

GRAPHIQUE 9 MARGES ET ÉVOLUTION DU PIB EN VOLUME EN BELGIQUE

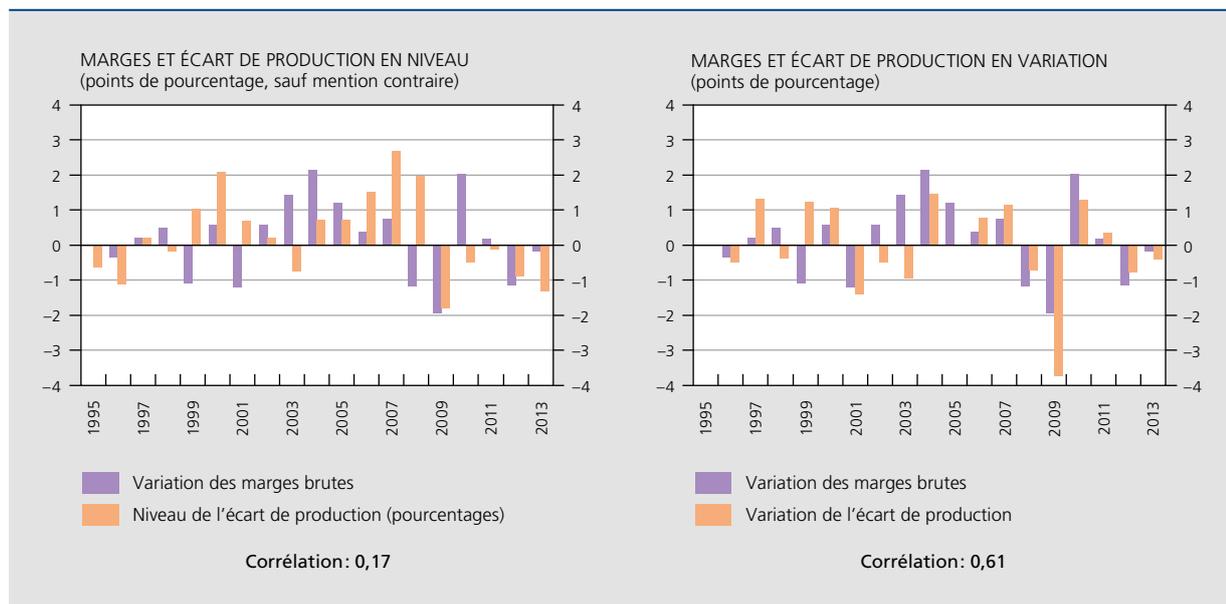


Source: ICN.

l'évolution du PIB est relativement moins élevée et, de surcroît, largement plus stable. Étant donné leur poids bien moindre dans la valeur ajoutée, les impôts indirects nets n'exercent qu'une influence limitée sur la croissance du PIB en volume.

L'évolution des marges est aussi associée régulièrement à l'écart de production, qui mesure l'écart entre le PIB effectif et le PIB potentiel d'une économie. Le lien avec les marges est établi à partir du raisonnement selon lequel les entreprises éprouvent plus de difficultés, lorsque l'écart de production est négatif, à augmenter leurs marges, étant donné les capacités de production inutilisées qui exercent continuellement une pression à la baisse sur les

GRAPHIQUE 10 MARGES ET ÉCART DE PRODUCTION



Sources : CE, ICN.

prix. Ce lien semble bel et bien exister, mais il semble plutôt ténu. Le niveau de l'écart de production n'est en fait guère corrélé avec les marges. En revanche, les variations du niveau de l'écart de production s'avèrent évoluer de façon fortement parallèle à l'évolution des marges, la corrélation pour la période 1996-2013 s'établissant à 0,61. Cette relation n'indique pas de causalité en tant que telle, mais indique que les marges augmentent surtout lorsque l'écart de production s'améliore, et inversement.

Comme indiqué précédemment, les marges tendent à augmenter rapidement en période d'embellie conjoncturelle, et stagnent ou se contractent proportionnellement lorsque la conjoncture se dégrade. Leur évolution s'avère en cela beaucoup plus volatile que celle du déflateur du PIB, qui mesure l'évolution générale des prix dans une économie.

L'évolution relativement stable des prix en Belgique au cours de la période analysée occulte un caractère fortement cyclique dans les composantes sous-jacentes. La marge par unité produite semble servir à court terme d'amortisseur pour absorber les baisses de productivité. Le recul souvent très prononcé de la productivité au début des épisodes de crise s'explique pour sa part en grande partie par le phénomène de rétention de main-d'œuvre.

La présence de rigidités, notamment au niveau des prix, qui ne s'ajustent qu'avec retard aux conditions de marché

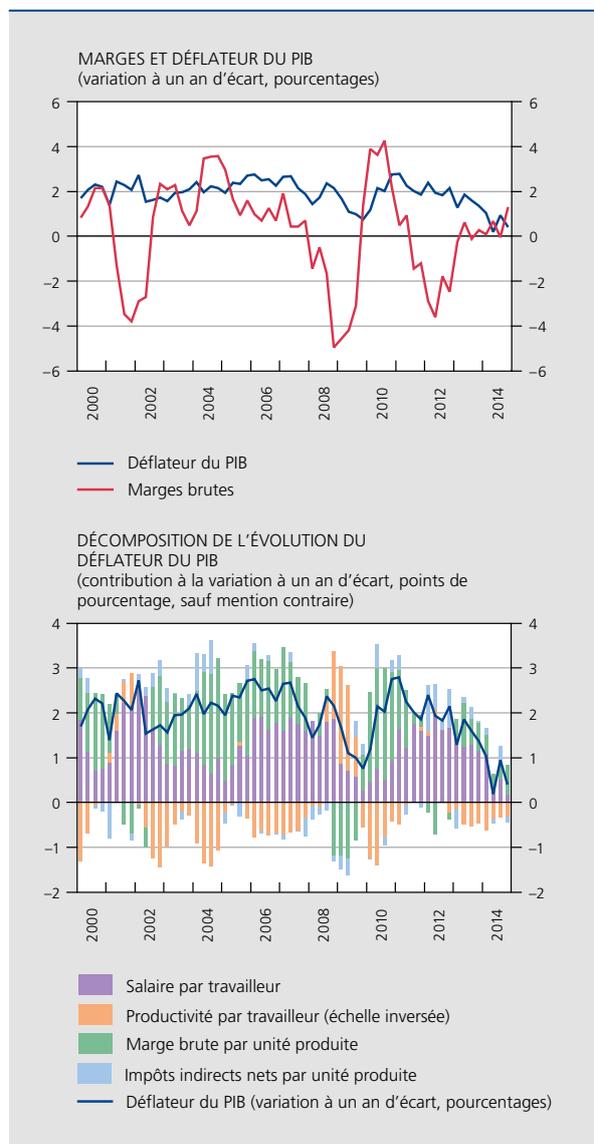
changeantes rend nécessaire le rôle d'amortisseur joué par l'évolution des marges. Par ailleurs, pratiquer des hausses de prix en période de basse conjoncture s'avère difficile, en raison de la compétition qui s'intensifie pour convaincre des consommateurs plus tentés d'épargner que de consommer. Lorsque la conjoncture se redresse, il est plus aisé de renouer avec les hausses des prix et la croissance sous-jacente des marges. L'on peut en trouver un exemple dans la période allant de la fin de 2009 à 2011. Les marges jouent donc en quelque sorte un rôle d'amortisseur face aux fluctuations des coûts salariaux par unité produite, ce qui stabilise ainsi l'évolution du déflateur du PIB.

Au cours de la période récente, l'évolution des prix a reculé nettement en deçà de la moyenne de 2 % ; l'inflation a baissé rapidement, tandis que l'augmentation des rémunérations s'est interrompue en raison notamment des diverses mesures de maîtrise des coûts salariaux. La croissance des marges enregistrée au cours des derniers trimestres a exercé une pression haussière sur les prix, qui a toutefois été compensée en grande partie par la pression à la baisse des gains de productivité. Comme évoqué plus haut, cette situation s'est inscrite dans un contexte de net recul des prix au niveau international.

Une comparaison internationale montre que l'évolution du déflateur du PIB et la contribution fournie par le taux de marge varient selon les pays de la zone euro. En dépit

de la présence de certains facteurs idiosyncratiques, des analogies apparaissent tout de même entre la Belgique et ses pays voisins – l’Allemagne, la France et les Pays-Bas, qui forment un premier groupe de pays –, et entre l’Espagne, le Portugal et l’Italie, qui forment un second groupe. En ce qui concerne le niveau du déflateur, la croissance des prix observée dans le premier groupe, qui est revenue de 2 % environ à 1 %, s’est moins affaiblie que celle du deuxième groupe, où le déflateur s’est établi en moyenne à près de 3,5 % avant la crise, contre 0,5 % environ après celle-ci.

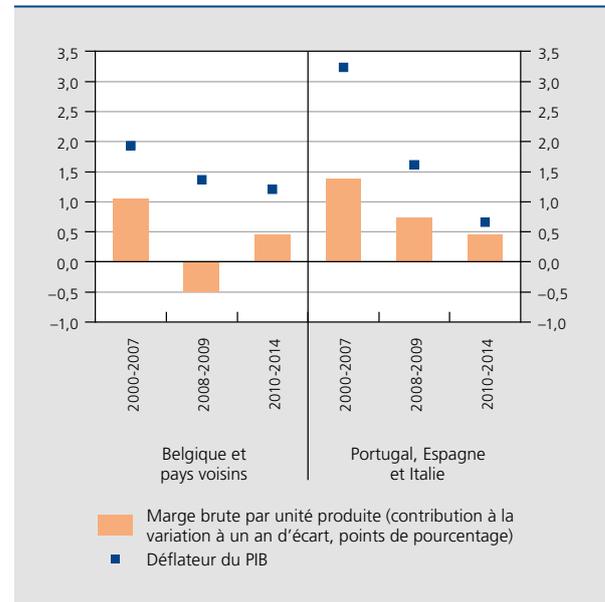
GRAPHIQUE 11 MARGES ET ÉVOLUTION DU DÉFLATEUR DU PIB EN BELGIQUE



Source : ICN.

GRAPHIQUE 12 ÉVOLUTION DES MARGES PAR UNITÉ PRODUITE ET DU DÉFLATEUR DU PIB : DISPARITÉS GÉOGRAPHIQUES

(croissance annuelle moyenne, pourcentages, sauf mention contraire)



Sources : CE, ICN.

La contribution de la marge par unité produite au déflateur varie fortement entre les deux groupes de pays au cours des années de crise. En Belgique et dans ses pays voisins, la crise de 2008-2009 a entraîné une contraction des marges – légèrement moins vive en France et aux Pays-Bas qu’en Belgique, un peu plus forte en Allemagne. Dans les pays qui forment le deuxième groupe, la marge par unité produite n’a, en moyenne sur les périodes considérées, pas cessé de progresser. Dans ce groupe, l’adaptation semble s’être produite plutôt par la voie des coûts salariaux.

Ces disparités ont pour conséquence que la part de l’excédent d’exploitation dans le PIB au sein du groupe des pays du sud s’est accrue depuis la crise, aux dépens principalement de celle de la masse salariale. En Belgique et dans ses pays voisins, c’est l’inverse : la part de l’excédent d’exploitation s’est réduite au profit de la masse salariale. L’une des explications possibles de la contribution systématiquement positive de la marge par unité produite au déflateur du PIB pourrait être que la forte hausse des coûts de financement externe dans le sillage de la crise a forcé les entreprises des pays du sud à compter davantage sur leurs propres ressources pour se financer, ce qui a contribué à maintenir la croissance des marges à un niveau élevé. Une autre possibilité est un degré moindre de concurrence sur les marchés, comme l’a suggéré l’étude récente consacrée

à la situation en Espagne (Montero et al., 2014)⁽¹⁾. De plus, la progression rapide des salaires dans les pays du sud n'a probablement pas été suffisamment compensée par les gains de productivité, ce qui a forcé le marché du travail à s'adapter brutalement à cette situation lors de l'éclatement de la crise. En Belgique et dans les pays voisins, une telle tension sur le marché du travail ne s'est manifestée que dans une bien moindre mesure, voire pas du tout.

Conclusion

Les entreprises qui affichent un niveau de rentabilité suffisant résistent mieux aux aléas de la conjoncture et sont plus enclines à investir. Or, depuis, la crise de 2008-2009, le taux de marge des entreprises belges a reculé de manière prononcée et généralisée, c'est-à-dire dans la quasi-totalité des branches d'activité. La baisse s'est révélée un peu plus marquée dans l'industrie que dans les services marchands, en particulier si on tient compte des dépenses qui seront nécessaires à l'avenir pour remplacer et moderniser l'outil de production, qui tend à se déprécier de plus en plus rapidement. La rentabilité des grandes entreprises s'est davantage érodée que celle des PME, mais elle s'était plus nettement améliorée avant la crise. Ceci étant, l'évolution du taux de marge en Belgique n'a pas différé de ce qui a pu être observé dans les pays voisins.

Ce sont surtout les facteurs cycliques qui expliquent le repli du taux de marge depuis la crise, alors que celui-ci avait sensiblement augmenté au cours de la période

l'ayant précédée. Dans l'industrie, l'évolution défavorable des prix relatifs pèse, de manière structurelle, sur le taux de marge, dans un contexte de concurrence mondiale toujours plus intense pour les produits manufacturés. La hausse régulière de la productivité du travail en volume, beaucoup plus vive que la progression des salaires réels, permet toutefois de maintenir un niveau de marge raisonnable. Moins exposées à la concurrence internationale, les firmes actives dans les services marchands pâtissent d'une croissance trop faible de leur productivité, alors que leurs coûts salariaux ont, jusqu'il y a peu, continué de grimper de façon assez soutenue. Dans cette branche, c'est essentiellement la capacité des firmes de pratiquer des prix de ventes élevés qui leur permet de conserver un taux de marge confortable. D'autres facteurs, tel le développement de l'e-commerce, peuvent aussi influencer le taux de marge dans les services.

Enfin, l'évolution des marges est étroitement corrélée avec celle de l'activité économique. Les entreprises tendent en effet à augmenter leurs marges en période de haute conjoncture et à les comprimer lorsque l'activité s'essouffle. La corrélation entre les marges et l'évolution des prix s'avère beaucoup plus ténue, les marges jouant un rôle d'amortisseur pour pallier les effets des fluctuations conjoncturelles en matière de coûts salariaux et de productivité. Les marges tempèrent en quelque sorte l'effet des chocs économiques sur l'évolution des prix. Une comparaison avec d'autres pays de la zone euro montre que ce mécanisme a également joué dans les pays voisins de la Belgique au cours de la crise, ce qui n'a pas été le cas, ou dans une bien moindre mesure, dans certains pays du sud de l'Europe.

(1) Montero, J. et A. Urtasun (2014), *Price-cost mark-ups in the Spanish economy: a microeconomic perspective*, Banco de España, Documentos de Trabajo 1407.

Annexe

ÉVOLUTION DE LA RENTABILITÉ DES ENTREPRISES BELGES DEPUIS LA CRISE SELON LES INDICATEURS DE BILAN

(taux de croissance annuel moyen sur la période 2007-2013)

	Marge nette sur ventes	Rentabilité nette de l'actif total avant impôts et charges financières	Rentabilité nette des capitaux propres après impôts
Grandes entreprises	-3,5	-6,4	-7,9
01. Alimentation	-1,5	-2,2	-0,4
02. Textile	-10,6	-9,1	-10,2
03. Bois, papier et imprimerie	-10,8	-12,4	-16,0
04. Chimie	0,3	-5,1	-5,4
05. Pharmacie	-2,7	-4,1	-6,2
06. Métallurgie et travail des métaux	-10,3	-11,8	-15,0
07. Fabrications métalliques	-4,5	-7,5	-10,8
08. Commerce des véhicules automobiles	-7,7	-8,1	-10,2
09. Commerce de gros	-5,1	-6,2	-7,8
10. Commerce de détail	-2,3	-5,6	-4,9
11. Transport et entreposage	-5,4	-6,0	-7,8
12. Horeca	-17,5	-12,3	-11,6
13. Information et communication	-2,6	-2,4	-5,0
14. Activités immobilières	-1,1	-2,2	1,0
15. Services aux entreprises	-2,0	-4,1	-7,5
16. Énergie, eau et déchets	2,0	-2,4	-2,8
17. Construction	-3,1	-7,4	-10,1
18. Autres services	-6,6	-8,1	-9,5
PME	-3,5	-2,3	-2,4
01. Alimentation	-5,8	-1,1	1,0
02. Textile	-13,6	-3,3	-2,7
03. Bois, papier et imprimerie	-10,5	-6,3	-8,9
04. Chimie	1,0	-5,3	-4,1
05. Pharmacie	-7,3	2,1	17,7
06. Métallurgie et travail des métaux	-7,0	-6,1	-7,7
07. Fabrications métalliques	-4,5	-4,1	-5,1
08. Commerce des véhicules automobiles	-6,8	-4,0	-5,1
09. Commerce de gros	-5,3	-4,2	-5,1
10. Commerce de détail	-6,3	-1,9	-2,5
11. Transport et entreposage	-4,9	-2,5	-3,1
12. Horeca	-5,2	2,2	2,7
13. Information et communication	0,8	1,9	2,5
14. Activités immobilières	-1,1	-0,7	6,4
15. Services aux entreprises	-0,2	1,1	1,8
16. Énergie, eau et déchets	0,8	-4,1	-6,4
17. Construction	-3,8	-4,3	-5,5
18. Autres services	-3,0	-1,3	-0,8
Grand total	-3,5	-4,3	-5,2

Source: BNB (Centrale des bilans).

Facteurs expliquant le ralentissement de la croissance dans les économies émergentes

K. Buysse
E. Vincent

Introduction

Au cours de la décennie écoulée, les économies émergentes ont traversé une période de croissance impressionnante. Dès lors, leur part dans le PIB mondial (exprimé en parité de pouvoir d'achat (PPA)) est passée de 32 % en 2000 à 44 % en 2014, tandis que celle des économies avancées est dans le même temps revenue de 59 à 46 %. Parallèlement, l'influence unidirectionnelle des économies avancées s'est peu à peu amenuisée, ce qui pourrait signifier que l'interdépendance entre les marchés émergents et les économies avancées est de plus en plus bidirectionnelle (Buelens, 2013). Les lourdes pertes sur les marchés boursiers des économies avancées constatées à la mi-août, sur fond de doutes quant à la solidité de l'économie chinoise, apportent une preuve supplémentaire de la nature évolutive de cette interdépendance.

Ces dernières années toutefois, la croissance observée sur les marchés émergents s'est, en moyenne, considérablement essoufflée, et elle devrait par ailleurs demeurer atone à l'avenir. Si des facteurs cycliques – en ce compris, notamment, le resserrement des conditions financières externes et la faiblesse de la demande mondiale – jouent un rôle dans ce processus, une partie du ralentissement semble refléter une diminution de la croissance potentielle, ce qui est en fait un élément de nature plus permanente. Comme les marchés émergents représentent désormais une proportion plus importante de l'économie mondiale, un tassement plus durable aura des conséquences plus graves que dans le passé. D'aucuns avancent que cela pourrait même contribuer à ouvrir une période,

baptisée « *new mediocre* », caractérisée par des taux de croissance modérés pour l'ensemble de l'économie de la planète.

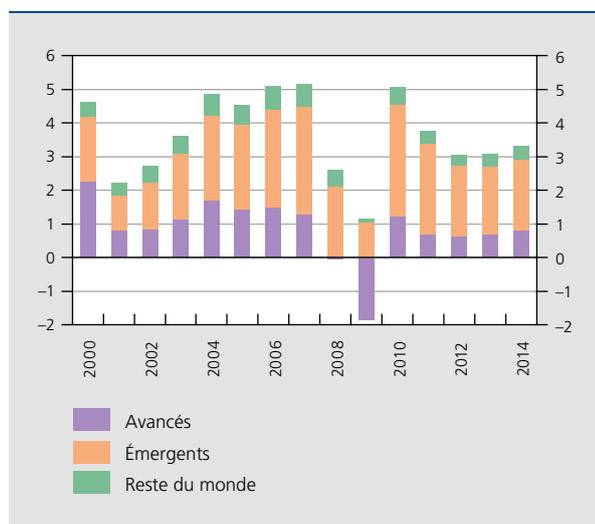
La finalité du présent article est de mettre en évidence plusieurs facteurs structurels qui peuvent expliquer à la fois le ralentissement synchronisé des marchés émergents et les prévisions de croissance plus modestes. Ces facteurs ne sont pas identiques pour toutes les régions, mais ils opèrent simultanément. Après un bref aperçu de certains faits stylisés concernant les performances passées de la croissance dans les marchés émergents et leurs retombées sur le reste du monde, l'article s'intéresse au rééquilibrage de la croissance en Chine, qui constitue la première économie des pays émergents en termes de taille et dont la croissance a été la plus rapide au cours des dernières décennies. La perte de vitesse progressive, depuis 2011, du taux de croissance exceptionnel qu'elle affichait a d'ores et déjà une incidence notable tant sur les autres marchés émergents que sur les économies avancées. Ainsi, la récente chute des prix des matières premières, abordée dans la troisième partie, trouve son origine dans les développements en Chine, devenue l'un des plus gros consommateurs mondiaux de métaux et de pétrole. La quatrième partie examine les répercussions du gonflement excessif de l'endettement du secteur privé en Europe centrale et orientale à l'approche de la crise. Nonobstant les spécificités de la phase d'expansion et de récession du cycle du crédit dans cette région, les économies de marché émergentes d'autres régions pourraient à l'avenir être confrontées à des défis analogues étant donné que le niveau de leur dette a continué

de grimper pendant les dernières années. La cinquième partie est consacrée aux tendances des chaînes de valeur mondiales, dont l’allongement semble avoir pris fin, contribuant ainsi à une décélération de la progression du commerce par rapport à celle du PIB. L’article se poursuit par une analyse de deux facteurs susceptibles de jouer un plus grand rôle à moyen terme, à savoir le piège au revenu intermédiaire – une période prolongée de faible croissance succédant à une période de forte croissance, attribuable en grande partie à un relâchement de la hausse de la productivité – et la disparition graduelle du dividende démographique dans certains pays émergents. L’article se clôt sur les conclusions qui peuvent être tirées.

1. Quelques faits stylisés

En raison de leurs taux de croissance substantiels au cours de la dernière décennie, les marchés émergents ont vu leur part dans l’économie mondiale gonfler de plus de 10 points de pourcentage depuis l’an 2000. Durant de nombreuses années, ces marchés ont par ailleurs apporté la plus large contribution à la croissance mondiale (cf. graphique 1). Au plus fort de leur impressionnante trajectoire de croissance, en 2007 et en 2010, les marchés émergents ont affiché une contribution à la croissance mondiale de quelque 3,3 points de pourcentage, soit 2 points de pourcentage au-delà de celle des économies avancées. Les surperformances des marchés émergents par rapport aux économies avancées ont été particulièrement remarquables dans le sillage de la crise. Le

GRAPHIQUE 1 CONTRIBUTION DES ÉCONOMIES ÉMERGENTES À LA CROISSANCE MONDIALE
(points de pourcentage)



Source : FMI.

gouvernement chinois a mis en œuvre un programme de relance budgétaire et monétaire d’une ampleur sans précédent, ce qui a d’ailleurs fait grimper les prix des matières premières. Combiné à des politiques macroéconomiques accommodantes dans de nombreuses autres économies émergentes et à des liquidités abondantes à l’échelle planétaire, ce facteur a occasionné un redressement spectaculaire de la croissance dans les pays émergents. Leur sursaut rapide au lendemain de la crise financière mondiale a induit l’impression par trop optimiste que les marchés émergents étaient en train de se « découpler⁽¹⁾ » des économies avancées.

Depuis 2011, cependant, l’activité sur les marchés émergents s’est peu à peu ralentie. Le tournant semble avoir été la décision du gouvernement chinois d’alléger son programme de relance au vu des signes de vulnérabilités naissantes qui se manifestaient à un moment où la demande au sein des économies avancées ne s’était pas encore rétablie. Ainsi, contrairement à ce qui avait été le cas lors des épisodes précédents, cet essoufflement ne semble pas avoir été déclenché par un ou plusieurs événements de crise spécifiques, comme pendant la crise asiatique en 1998, la crise « dotcom » en 2001, ou encore la crise financière mondiale en 2007. En outre, le ralentissement actuel se caractérise par sa progressivité et par son haut degré de synchronie, frappant à peu près tous les marchés émergents simultanément (cf. graphique 2). Comme, outre des éléments plus cycliques, des facteurs structurels jouent également un rôle, la croissance devrait rester plus modérée à moyen terme. Ces perspectives sont associées à des révisions à la baisse des estimations de croissance potentielle. Ainsi, le FMI (2015d) a estimé que la croissance potentielle dans les six principaux pays émergents (Brésil, Chine, Inde, Russie, Turquie et Mexique) était en moyenne revenue de 7,5 % en 2006-2007 à 5,5 % en 2013-2014.

Compte tenu de la part grandissante des marchés émergents au sein de l’économie mondiale au cours de la dernière décennie, un essoufflement persistant de la croissance sur ces marchés émergents pourrait avoir de lourdes conséquences pour le reste du monde. Si le ralentissement de la croissance s’avérait circonscrit à quelques marchés émergents plus vulnérables, l’incidence sur la croissance mondiale resterait probablement contenue, alors qu’un tassement plus généralisé, du type de celui que nous observons actuellement, devrait avoir un impact plus substantiel.

(1) Cf. par exemple FMI (2012) « Résilience des pays émergents et des pays en développement : une tendance durable? », *Perspectives de l’économie mondiale*, chapitre 4 et Asian Developing Bank (2007), « Uncoupling Asia: Myth and reality », *Asian Development Outlook*.

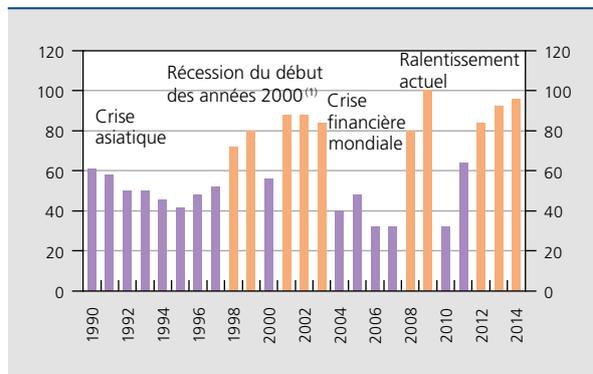
Tant le FMI que l'OCDE ont examiné l'effet qu'aurait sur les pays avancés un repli donné dans les économies émergentes. Selon une analyse du FMI réalisée en 2014, un choc de croissance de 1 % dans les marchés émergents comprimerait la croissance des économies avancées de 0,2 point de pourcentage sur un an. Une étude menée par l'OCDE (2014) a posé le constat selon lequel chaque ralentissement de la croissance hors OCDE de 2 points de pourcentage influencerait défavorablement la croissance dans les pays à revenu élevé (constitués d'une sélection de pays de l'OCDE) d'environ 2/3 de point de pourcentage en moyenne.

L'évolution de la Chine, l'un des principaux moteurs de croissance parmi les marchés émergents durant la dernière décennie, a une incidence particulièrement significative sur les économies, tant émergentes qu'avancées. Les effets du rééquilibrage de l'économie chinoise vers une croissance plus lente mais plus durable se font en effet d'ores et déjà sentir, avec des répercussions néfastes sur la croissance de ses principaux partenaires commerciaux et sur les marchés des matières premières.

Un ralentissement sur les marchés émergents est appelé à peser sur d'autres économies par différents canaux. L'intégration du commerce mondial s'est approfondie et constitue ainsi un premier canal par lequel passent des retombées importantes. La faiblesse actuelle du commerce mondial est dans une large mesure le résultat de l'essoufflement observé sur les marchés émergents, et notamment du recul de la demande en provenance de la Chine. Une analyse réalisée par l'OCDE montre que, pour

GRAPHIQUE 2 RALENTISSEMENT SYNCHRONISÉ DANS LES ÉCONOMIES ÉMERGENTES

(pourcentage des économies émergentes enregistrant un ralentissement de la croissance du PIB réel)



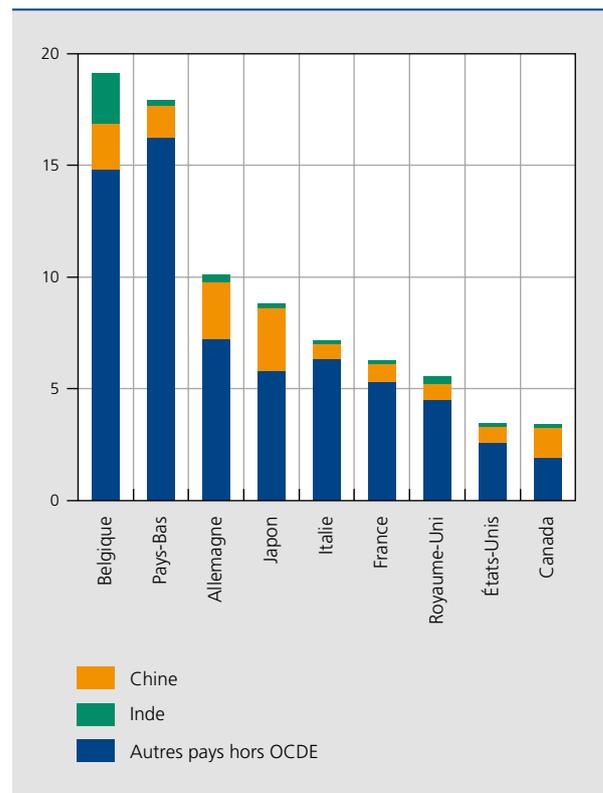
Source : IMF Spillover report (2014).

Les colonnes orange indiquent que plus de 70 % des pays de l'échantillon ont vu leur croissance ralentir.

(1) Comprend la bulle « dotcom », les attentats du 11 septembre, et les crises en Argentine, au Brésil et en Turquie.

GRAPHIQUE 3 EXPOSITION COMMERCIALE D'UNE SÉLECTION DE PAYS DE L'OCDE AUX PAYS HORS OCDE

(exportations brutes en pourcentage du PIB, 2013)



Source : OCDE.

la plupart des pays à revenu élevé, les exportations brutes vers les marchés émergents individuels représentent moins de 2 % du PIB. Cependant, les exportations brutes vers l'ensemble des économies hors OCDE équivalent à presque 20 % du PIB pour certains pays à revenu élevé ouverts tels que la Belgique ou les Pays-Bas, et 7 à 10 % pour des fabricants-exportateurs comme l'Allemagne, l'Italie ou le Japon.

Par ailleurs, les marchés émergents, désormais de loin les plus gros consommateurs de matières premières, peuvent exercer une influence significative sur les prix des produits de base. L'essoufflement observé actuellement sur les marchés émergents sous-tend partiellement la forte baisse des prix des matières premières observée depuis la mi-2014, avec des répercussions différentes sur les importateurs et sur les exportateurs. En outre, l'importance du canal financier reste limitée, bien que, par le jeu des effets de confiance, les turbulences financières sur les marchés émergents puissent également renforcer l'aversion au risque des investisseurs et, partant, comprimer les prix des actifs dans les pays à revenu élevé.

2. Rééquilibrage en Chine

Depuis 2011, la croissance chinoise s'est infléchi. La présente partie examine les facteurs à l'origine de ce repli ainsi que leurs retombées sur d'autres économies.

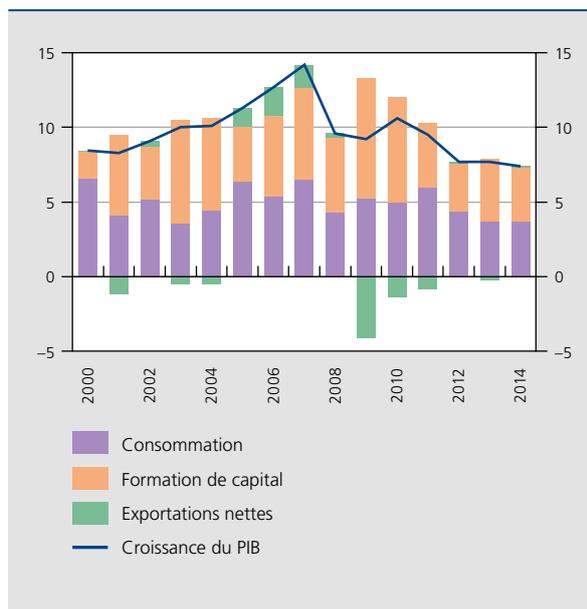
L'impressionnant développement économique de la Chine au cours des trois dernières décennies en a fait la deuxième économie mondiale, juste derrière les États-Unis. C'est en s'appuyant sur les exportations et les investissements dans l'industrie que le pays a stimulé sa croissance, qui s'est, jusqu'à récemment, établie aux alentours de 10 % par an pendant près de 30 ans. Cependant, les doutes quant à la soutenabilité de ce modèle de croissance reposant sur la production et sur les exportations se sont accentués au fil du temps, à mesure que l'aggravation des déséquilibres économiques montrait les limites de cette stratégie de croissance, au rang desquelles figurent, notamment, la part très élevée dans le PIB d'investissements de plus en plus inefficaces, au détriment de la consommation, le recours à des entreprises d'État face à un secteur privé étriqué, le relatif sous-développement du secteur des services (en particulier en matière de soins de santé et de services sociaux, financiers et aux entreprises), le contrôle rapproché exercé sur le secteur financier, l'inégalité grandissante des revenus, la structure économique énergivore et la pression toujours plus vive sur les ressources naturelles.

En dépit d'un regain d'incertitudes, la Chine a maintenu une stratégie axée sur les investissements, qu'elle a même renforcée par une politique d'expansion budgétaire et monétaire massive à l'issue de la crise financière mondiale, afin d'éviter une brutale décélération de la croissance sur fond d'effondrement des marchés à l'exportation. Ces mesures de relance ont été mises en œuvre par l'intermédiaire des gouvernements locaux et d'un secteur bancaire essentiellement détenu par l'État, induisant une expansion rapide des investissements, principalement dans les infrastructures et l'immobilier, sous l'effet d'une forte progression du crédit. Le programme a été revu au fil des années, en raison de ses effets indésirables (bulle sur le marché de l'immobilier, alourdissement de l'endettement des pouvoirs publics locaux et des entreprises et émergence soudaine d'un secteur bancaire parallèle très majoritairement incontrôlé), qui ont exacerbé les déséquilibres et les vulnérabilités associés au modèle de croissance précédent.

À la suite de ces développements, un consensus s'est dégagé entre les principaux responsables gouvernementaux chinois et les organisations internationales sur la nécessité

(1) Le troisième plénum est la troisième session plénière du Comité central du parti communiste chinois, organisée selon un cycle quinquennal correspondant au mandat des membres du Comité central. Cette réunion est importante puisque les dirigeants y présentent leur programme de réformes politiques et économiques pour les cinq années à venir.

GRAPHIQUE 4 DÉCOMPOSITION DE LA CROISSANCE DU PIB
(points de pourcentage, sauf mention contraire)



Source : CEIC.

d'évoluer vers une croissance plus modérée mais plus équilibrée. S'attendant à cet objectif, la Chine a entrepris une réforme exhaustive qu'elle avait présentée lors de la troisième session plénière⁽¹⁾ et qui ambitionnait de mettre en place un nouveau modèle de croissance, en vertu duquel les secteurs des services, les entreprises innovantes, le développement des infrastructures et l'économie verte constitueront les principaux moteurs de la croissance. L'indispensable réaffectation des ressources qui en découlera s'opérera en s'appuyant davantage sur les marchés, y compris en attribuant un rôle plus important aux acteurs économiques dans la détermination des prix, l'élimination des obstacles à la pénétration de nombreux secteurs et l'établissement de conditions de concurrence égales pour les opérateurs non étatiques. Une attention soutenue sera par ailleurs accordée à l'amélioration de la sécurité sociale afin de stimuler la consommation et de conserver la paix sociale.

Le bilan des progrès réalisés en matière de rééquilibrage de l'économie s'établit à ce stade en demi-teintes. L'économie est en perte de vitesse depuis 2011, en raison, principalement, du recul du taux de croissance des investissements, tandis que la consommation parvient au mieux à se maintenir. Quelque 80 % de l'ensemble des investissements proviennent de trois grands secteurs : l'immobilier (un quart), les infrastructures (un quart) et le secteur manufacturier (un tiers). Chacun de ces secteurs

présente des signes de ralentissement, sous l'effet des mesures prises par les pouvoirs publics pour lutter contre les vulnérabilités, à savoir la capacité excédentaire dans plusieurs secteurs de production (en particulier l'industrie lourde) ainsi que dans certains segments du marché du logement. Cela dit, la poursuite du processus d'urbanisation de la Chine assurera au pays une demande soutenue en investissements en logements et en infrastructures.

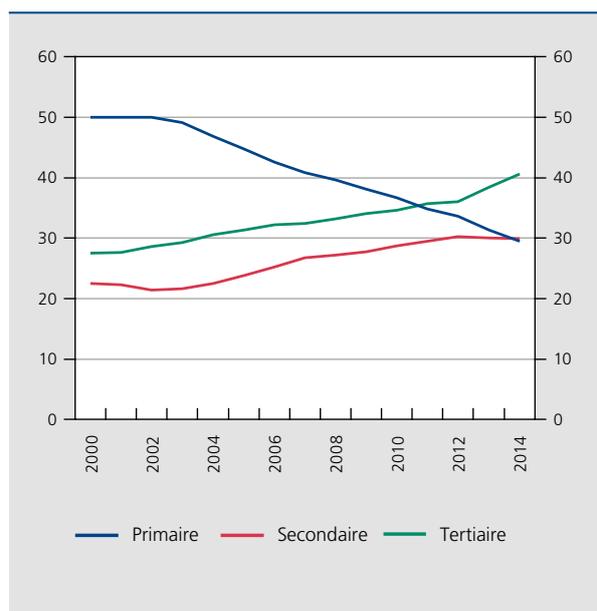
Comme le montre une comparaison avec d'autres marchés émergents, la demande en Chine est très clairement orientée vers les investissements, au détriment de la consommation privée. La part des investissements dans le PIB s'élevait en Chine en moyenne à 45 % entre 2008 et 2014, contre un peu plus de 30 % en Inde et en Indonésie et des valeurs beaucoup plus faibles, autour de 20 %, dans les autres principales économies émergentes. Toutefois, le chiffre pour la Chine est quelque peu biaisé, dans la mesure où c'est le seul pays où la part des investissements a augmenté au cours de la période considérée en raison de la réaction précitée du gouvernement à la crise financière mondiale. La part de la consommation privée dans le PIB n'a atteint que 36 % en moyenne en Chine durant cette même période, contre 50 % ou plus dans les autres économies émergentes. L'une des explications en est le fort taux d'épargne des ménages chinois, qui est demeuré aux alentours de 25 % au cours de cette période, reflétant les manquements du filet de sécurité sociale ainsi que le dividende démographique (cf. partie 7). Un autre

facteur qui explique la faiblesse de la consommation dans le PIB est la maigre part des revenus des ménages dans le revenu national. La rigueur des contrôles de capitaux canalise une grande partie de l'épargne des ménages vers les investissements. Des mesures qui ont été prises pour stimuler la consommation, en augmentant les salaires minimums et en poursuivant l'expansion du filet de sécurité sociale, ont eu des effets, quoique progressifs seulement, sur la consommation.

Un autre indicateur de rééquilibrage est l'évolution de la part de l'emploi dans les secteurs primaire, secondaire et tertiaire. Conformément aux attentes, le poids de l'agriculture dans l'emploi a diminué de façon constante, ce qui a bénéficié à la fois aux industries manufacturières et au secteur des services. Cependant, l'emploi dans les services, d'environ 40 % en 2014, est peu élevé si on établit une comparaison à l'échelle internationale, puisqu'on enregistre des chiffres de 50 % et plus dans de nombreux pays émergents et de 75 % au moins dans les économies avancées. L'un des facteurs qui ont longtemps freiné l'expansion du secteur des services a été le taux de change sous-évalué du renminbi (Dorrucci et al., 2013), caractéristique qui renforce la spécialisation du pays dans les industries à faible technologie employant de la main-d'œuvre bon marché et qui contribue par conséquent aussi à la modeste part des revenus des ménages dans le revenu national et à la faiblesse de la consommation qui en découle. Toutefois, la forte appréciation du taux de change effectif réel du renminbi ces dernières années a conduit le FMI à conclure dans son dernier article IV que cette monnaie n'était plus sous-évaluée. Dans le même temps, on observe également un changement dans la structure des exportations en faveur d'exportations de produits plus élaborés et d'emplois mieux rémunérés. Parmi d'autres facteurs qui entravent le développement du secteur des services figurent les barrières à l'entrée et l'atonie précitée de la consommation. La part actuelle de l'emploi dans le secteur primaire, qui est de 30 %, donne à penser qu'il reste de la marge pour transférer de la main-d'œuvre rurale vers des secteurs de services à productivité plus élevée.

La réussite du rééquilibrage de l'économie chinoise est considérée comme un élément important pour préserver la robustesse de la productivité à moyen terme. Le transfert des réserves résiduelles de main-d'œuvre de l'agriculture vers les services, et des exportations à faible contenu technologique vers les exportations à valeur ajoutée supérieure, contribuera à soutenir la hausse de la productivité. Ces changements doivent s'accompagner d'une poursuite de la transition de l'économie d'État vers une économie de marché et vers la libéralisation des marchés financiers, deux facteurs qui devraient encourager une répartition

GRAPHIQUE 5 PART DE L'EMPLOI PAR SECTEUR
(pourcentage de l'emploi total)



Source : CEIC.

plus efficace des ressources. Dans un scénario sans rééquilibrage, la croissance de la productivité risque de s'enliser dans une mauvaise allocation des ressources, tandis que le taux d'investissement élevé générera de moins en moins d'incitants à la croissance. Cela induira par ailleurs le développement persistant de vulnérabilités, ce qui augmentera le risque d'un atterrissage brutal. Le très haut niveau du ratio des investissements en Chine implique toutefois que le rééquilibrage vers une activité tirée par la consommation s'accompagnera d'une réduction de la croissance, en particulier à court terme, étant donné que le redressement de la consommation sera plus progressif. Pour relancer la consommation, il faut étendre le filet de sécurité sociale, mettre fin aux pratiques discriminatoires à l'encontre des travailleurs chinois issus de migrations intra-provinciales (qui représentent un tiers de l'emploi total) et accélérer la progression des salaires nominaux.

Bien au-delà de sa contribution directe à la croissance mondiale, le ralentissement de l'économie chinoise induit par le recul des investissements n'est pas dénué de conséquences pour l'économie mondiale. En particulier, la réduction des investissements dans les industries lourdes et la construction a contribué à mettre fin au « super-cycle » des matières premières, auquel est consacré la partie suivante. La Chine s'arroge actuellement plus de 60 % des importations mondiales de manganèse, d'aluminium et de minerai de fer (OECD, 2015), bien que la demande de minerai de fer soit quelque peu soutenue par de nouveaux projets de construction de voies ferrées. Sa part dans les importations de cuivre s'établit à 40 %. Des ajustements à la baisse dans les industries lourdes pèsent également sur la demande d'énergie (pétrole et charbon), ces industries rassemblant généralement des activités à très haute intensité énergétique. Sans surprise, les expositions les plus fortes à la Chine par le canal des exportations se retrouvent parmi les exportateurs de matières premières, notamment la Nouvelle-Zélande, l'Australie, le Brésil, le Chili, le Pérou, l'Afrique du Sud et l'Indonésie. Mais une série de pays asiatiques comme le Viêt-nam, la Thaïlande, Taïwan et la Corée sont également très exposés en raison de leurs exportations de produits finis vers la Chine.

3. Fin de l'expansion des marchés de matières premières

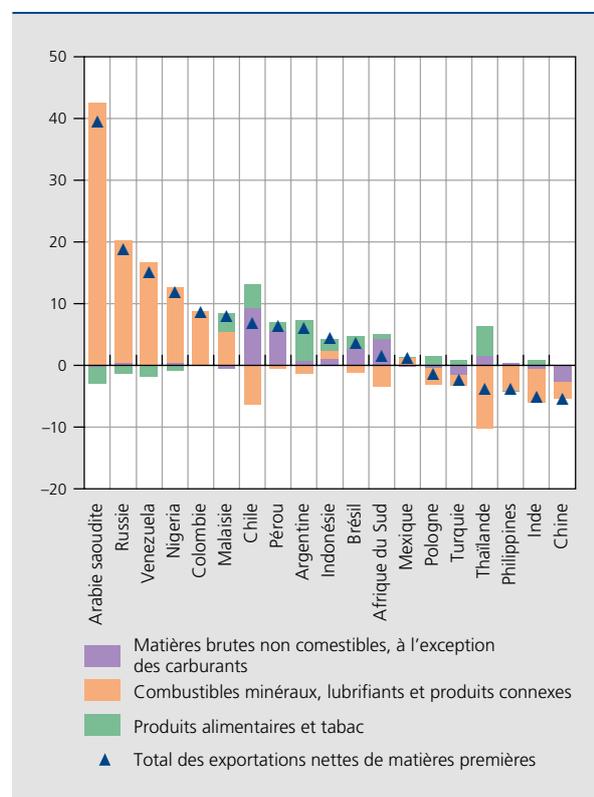
La dégringolade des prix des matières premières qui a débuté au second semestre de l'année dernière sur fond de ralentissement de l'économie chinoise constitue un aspect essentiel du contexte économique de nombreux marchés émergents. Si la faiblesse des prix des matières premières dope l'économie des pays qui en importent, les prévisions de croissance pour ceux qui en exportent ont

par contre été révisées à la baisse. Plus spécialement, les prévisions de croissance du FMI pour 2015 concernant les marchés émergents fortement tributaires des exportations de matières premières (cf. les pays figurant dans le graphique 6) ont été rabaissées de 1,7 point de pourcentage en moyenne entre octobre 2014 et avril 2015. Bien que des contractions significatives des prix des matières premières alimentaires et industrielles aient également été observées, ce sont les cours du pétrole qui ont affiché les mouvements les plus notables, enregistrant des glissements de plus de 55 % depuis juillet 2014. Les prix des matières premières alimentaires et industrielles ont diminué d'environ 25 % au cours de la même période. Le reste de la présente partie se concentre sur les effets de la chute des cours du pétrole.

L'effondrement des cours du pétrole pèse de manière directe sur la croissance des pays exportateurs de pétrole, confrontés à une détérioration des termes de l'échange. Le graphique 6 illustre le fait que les exportations de pétrole de nombreux pays émergents représentent une part importante de leur PIB. La situation budgétaire des pays dont les

GRAPHIQUE 6 EXPORTATIONS NETTES DE MATIÈRES PREMIÈRES DANS UNE SÉLECTION DE MARCHÉS ÉMERGENTS

(part des exportations nettes dans le PIB de 2014, en pourcentage)



Sources : UN Comtrade, FMI.

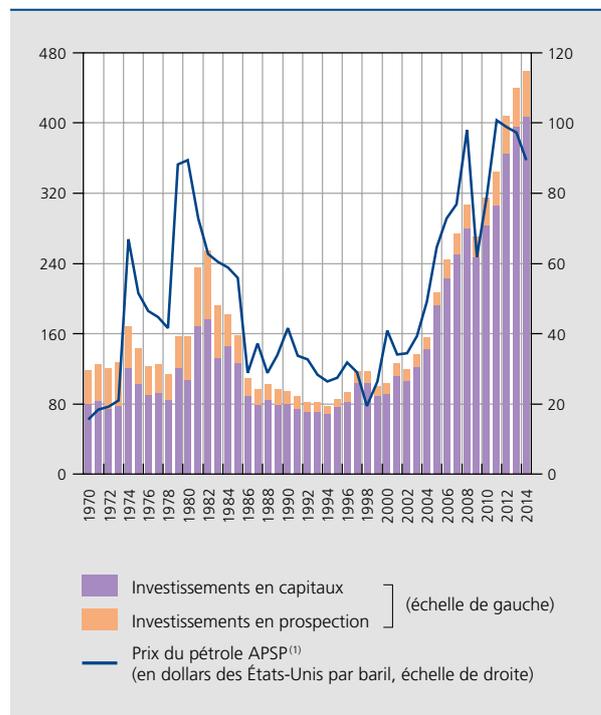
recettes des exportations de pétrole reviennent presque entièrement au gouvernement, comme c'est le cas par exemple au Moyen-Orient, en pâtit elle aussi. L'effritement des revenus des exportations et des recettes fiscales comprime à son tour les investissements dans ce secteur. Les importateurs nets de pétrole, en revanche, voient les termes de l'échange évoluer en leur faveur. La mesure dans laquelle les cours du pétrole profitent aux ménages et aux entreprises de ces pays dépend toutefois de l'étendue de la répercussion sur les prix. Dans de nombreux pays émergents, les contrôles administratifs relatifs aux prix de l'énergie ont en réalité pour effet de limiter la transmission aux utilisateurs finaux, et donc de réduire les effets positifs sur la demande. Dans la mesure où le repli des cours du pétrole se propage effectivement aux prix pratiqués sur les marchés nationaux, les ménages vont enregistrer une hausse de leur revenu disponible, tandis que les entreprises vont voir leurs coûts reculer, avec des conséquences bénéfiques pour leurs profits et leurs investissements.

Tant l'offre que la demande ont joué un rôle dans la chute des cours du pétrole. La demande mondiale de pétrole a diminué de manière significative à la suite d'une contraction de la demande émanant des grandes économies émergentes. En revanche, l'offre s'est élargie de façon constante ces dernières années, sous l'effet d'une production de pétrole non conventionnel en hausse aux États-Unis, de la décision de l'OPEP, en novembre 2014, de s'abstenir d'ajuster en conséquence sa production à la baisse et de la reprise plus rapide que prévu de la production de pétrole dans des pays comme l'Irak et la Libye.

Bien que les perspectives concernant le pétrole et d'autres matières premières soient intrinsèquement très incertaines, une part substantielle de la récente plongée des prix contient probablement une forte composante persistante. D'une part, si, dans de nombreuses régions du monde, la demande est appelée à se redresser parallèlement à la reprise de l'activité économique mondiale, la faiblesse récemment observée sur les marchés émergents pèse sur la demande de matières premières et est susceptible de perdurer. Le rebond sans précédent des prix des produits de base enregistré dans les années 2000 était en réalité en grande partie dû à une augmentation substantielle de la demande des marchés émergents à croissance rapide, et en particulier de la Chine. D'autre part, bien que le ralentissement des investissements dans le secteur pétrolier présage une réduction de la production de brut, le phénomène mettra un certain temps à s'installer, du fait de l'importante capacité actuelle. L'Agence internationale de l'énergie prévoit ainsi le maintien d'un excédent sur le marché pétrolier en 2016. En d'autres termes, les cours du pétrole sont susceptibles de renouer avec des niveaux plus élevés, mais seulement de manière progressive.

GRAPHIQUE 7 INVESTISSEMENTS MONDIAUX DANS LE SECTEUR PÉTROLIER ET PRIX PÉTROLIERS

(milliards de dollars des États-Unis constants de 2010, sauf mention contraire)



Sources : FMI, Perspectives de l'économie mondiale (avril 2015).

(1) APSP : average petroleum spot price; moyenne des cours du UK Brent, du Dubai et du West Texas Intermediate, à pondération égale.

Les cours du pétrole influencent d'ores et déjà défavorablement la croissance dans les pays qui en exportent, mais un recul plus durable des prix frappe les investissements en exploration et en production pétrolière, et pèse par ailleurs en tant que tel sur la production potentielle et sur les perspectives de croissance à long terme des pays exportateurs. Historiquement, on constate une forte corrélation entre l'évolution des cours du pétrole et les investissements mondiaux dans le secteur pétrolier, comme l'illustre le graphique 7. Les investissements dans le secteur pétrolier sont en fait dès maintenant en train de s'adapter au contexte de repli des cours pétroliers, comme en témoignent les décisions de grandes sociétés pétrolières de revoir à la baisse leurs perspectives d'investissement. Cela confirme les estimations du FMI (2015d), qui, sur la base de données historiques, juge que l'incidence de la diminution des cours pétroliers sur les investissements se fait en moyenne sentir en un an.

La volatilité des cours du pétrole s'est par ailleurs renforcée, en raison d'incertitudes susceptibles de pousser les prix tant à la hausse qu'à la baisse. Ces incertitudes portent notamment sur l'aggravation des tensions géopolitiques dans des

pays comme l'Irak et la Libye, sur les éventuels effets de l'accord nucléaire avec l'Iran, sur la stratégie de production de l'OPEP et sur l'avenir en termes d'efficacité énergétique et de remplacement du pétrole par d'autres sources d'énergie. Un regain d'inquiétude quant à l'évolution future des cours du pétrole pourrait comprimer davantage encore la croissance des investissements dans le secteur pétrolier, voire même la limiter dans des secteurs non pétroliers qui consomment une grande quantité de pétrole. L'effet des incertitudes est exacerbé par le caractère largement irréversible des investissements, en particulier en matière de pétrole conventionnel (IMF, 2015d).

La situation budgétaire des pays exportateurs de pétrole où les revenus du pétrole bénéficient surtout au gouvernement est touchée de plein fouet, forçant les pouvoirs publics à réduire leurs dépenses. Les réserves substantielles constituées au cours des années d'expansion devraient permettre aux gouvernements de nombreux pays exportateurs de pétrole d'échapper aux coupes sombres dans les investissements, atténuant ainsi l'impact sur la croissance à long terme. Les pays qui ne disposent pas de réserves suffisantes devront adapter plus promptement leurs dépenses. Plus particulièrement, les seuils de rentabilité budgétaire se sont considérablement redressés dans les pays exportateurs de pétrole où les recettes publiques avaient été consacrées à financer de fortes augmentations des dépenses lorsque les cours du pétrole étaient élevés et orientés à la hausse. Le recul actuellement observé des cours du pétrole pourrait rappeler à ces pays de procéder aux réformes nécessaires. Plus généralement, s'ils tiennent à améliorer leur résistance aux chocs, les pays qui sont largement tributaires des exportations de pétrole ou d'autres matières premières seraient bien inspirés d'entamer des réformes structurelles visant à diversifier leur base de revenus pour l'étendre à d'autres sources de recettes plus stables. Une diversification de la composition sectorielle de la croissance et des investissements dans des activités favorables à la croissance, telles l'éducation, la santé et les infrastructures, aideraient notamment ces pays à limiter l'incidence de la baisse des cours du pétrole sur leur économie.

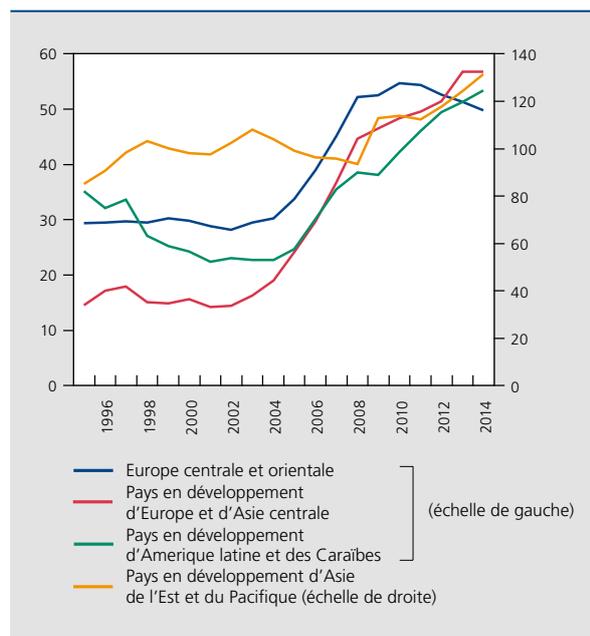
4. Endettement

L'endettement constitue un autre facteur de nature à influencer la croissance sur les marchés émergents. Durant la période qui a précédé la crise, les crédits avaient enflé pour atteindre de très vastes proportions à l'échelle mondiale, y compris sur de nombreux marchés émergents (cf. graphique 8). Si la crise financière a temporairement ralenti la progression des crédits, ces derniers sont par la suite repartis à la hausse dans bien des régions, en

particulier en Asie. En réalité, la conjonction d'une période prolongée de taux d'intérêt bas consécutive à la crise financière et de la quête de rendement des investisseurs a soutenu les flux de capitaux à destination des marchés émergents et a allégé le coût du financement.

En Europe centrale et orientale, cependant, la croissance des crédits privés n'a, depuis la crise, pas renoué avec la vive tendance haussière qu'elle présentait auparavant. Alors que la région avait enregistré une expansion notable des crédits dans les années 2000 – alimentée dans une large mesure par les prêts transfrontaliers octroyés par les banques d'Europe occidentale –, la crise financière a induit une brusque interruption du financement externe, et la croissance des crédits intérieurs a dégringolé des sommets qu'elle avait atteints avant la crise. Le repli des revenus et des prix des actifs, et en particulier l'éclatement de la bulle sur le marché de l'immobilier résidentiel, conjugué à des primes de risque accrues, a rendu insoutenable les niveaux élevés de l'endettement privé. Qui plus est, dans plusieurs pays, l'endettement excessif a été exacerbé par une dépréciation du taux de change, une part significative des prêts octroyés aux entreprises et aux ménages étant libellés en devises étrangères. Dans un souci d'assainissement de leurs bilans, les ménages et les entreprises ont réduit leurs emprunts. Parallèlement à l'interruption de l'octroi de crédits, les taux d'investissement ont chuté dans toute la région et sont demeurés faibles depuis lors

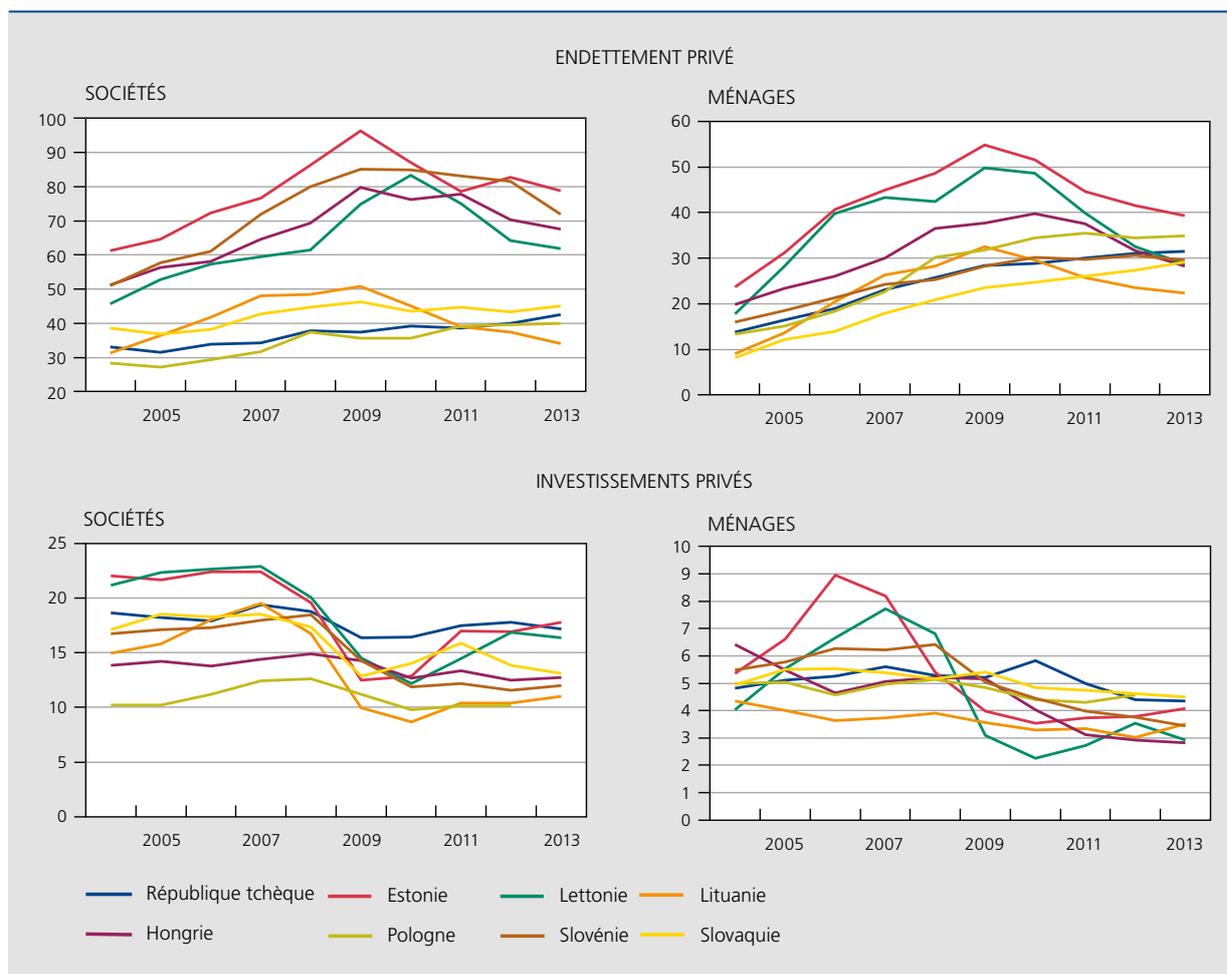
GRAPHIQUE 8 CRÉDIT INTÉRIEUR OCTROYÉ AU SECTEUR PRIVÉ (pourcentages du PIB)



Source : Banque mondiale.

GRAPHIQUE 9 ENDETTEMENT ET INVESTISSEMENTS DU SECTEUR PRIVÉ DANS UNE SÉLECTION DE PAYS D'EUROPE CENTRALE ET ORIENTALE

(pourcentages du PIB)



Source : Eurostat.

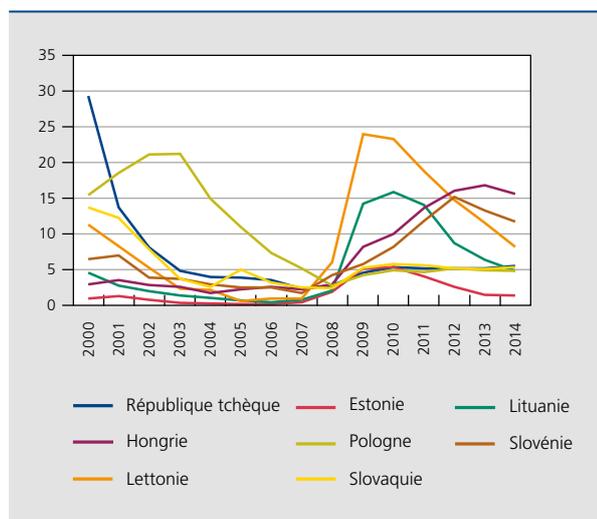
(cf. graphique 9). Si ces évolutions ont plongé la région dans une profonde récession, l'absence de reprise des investissements, et plus spécialement des investissements productifs des entreprises, influe également sur les perspectives de croissance à plus long terme de la région.

Cela étant, des écarts notables sont observés entre les pays de la région. De manière générale, c'est dans ceux où le levier d'endettement s'était le plus accru à la veille de la crise, comme les pays baltes ou la Hongrie, que les plus fortes contractions de l'endettement peuvent être observées depuis la crise. Bien que les pays baltes aient aussi enregistré la baisse la plus marquée des investissements depuis l'éclatement de la crise, ce sont eux qui ont montré les premiers signes d'un rétablissement de la formation brute de capital fixe. Pour expliquer ce constat, d'aucuns ont avancé que si les pays baltes avaient été capables de

s'adapter plus rapidement, c'était grâce à la plus grande flexibilité de leurs institutions ainsi qu'au commerce intense et aux liens financiers qu'ils entretenaient avec des États plus épargnés par la crise, comme les pays nordiques (IMF, 2015b). Dans la plupart des autres États de la région, les investissements sont demeurés très discrets.

Le redressement économique progressif de cette région au lendemain de la crise s'est essentiellement produit sans recourir aux emprunts, des facteurs contraignants, tant du côté de la demande que de celui de l'offre, empêchant le redémarrage des crédits. L'essoufflement de la demande de crédits et d'investissements est en partie une conséquence naturelle du repli généralisé de la demande agrégée dans l'économie à la suite de la crise. Néanmoins, cette reprise sans crédits est également le signe que des problèmes plus structurels menacent la région, puisque l'endettement

GRAPHIQUE 10 CRÉANCES DOUTEUSES DES BANQUES PAR RAPPORT AU TOTAL DES PRÊTS BRUTS (pourcentages)



Source : Banque mondiale.

excessif du secteur privé continuera de peser sur la demande de crédits et sur les investissements pendant encore quelque temps. Par ailleurs, les banques brident l'offre de crédits. La détérioration de l'environnement du financement externe⁽¹⁾, la piètre qualité des portefeuilles – dans certains pays, les bilans des banques continuent de présenter une grande quantité de créances douteuses (cf. graphique 10) –, mais aussi la faiblesse de la rentabilité sont autant de facteurs qui limitent la capacité et la volonté des banques d'octroyer de nouveaux crédits.

Le fait que des facteurs structurels jouent un rôle dans la réticence des entreprises à investir complique la prise de décisions à cet égard. Ainsi, le relâchement des conditions monétaires n'entraînera pas nécessairement les emprunts à la hausse, les ménages et les entreprises se concentrant sur leur désendettement et les banques étant soumises à certaines contraintes. La région aurait tout à gagner à abandonner les créances douteuses et à mettre en place des mesures rendant le cadre relatif à l'insolvabilité plus performant. Pour l'heure, la législation sur l'insolvabilité des entreprises est considérée comme chancelante dans de nombreux pays d'Europe centrale et orientale, alors qu'il n'existe parfois pas de cadre d'insolvabilité pour les particuliers (World Bank Doing Business, 2014).

(1) Lancée en janvier 2009, l'initiative dite de Vienne a rassemblé l'ensemble des acteurs pertinents des secteurs public et privé des banques internationales établies dans l'UE et opérant sur des marchés émergents européens, en vue de constituer une enceinte pour la prise de décisions et la coordination et d'éviter un désendettement massif et soudain des groupes bancaires internationaux opérant sur les marchés émergents d'Europe.

Compte tenu de la forte progression du nombre de situations d'insolvabilité dans beaucoup d'États d'Europe centrale et orientale à la suite de la crise, plusieurs pays ont entre-temps décidé de réformer ou d'affiner leur régime d'insolvabilité. Dans certains des pays les plus touchés, le gouvernement est aussi intervenu directement pour pallier les problèmes engendrés par le niveau élevé de l'endettement du secteur privé. La Hongrie est probablement l'un des exemples les plus illustratifs à cet égard. Dans l'optique de réduire la quantité de contrats de prêt libellés en devises des ménages, le gouvernement hongrois a légiféré (loi entrée en vigueur le 1^{er} février 2015) afin de convertir en forints l'ensemble des prêts hypothécaires libellés en devises – qui totalisaient près de 70 % du portefeuille de prêts de détail. Le gouvernement avait déjà lancé plusieurs plans de soutien avant de se concentrer sur les problèmes liés aux prêts en devises, mais sans parvenir à cibler entièrement les débiteurs les plus vulnérables, ce qui avait sensiblement renforcé l'aléa moral.

Enfin, il convient de rappeler que le défi posé par le désendettement s'accompagne d'autres problèmes menaçant plus généralement les marchés émergents. Premièrement, les bilans des secteurs public, bancaire et privé non financier des marchés émergents sont devenus plus intégrés au fil des dix dernières années, ce qui accentue le problème et l'importance du désendettement. À cet égard, le FMI a observé que le redressement à grande échelle des bilans des entreprises compliquait les efforts de désendettement des ménages et qu'il induisait des effets de rétroaction négatifs sur les entreprises. En fait, en levant le pied sur les investissements et en procédant à des licenciements, les entreprises compriment le revenu des ménages, ce qui affaiblit encore la position d'endettement de ces derniers. La consommation s'en ressent, ce qui à son tour grève davantage encore les bilans des entreprises. La situation est d'autant plus pénible lorsque tant les entreprises que les ménages sont confrontés à des niveaux élevés de dettes, comme c'est le cas en Europe centrale et orientale. Deuxièmement, comme l'illustre la septième partie du présent article, des conditions démographiques défavorables sont elles aussi susceptibles de freiner la croissance, si bien qu'il devient encore plus ardu d'échapper à la dynamique négative de l'endettement. Enfin, il existe un risque de voir se mettre en place un cercle vicieux entre l'endettement excessif et le désendettement : l'endettement excessif implique un ralentissement de l'activité économique, ce qui complique le processus de désendettement et, à son tour, entretient l'atonie de la croissance. Il est essentiel de briser ce cercle vicieux en mettant en œuvre des réformes structurelles.

Nonobstant les spécificités du cycle d'expansion et de contraction du crédit en Europe centrale et orientale, les

marchés émergents d'autres régions pourraient se voir confrontés à des défis similaires à l'avenir. Le durcissement des conditions de financement externe et l'essoufflement de la croissance intérieure pourraient mettre au jour des vulnérabilités apparues peu à peu sur ces marchés émergents où l'endettement a continué de s'accumuler ces dernières années. Comme l'illustre le graphique 8, d'autres économies émergentes, et singulièrement celles d'Asie, ont enregistré une hausse constante du crédit dans le sillage de la crise financière, du fait, notamment, du gonflement des flux de capitaux entrants entre 2010 et 2012. Les plus grands marchés émergents (le Brésil, la Chine, l'Inde et la Russie) semblent cependant avoir atteint la dernière phase du cycle de crédit, caractérisée par une dégradation de la qualité des actifs, un alourdissement de l'endettement et un pic des prix des actifs (IMF, 2014c).

5. Chaînes de valeur mondiales

D'aucuns font valoir que l'un des facteurs à l'origine du ralentissement de la croissance des marchés émergents est la transformation de la structure des chaînes de valeur mondiales (CVM). Le concept des CVM renvoie à la ventilation de la production de biens et de services en diverses étapes de production liées, dispersées entre plusieurs entités et, de plus en plus, par delà les frontières internationales, afin d'optimiser les différences d'avantages comparatifs entre les pays. La croissance rapide et la complexité des CVM à l'échelle internationale observées depuis les années 1980 ont été favorisées par les évolutions

technologiques, par la baisse des frais de transport et par l'atténuation des entraves commerciales.

La participation aux CVM permet à un pays de se spécialiser dans des tâches et dans des parties de biens et de services plutôt que dans des produits finis. Cette spécialisation plus granulaire dans des activités de production entraîne des effets de productivité plus importants dans les entreprises et dans les secteurs exportateurs que la spécialisation dans des biens finaux. En outre, la participation aux CVM permet aux pays à revenus faible et moyen spécialisés dans des tâches peu qualifiées, comme l'assemblage, de pénétrer des secteurs présentant un contenu technologique plus élevé et de bénéficier d'économies d'échelle, à travers le commerce, ainsi que d'une diversification accrue.

Selon leur degré de participation aux CVM, il existe des différences notables entre les régions et les pays, qui sont en grande partie imputables à des divergences dans leurs caractéristiques structurelles. Dans leur étude empirique sur les pays en développement, Kowalski et al. (2015) ont avancé les déterminants-clés suivants de la participation aux CVM : (1) la taille du marché, (2) le niveau de développement, (3) la structure industrielle (une part plus élevée de la production manufacturière étant un atout), et (4) l'emplacement, les CVM étant organisées autour des principaux pôles manufacturiers, de sorte qu'il y a un intérêt à être plus proche des principaux centres manufacturiers d'Amérique du Nord, d'Europe et d'Asie. Par conséquent, ce sont l'Asie du Sud-Est, l'Europe émergente et le Mexique qui ont le plus bénéficié de l'intégration dans les CVM organisées, respectivement, autour des pôles centraux de la Chine, de l'Allemagne et de l'Amérique du Nord. En outre, les politiques commerciales et autres peuvent elles aussi jouer un rôle majeur, et notamment de faibles tarifs douaniers à l'importation (à la fois sur le plan national et sur les marchés à l'exportation), l'engagement dans des accords commerciaux régionaux, l'ouverture aux investissements directs à l'étranger, les capacités logistiques et la qualité des infrastructures et des institutions.

L'évolution des CVM a soutenu la croissance du commerce mondial au cours des 20 dernières années. La fragmentation internationale grandissante de la production a entraîné une augmentation du commerce de va-et-vient de composants et de pièces destinées au traitement et aux réexportations. En raison de différences en matière de mesures, l'élasticité du commerce mondial au cours de la période antérieure à la crise s'en est trouvée renforcée, le commerce étant généralement mesuré en termes bruts alors que le PIB l'est en termes de valeur ajoutée. Le commerce brut s'est également développé plus rapidement que son équivalent en termes de valeur ajoutée, qui filtre

GRAPHIQUE 11 PART DU COMMERCE LIÉ AUX CVM DANS LE COMMERCE MONDIAL
(pourcentages)



Source : Borin et Mancini (2015), inspirée de la base de données ÉVA de l'OCDE-OMC.

la « double comptabilisation » des biens intermédiaires importés entrant dans la production des exportations. L'écart entre les mesures du commerce brut et celles fondées sur la valeur ajoutée devrait refléter le niveau des biens intermédiaires sous-traités dans le commerce mondial total, et il peut donc également être utilisé comme une approximation de la mesure de la composante du commerce liée aux CVM (Borin et Mancini, 2015; Constantinescu et al., 2015). Le graphique 11 montre l'évolution du ratio du commerce lié aux CVM sur le commerce brut, une hausse correspondant à une expansion des CVM à l'échelle internationale, et vice versa.

La part du commerce lié aux CVM dans le commerce total est passée de 36 % environ en 1996 à 47 % en 2008, affichant une légère inversion temporaire pendant les années de crise qu'ont été 2001 et 2002. Elle a néanmoins plongé au cours de la crise financière mondiale, ce qui suggère que cette dernière a parfois interrompu les chaînes d'approvisionnement internationales. Le commerce lié aux CVM n'a pas (encore) totalement retrouvé sa valeur d'avant la crise. C'est l'un des éléments qui montrent que le processus de fragmentation internationale de la production peut s'être ralenti, voire inversé. L'élasticité du commerce en constitue une autre preuve. Plusieurs organisations internationales ont en effet constaté que cette élasticité s'est amenuisée depuis la crise financière mondiale. Sur la base de données trimestrielles, la BCE (2015) a estimé le ratio de la croissance du commerce mondial sur la croissance du PIB mondial à 2,2 pour la période 1995 T2-2007 T4 et à 1,1 pour la période 2011 T3-2014 T3. De même, Borin et Mancini (2015) ont calculé l'élasticité moyenne du commerce mondial en se fondant sur des données annuelles pour les périodes 1996-2000, 2001-2005 et 2006-2011 et ont observé des valeurs de respectivement, 2,06, 1,45 et 1,13. Dans une étape ultérieure, les élasticités de chaque période ont été ventilées en une composante relative à la contribution des CVM au commerce et en une composante résiduelle. Il a été établi que l'élasticité du commerce lié aux CVM était, au cours des trois périodes consécutives, revenue de 0,45 à 0,33, avant de retomber à 0,04.

Enfin, Dhyne et Duprez (2015) ont mesuré séparément la longueur des chaînes de production en Belgique, dans les économies avancées et dans les économies émergentes. Ils ont constaté un raccourcissement des chaînes de production au cours des dernières années, en particulier dans les économies émergentes.

La stabilisation de l'expansion des CVM peut s'expliquer en partie par l'évolution des tendances du commerce chinois. L'essor de la Chine en tant qu'exportateur de premier plan a été spectaculaire, sa part de marché à

l'exportation bondissant de 2 % en 1990 à 13 % en 2013. La Chine est rapidement devenue la ligne d'assemblage de la chaîne de valeur de l'Asie, important des composantes et des services du Japon, de Corée, de Taïwan, de Thaïlande, de Malaisie et, plus récemment, du Viêt-nam et du Cambodge. Les composantes importées incarnent souvent, à leur tour, la valeur ajoutée produite dans les pays tiers. Or, tout au long des années 2000, la Chine a réussi à revaloriser ses exportations et a représenté une part de plus en plus importante de la valeur ajoutée dans les CVM, comme en témoigne la part décroissante des importations de composantes et de pièces dans les exportations de marchandises de la Chine, qui sont revenues d'un sommet de 60 % au milieu des années 1990 à 35 % environ actuellement (Constantinescu et al., 2015). Le changement de spécialisation commerciale de la Chine constitue à la fois des opportunités et des défis. Sa sortie progressive des produits à forte intensité en main-d'œuvre tels que l'habillement a déjà créé des opportunités pour l'Asie à faible revenu (par exemple, le Bangladesh, le Viêt-nam, le Cambodge). Mais ses stratégies de substitution aux importations limitent également les possibilités pour d'autres pays à revenu intermédiaire dont les spécialisations sont similaires.

En règle générale, si l'expansion de l'intégration des CVM a été associée à la nette amélioration de la productivité dans certains pays émergents, cette vive hausse de la productivité devrait disparaître avec la stagnation des CVM, en particulier dans les économies émergentes qui se sont intégrées avec succès aux chaînes de valeur mais qui éprouvent davantage de difficultés pour progresser dans les chaînes de valeur.

6. Piège du revenu intermédiaire

L'essoufflement actuellement enregistré dans de nombreux pays émergents est, en réalité, un phénomène récurrent dans l'histoire économique. Des expériences internationales menées sur une période plus longue montrent en effet qu'il est assez courant que les pays émergents et en développement traversent une période prolongée de faible croissance après plusieurs années de forte expansion. Ce phénomène, qui peut survenir à différents niveaux de revenu par habitant, s'observe le plus souvent dans des pays à revenu intermédiaire (définis dans Aiyar et al. (2013) comme ceux relevant de la fourchette allant de 2 000 à 15 000 dollars de PIB par tête en PPA). Par conséquent, ces pays ne parviennent pas à enregistrer une période d'amélioration durable du revenu par habitant qui soit suffisamment longue pour leur permettre d'adhérer au club restreint des pays à haut revenu. Au contraire, leurs niveaux de revenu par habitant stagnent ou reculent,

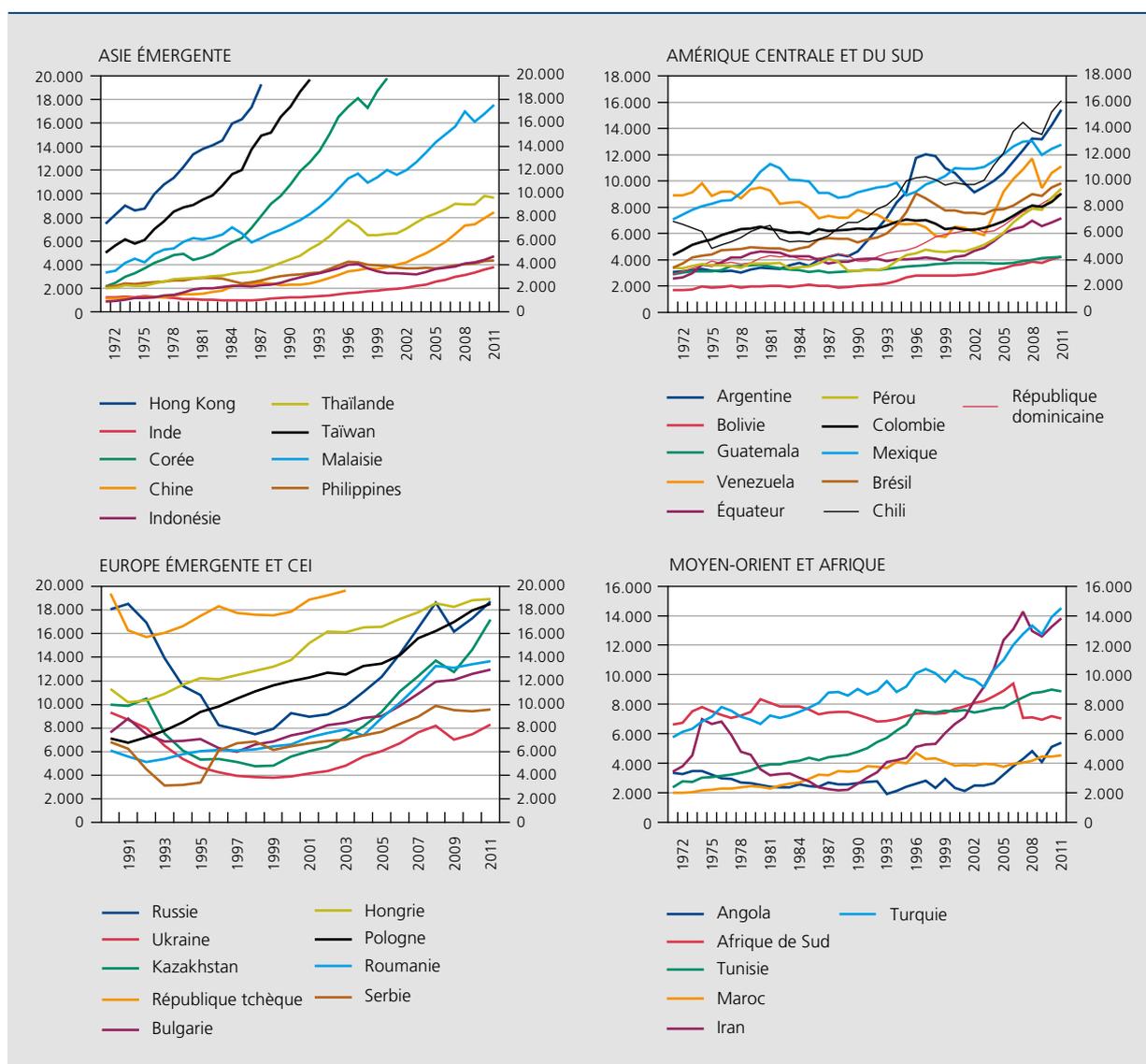
ils campent dans la tranche intermédiaire de l'échelle des revenus pendant une période continue. Ce constat est communément appelé le piège du revenu intermédiaire.

Les ralentissements de la croissance dans les pays à revenu intermédiaire sont souvent associés à une croissance anémiée, voire négative (OECD, 2014 et Ferrarini et al., 2012). En réalité, lors de la transition d'une économie à faible revenu vers une économie à revenu intermédiaire, la productivité est stimulée par le passage de la main-d'œuvre de secteurs à moindre productivité vers des

secteurs à productivité plus élevée (par exemple, de l'agriculture à l'industrie manufacturière ou aux services, de la campagne aux zones urbaines). Cette évolution continue d'être un facteur important dans les pays à revenu intermédiaire, pour autant que subsistent des réserves de main-d'œuvre (par exemple en Inde et en Indonésie). Lors de cette phase d'envol, les pays en développement bénéficient également de faibles coûts de main-d'œuvre, entraînant un développement par les investissements extérieurs des industries exportatrices, ainsi qu'une accumulation rapide de capital et des transferts de technologie.

GRAPHIQUE 12 DONNÉES HISTORIQUES RELATIVES AU PIÈGE DU REVENU INTERMÉDIAIRE

(PIB en volume par habitant en PPA⁽¹⁾, dollars des États-Unis chaînés, année de référence 2005)



Sources : Penn World Tables 8.1, calculs propres.

(1) Les parités de pouvoir d'achat (PPA) sont communément utilisées pour comparer les niveaux de vie des pays. Les PPA sont compilées par le Programme de comparaison internationale (PCI). Afin de veiller à la comparabilité dans le temps, l'on choisit une mesure du PIB en volume (optique des dépenses) qui utilise des prix constants dans le temps et fixes d'un pays à l'autre. Les calculs recourent aux séries de la croissance du PIB en volume issues des comptes nationaux et aux références du PCI de plusieurs années (2005 étant la référence la plus récente).

Toutefois, à un certain point, ces moteurs donnent des signes de défaillance, et la main-d'œuvre devient plus onéreuse, de sorte que l'accent doit de plus en plus être mis sur les gains de productivité dans les secteurs au sein desquels de tels gains ont été le résultat de transitions vers une production à plus haute valeur ajoutée grâce à l'innovation et à la modernisation industrielle. De nombreux pays éprouvent des difficultés pour procéder de la sorte, ce qui explique pourquoi ils sont pris au piège du revenu intermédiaire.

Le graphique 12 illustre l'expérience de plusieurs grandes économies émergentes aux quatre coins du monde au cours de la période 1971–2011 (1990–2011 pour l'Europe émergente et la CEI). La population des pays figurant dans l'échantillon comptait au moins 10 millions d'habitants en 2011 (7,5 millions pour l'Europe émergente) et le PIB en volume par habitant exprimé en PPA était de l'ordre de 2 000 à 15 000 dollars pendant au moins une partie de cette période.

Comme l'illustre le graphique 12, seuls quelques pays ont effectué la transition de la tranche du revenu intermédiaire au groupe à revenu élevé après 1971. Tel a été le cas de la première vague des tigres asiatiques (Taïwan, Corée et Hong Kong), ainsi que de la République tchèque et, plus récemment, de la Hongrie, de la Pologne et de la Malaisie. Le succès des pays d'Europe de l'Est peut s'expliquer par leur adhésion à l'UE, qui a facilité leur convergence réelle grâce à la croissance soutenue de la productivité. En revanche, les pays d'Amérique centrale et du Sud, du Moyen-Orient et d'Afrique, ainsi que les retardataires d'Europe de l'Est et de la CEI, ont enregistré des améliorations plus modestes de leur niveau de vie et sont demeurés dans la catégorie du revenu intermédiaire.

L'Asie émergente constitue un groupe hétérogène en matière de performances. À l'exception peut-être de la Malaisie, la deuxième vague des tigres asiatiques (Thaïlande, Philippines et Indonésie) n'a pas reproduit les succès de la vague précédente. La Corée, Taïwan, la Thaïlande et la Malaisie se sont toutes appuyées sur les entreprises multinationales pour développer leurs industries exportatrices et contribuer à la sophistication croissante de leurs exportations grâce aux transferts de technologie, mais ce sont la Corée et Taïwan qui sont le mieux parvenues à créer des entreprises technologiques locales et qui ont joué un rôle déterminant dans la diffusion des technologies sur leur marché intérieur (Cherif et Hasanov, 2015). Les performances de la Chine ont été impressionnantes et comparables aux réussites asiatiques antérieures, mais elle est à l'heure actuelle toujours un pays à revenu intermédiaire. Comme l'a analysé la deuxième partie, un rééquilibrage réussi de l'économie

chinoise offre les meilleures perspectives de croissance soutenue de la productivité à moyen terme, ce qui apparaît nécessaire (bien que peut-être insuffisant) pour éviter le piège du revenu intermédiaire. L'Inde est le dernier arrivé au sein du groupe à revenu intermédiaire, et son essor n'est pas aussi spectaculaire que celui de la Chine.

L'Europe émergente et les pays de la CEI partagent une trajectoire de croissance typique des pays qui, en 1990, ont réalisé une transition révolutionnaire d'une économie planifiée centralisée vers une économie de marché, ce qui a provoqué une chute immédiate du niveau de vie au début des années de restructuration économique, celui-ci se redressant progressivement à la faveur de la reprise de la croissance. Ces pays ont également bénéficié, à des degrés divers, d'un gain de productivité associé à leur intégration au sein du système commercial mondial, à la fermeture d'entreprises publiques peu productives, à l'adoption des technologies occidentales et à la libéralisation des marchés financiers. Cette dernière a toutefois entraîné des excès, comme en ont témoigné la crise russe de 1998 et, plus récemment, l'éclatement du cycle du crédit dans certains de ces pays (cf. quatrième partie).

Enfin, il convient également de noter que de nombreux pays faisant partie de l'échantillon sont d'importants exportateurs de pétrole et de matières premières. C'est le cas de tous les pays d'Amérique centrale et du Sud et de la CEI, ainsi que de l'Indonésie, de la Malaisie, de l'Afrique du Sud, de l'Angola et de l'Iran. Les améliorations observées en matière de niveau de vie au cours de la dernière décennie sont à mettre en relation avec la flambée, désormais achevée, des cours du pétrole et des prix des matières premières. L'expérience semble indiquer que ces pays sont plus susceptibles de tomber dans le piège du revenu intermédiaire. Lorsque les prix des matières premières grimpent, ces pays enregistrent des augmentations salariales, une expansion des secteurs des biens et des services non échangeables et une forte croissance des exportations, mais aussi une baisse de leur niveau de diversification des exportations. À l'issue de cette flambée, leurs salaires plus élevés ne leur permettent plus de concurrencer les pays à faible revenu et ils ne peuvent pas non plus rivaliser avec les pays à haut revenu puisqu'ils ne sont pas passés à une production à plus forte valeur. En outre, ces pays sont bien moins intégrés dans les chaînes de valeur mondiales que certains pays émergents dont l'économie ne s'est pas reposée sur leurs ressources naturelles.

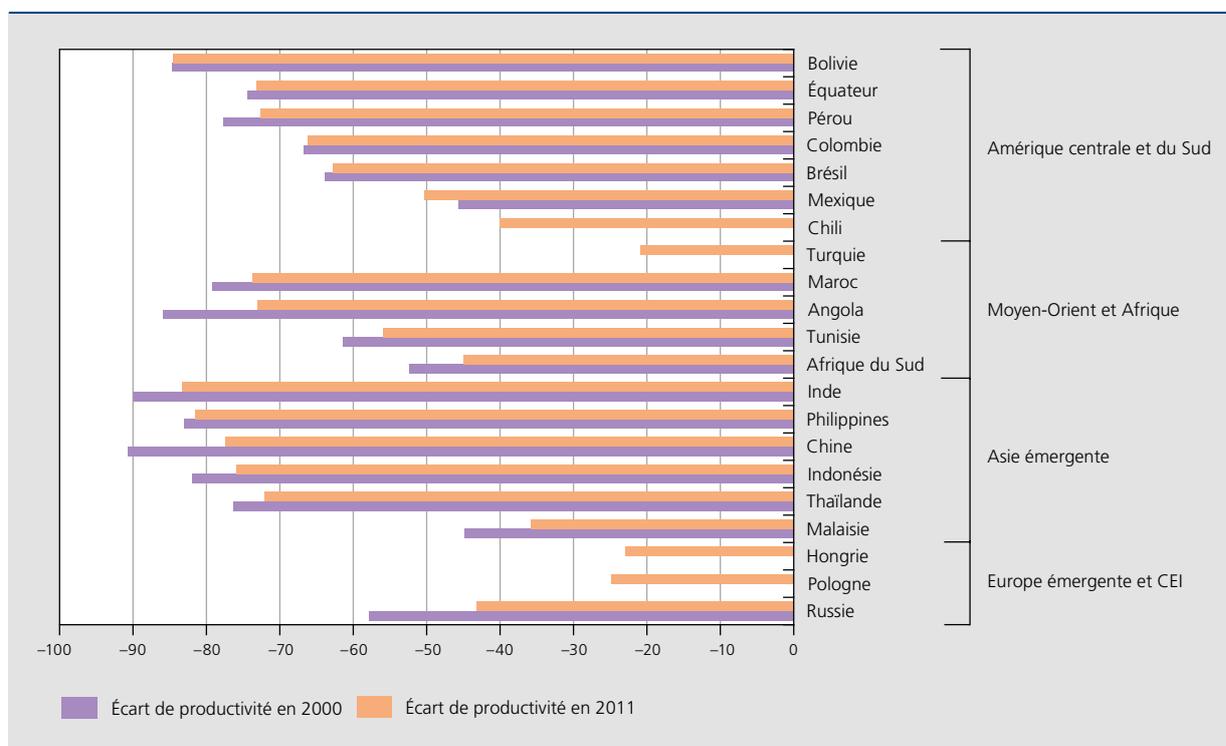
L'écart entre les économies émergentes et les économies avancées en matière de revenu par habitant peut se subdiviser en deux composantes: la première découle des différences d'utilisation de la main-d'œuvre et la seconde,

appelée écart de productivité, reflète les divers niveaux de productivité du travail. L'OCDE (2014) a constaté que l'épisode de forte croissance durant les années 2000, qui avait entraîné une certaine convergence des niveaux de PIB par habitant avec les membres de l'OCDE, était partiellement lié aux améliorations de l'utilisation de la main-d'œuvre (mesurée par le nombre de personnes occupées par rapport à la population totale), ainsi qu'au redressement qui a fait suite à l'instabilité et aux crises des années 1990. Les progrès réalisés au niveau du comblement de l'important écart de productivité vis-à-vis des pays de l'OCDE ont été nettement moins substantiels, comme le montre le graphique 13. Si on extrapole pour l'avenir le rythme de croissance de la productivité enregistré entre 2000 et 2011, la convergence avec les économies avancées est susceptible d'être un processus extrêmement long pour nombre d'économies émergentes.

Des études empiriques ont mis en lumière les déterminants importants de la croissance de la productivité et de la convergence réelle. Eichengreen et al. (2013) montrent que la croissance des pays dont une vaste proportion de la population possède une formation de l'enseignement secondaire et supérieur et qui exportent une large part de produits de haute technologie est moins susceptible

de revenir à des niveaux de revenu intermédiaire. En outre, ils constatent que les pays affichant un taux de dépendance élevé des personnes âgées, des taux d'investissement soutenus (qui peuvent conduire à de faibles rendements futurs du capital) et des taux de change réels sous-évalués (qui constituent un frein à une progression sur l'échelle technologique) sont davantage susceptibles de tomber dans le piège du revenu intermédiaire. Bulman et al. (2012) aboutissent à des conclusions similaires: les pays ayant échappé au piège du revenu intermédiaire ont expérimenté une transition structurelle rapide de l'agriculture à l'industrie, une hausse du capital humain et de l'innovation, une plus grande orientation vers les exportations et une stabilité macroéconomique accrue. Un autre point essentiel est la création de technologie par les entreprises domestiques (Cherif et Hasanov, 2015). Il s'ensuit que la croissance rapide et continue enregistrée dans les économies émergentes nécessitera des politiques proactives favorisant une transformation structurelle poussée et faisant émerger de nouveaux secteurs (Rodrik, 2011). Le gouvernement peut contribuer à mettre en place un environnement propice constitué d'éléments-clés tels que la stabilité macroéconomique, politique et sociale, un accroissement des dépenses en recherche et développement, des investissements publics appropriés

GRAPHIQUE 13 ÉCARTS DE PRODUCTIVITÉ DU TRAVAIL DES ÉCONOMIES ÉMERGENTES PAR RAPPORT À LA MOYENNE DE L'OCDE
(écart en pourcentage par rapport à la moyenne de l'OCDE du PIB par personne employée, PPA, dollars internationaux constants de 2011)



Sources: OCDE et calculs propres.

dans les infrastructures et le capital humain, un marché performant et un climat favorable aux affaires, mais celui-ci ne constitue pas à lui seul la solution miracle.

7. Facteurs démographiques

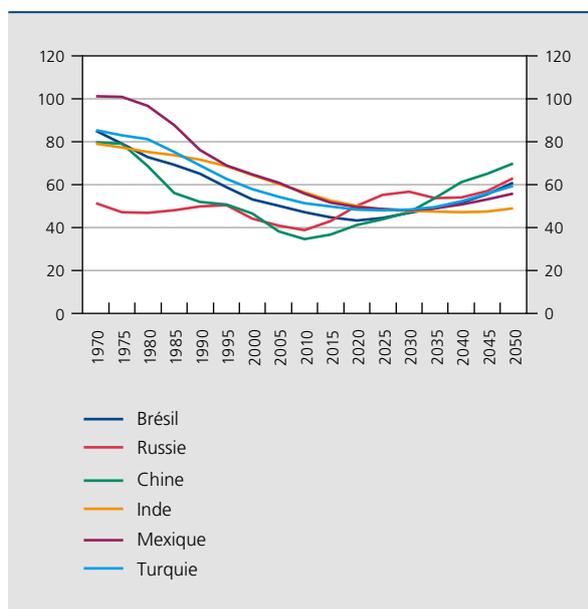
Le passage d'une économie à faible revenu à une économie à revenu intermédiaire, où on stimule la croissance en déplaçant la main-d'œuvre des secteurs à faible productivité vers des secteurs à productivité plus élevée, s'accompagne souvent d'une transition démographique au cours de laquelle les taux de fécondité chutent et l'espérance de vie moyenne s'allonge. Avant que des générations plus réduites de la population n'atteignent l'âge de travailler, une occasion démographique se présente lorsque la population active continue d'augmenter tandis que le taux de dépendance diminue. L'ajout de forces de travail est susceptible d'accélérer la croissance. Ce phénomène est qualifié de « dividende démographique », son ampleur étant tributaire de la capacité d'une économie d'absorber et d'employer de manière productive les travailleurs supplémentaires.

Un taux de dépendance inférieur contribue également à la croissance au travers du canal de l'épargne : dans la mesure où les travailleurs économisent alors que les personnes inactives ne le font pas, le taux d'épargne des ménages va grimper. Une hausse des économies se traduira par une baisse du coût du capital, laquelle sera susceptible d'accroître les taux d'investissement et de renforcer ainsi l'effet de stimulation de la croissance de la transition démographique. Une autre incidence positive pourrait venir de la réduction de la pression exercée sur les dépenses publiques allouées aux inactifs, mais cet effet sera plus faible dans les pays émergents ayant de maigres dispositifs de protection sociale.

Les six grandes économies émergentes examinées dans le graphique 14 ont toutes affiché un taux de dépendance en repli au cours des dernières décennies. Le cas de la Chine est assez spectaculaire et est le reflet, outre des facteurs naturels, de la mise en œuvre de la politique de l'enfant unique. Il convient également de mentionner que le dividende démographique a été un élément-clé dans l'essor des tigres asiatiques. Alors que de nombreuses économies émergentes continueront de profiter d'un tel dividende pendant un certain temps après 2015, la Russie (et toute la région de la CEI et de l'Europe émergente) et la Chine vont commencer à être confrontées aux défis du vieillissement. En Chine, on estime que la population active se contractera après 2015 et que des pénuries de main-d'œuvre devraient apparaître vers 2020. En revanche, l'Inde pourrait voir son dividende démographique se maintenir durant les 20 prochaines années.

GRAPHIQUE 14 ÉVOLUTION DÉMOGRAPHIQUE DANS QUELQUES ÉCONOMIES ÉMERGENTES

(taux de dépendance global, perspectives basées sur un scénario médian)



Source : UN World Population Prospects 2015 update.

Comme cela a été mentionné dans la partie précédente, les recherches empiriques ont montré qu'un ralentissement économique était plus susceptible de survenir dans les pays affichant un taux de dépendance élevé des personnes âgées. Le vieillissement influence la taille de la population active non seulement par les départs effectifs à la retraite, mais aussi par le taux d'activité des personnes âgées (55-64 ans), qui est inférieur à celui des personnes les plus actives (25-54 ans). Comme les retraités sont remplacés par un nombre inférieur de nouveaux entrants, le risque de pénurie de main-d'œuvre qui s'ensuit va pousser les salaires à la hausse. L'urgence consiste donc plutôt à stimuler durablement la croissance de la productivité, grâce à la fois à une transition vers des secteurs économiques à plus grand contenu technologique et à l'innovation dans les pays dont l'âge de la population s'allonge. Ces recherches empiriques soulignent l'importance pour la Chine de rééquilibrer son économie avec succès, sous peine de vieillir avant de s'enrichir.

Conclusion

Les pays émergents ayant représenté une part de l'économie mondiale presque aussi importante que les économies avancées en 2014, et compte tenu de l'interdépendance de plus en plus bilatérale entre ces deux groupes,

l'essoufflement de la croissance dans l'ensemble des économies émergentes exerce déjà une incidence significative sur l'économie mondiale par le jeu des liens commerciaux, des prix des matières premières, des marchés financiers et des effets de confiance. Le présent article a mis en évidence une série de facteurs structurels ayant participé à ce ralentissement. Ainsi, la détermination de la Chine à emprunter une trajectoire de croissance plus modérée et plus équilibrée depuis que l'aggravation des déséquilibres et des vulnérabilités a révélé les limites de trois décennies de croissance très rapide constitue une évolution majeure. Le rééquilibrage de la Chine a déjà eu des retombées négatives sur ses partenaires commerciaux et sur les pays exportateurs de matières premières. Cet élément complète le deuxième facteur explicatif, à savoir la forte baisse des prix de nombreuses matières premières, dont le pétrole, à la suite de l'interaction entre la faiblesse de la demande mondiale et l'ampleur des capacités existantes, ce qui met les pays producteurs sous pression en les incitant à réduire leurs investissements et leurs programmes de dépenses. Dans le même temps, certains pays d'Europe centrale et de l'Est éprouvent des difficultés à se remettre de l'éclatement de la bulle conjoncturelle alimentée par le crédit qui est survenu dans la foulée de la crise financière mondiale et s'est immédiatement propagé à cette région par l'intermédiaire des banques dominantes d'Europe occidentale. Enfin, l'évolution des chaînes de valeur mondiales, un facteur qui a contribué à l'essor de certains marchés émergents, en particulier la Chine, l'Asie de l'Est, l'Europe de l'Est et le Mexique, a marqué le pas, voire a reculé.

La nature plutôt structurelle des facteurs précités peut également expliquer pourquoi on anticipe un repli durable de la croissance dans les économies émergentes. Le rééquilibrage de l'économie chinoise est une caractéristique permanente, la chute des cours du pétrole et des prix des matières premières deviendra très probablement une grande composante persistante, et le processus de désendettement prend du temps. En outre, le présent article

a montré qu'il n'était pas rare que les économies émergentes traversent une longue période de faible croissance après une période prolongée d'expansion rapide. Le piège du revenu intermédiaire résulte le plus souvent d'une incapacité de maintenir des niveaux soutenus de croissance de la productivité dès lors que la partie aisée du processus de convergence par la voie de changements sectoriels est achevée et que la croissance de la productivité commence à être davantage tributaire de l'adoption de nouvelles technologies et de l'innovation. Au cours des années à venir, le vieillissement rapide de la population observé en Chine ainsi que dans les pays de la CEI et d'Europe centrale et de l'Est accentuera le risque de tomber dans le piège du revenu intermédiaire.

À l'avenir, la puissance du moteur de la croissance des pays émergents va s'affaiblir. De nombreuses incertitudes entachent toutefois les prévisions de tendances de la croissance à plus long terme. Il se peut que la transition vers un modèle de croissance plus équilibré en Chine ne suive pas toujours une trajectoire régulière et prévisible, comme l'ont prouvé les récents événements de l'été dernier, et qu'elle se répercute sur le reste du monde. Et, tandis que l'Europe centrale et de l'Est se remet toujours de son endettement excessif, d'autres économies émergentes sont apparemment à la traîne dans le cycle et accumulent encore des dettes plus rapidement que ne le justifient leurs performances en matière de croissance, ce qui les rend moins résistantes aux chocs extérieurs. Dans ce contexte de potentiel de croissance plus modéré et de hausse des vulnérabilités, les fondamentaux macroéconomiques des marchés émergents ne semblent plus aussi solides qu'ils ne l'étaient juste après la crise financière mondiale. Cette situation a contribué au changement récent du sentiment de marché, comme en témoignent les turbulences sur les marchés financiers et le ralentissement des flux de capitaux vers les économies émergentes. Il conviendra de renforcer les fondamentaux et d'accélérer d'autres réformes afin d'éviter de tomber dans le piège du revenu intermédiaire et de revenir à la volatilité des années 1980 et 1990.

Bibliographie

Aiyar S., R. Duval, D. Puy, Y. Wu et L. Zhang (2013), *Growth slowdowns and the middle-income trap*, IMF Working Paper, WP/13/71, March.

Borin A. et M. Mancini (2015), *Follow the value added: Bilateral gross export accounting*, Banca d'Italia, Working Papers 1026, July.

Buelens C. (2013), « Découplés et résilients ? La transformation du rôle des pays émergents dans un monde interconnecté », BNB, *Revue économique*, 23–40, Septembre.

Bulman D., M. Eden et H. Nguyen (2014), *Transitioning from low-income growth to high-income growth: is there a Middle Income Trap?*, World Bank group, Policy Research Working Paper 7104, November.

Cherif R. et F. Hasanov (2015), *The leap of the tiger: How Malaysia can escape the middle-income trap*, IMF Working Paper, WP/15/131, June.

Constantinescu C., A. Mattoo and M. Ruta (2015), *The global trade slowdown: Cyclical or structural?*, IMF Working Paper, WP/15/6, January.

Dhyne E. et C. Duprez (2015), « La crise a-t-elle modifié l'ADN de l'économie belge ? », BNB, *Revue économique*, Septembre.

Di Stefano E. et D. Marconi (2015), *Assessing potential growth in emerging countries after the global financial crisis*, Banca d'Italia, occasional paper 256, January.

Dorrucci E., G. Pula et D. Santabàrbara (2013), *China's economic growth and rebalancing*, ECB, Occasional Paper 142, February.

Duprez C. (2014), « Création de valeur à l'exportation. Un diagnostic de la Belgique », BNB, *Revue économique*, 25–39, Septembre.

EBCI (2012), *Working group on NPLs in Central, Eastern and South-eastern Europe*, Vienna Initiative, March.

EBCI (2014), *Credit guarantee schemes for SME lending in Central, Eastern and South-Eastern Europe*, report by the Vienna Initiative Working Group on Credit Guarantee Schemes, November.

ECB (2015), « Understanding the weakness in world trade », *Economic Bulletin Issue 3*, 1–10.

Eichengreen B, D. Park et K. Shin (2013), *Growth slowdowns redux: New evidence on the middle-income trap*, NBER Working Paper 18673, January.

Ferrarini B., J. E. Zveglich et D. Hummels, (2014), « Asia in global value chains », Asian Development Outlook 2014 update, 35–80.

Gauvin L. et C. Rebillard (2015), *Towards recoupling? Assessing the global impact of a Chinese hard landing through trade and commodity price channels*, Banque de France, Document de travail 562.

Husain A., R. Arezki, P. Breuer, V. Haksar, T. Helbling, P. Medas, M. Sommer et IMF Staff team (2015), *Global implications of lower oil prices*, IMF staff discussion note, SDN/15/15, July.

IMF (2014a), *Regional economic issues, Central, Eastern, and Southeastern Europe*, April.

IMF (2014b), *IMF: Spillover report*, June.

IMF (2014c), *Global financial stability Report*, April.

IMF (2015a), *Regional economic outlook update, Middle East and Central Asia, learning to live with cheaper oil amid weaker demand*, January.

IMF (2015b), *Regional economic issues, Central, Eastern, and Southeastern Europe*, May.

IMF (2015c), *People's republic of China: staff report for the 2015 article IV consultation*, July.

IMF (2015d), *World economic outlook*, April.

International Energy Agency (2015), *Oil market report*, August

Kowalski P., J. Lopez-Gonzalez, A. Ragoussis et C. Ugarte (2015), *Participation of developing countries in global value chains: Implication for trade and trade-related policies*, OECD Trade Policy Papers 179.

Liu Y. et C. B. Rosenberg (2013), *Dealing with private debt distress in the wake of the European financial crisis: A review of the economics and legal toolbox*, IMF Working Paper, WP/13/44, February.

OECD (2014), *Perspectives on global development 2014: Boosting productivity to meet the middle-income challenge*.

OECD (2015), *Economic surveys China*, March.

Ollivaud P., E. Rusticelli et C. Schwellnus (2014), *Would a growth slowdown in emerging markets spill over to high-income countries?: A quantitative assessment*, OECD Economics Department, Working Paper 1110.

Rodrik D. (2011), *The future of economic convergence*, NBER Working Paper 17400, August.

Zhuang J., P. Vandenberg et Y. Huang (2012), *Growing beyond the low-cost advantage: How the People's Republic of China can avoid the middle-income trap*, Asia Development Bank, October.

Le cadre de gouvernance européen en matière de finances publiques : explication et évaluation

W. Melyn
L. Van Meensel
S. Van Parys

Introduction

Contrairement à la politique monétaire, la politique budgétaire des pays de la zone euro est demeurée une compétence nationale. Comme il est important que les pays participant à l'union monétaire visent la discipline budgétaire, le traité de Maastricht et le pacte de stabilité et de croissance ont permis de fixer un cadre de gouvernance européen en matière de finances publiques assorti de règles budgétaires contraignantes. Ce cadre constitue l'une des pierres angulaires de l'union monétaire et, pour son bon fonctionnement, il est crucial que les États membres en respectent les règles.

Le présent article commente le cadre de gouvernance européen en matière de finances publiques et le soumet à une évaluation critique. La première partie porte sur l'importance des règles budgétaires en général, et dans une union monétaire en particulier. La deuxième partie esquisse les grandes étapes de la réalisation du cadre budgétaire européen. La troisième partie décrit le cadre actuel. La quatrième partie détaille la manière dont le cadre budgétaire européen a été appliqué récemment. La cinquième partie procède à une évaluation. L'article se clôture par une série de conclusions.

1. Importance des règles budgétaires, en particulier dans une union monétaire

1.1 Utilité des règles budgétaires

La saine gestion des finances publiques constitue l'une des conditions essentielles à la stabilité des prix et à une croissance vigoureuse et durable qui soit favorable à l'emploi. L'expérience a par ailleurs démontré dans quelle mesure une économie pouvait pâtir d'un manque de discipline budgétaire. En outre, il est généralement reconnu qu'un bon cadre budgétaire, constitué d'un ensemble de procédures, d'institutions et de règles budgétaires, peut largement contribuer à une politique budgétaire saine.

Les règles budgétaires imposent des restrictions à la politique budgétaire et permettent d'éviter la tendance au déficit (deficit bias). Cette propension vient de ce que le processus décisionnel démocratique tend à inciter aux écarts par rapport à ce qu'on qualifie de bonne politique budgétaire d'un point de vue macroéconomique. Ainsi, au cours des décennies écoulées, les administrations publiques de bon nombre de pays ont fréquemment laissé leurs dépenses s'accroître plus vivement que leurs recettes – même en période de prospérité économique –, laissant leur déficit budgétaire gonfler et leur niveau d'endettement s'envoler. Cette tendance au manque de discipline budgétaire s'expliquerait notamment par

l'horizon temporel trop court de la population et des décideurs politiques. Il semblerait en effet que la population voie essentiellement les avantages à court terme d'une réduction des impôts ou d'une hausse des dépenses, sans être consciente des éventuelles retombées néfastes à plus long terme d'une politique budgétaire expansive. Les politiques seraient tentés de jouer sur ce plan en vue d'accroître leurs chances de réélection. De plus, il se peut que les décideurs soient enclins à avantager sciemment les générations actuelles et à déplacer le fardeau de l'endettement sur les générations à venir. Une autre explication de la tendance au déficit résiderait également dans ce que la théorie des jeux nomme le « problème de la mise en commun » (common pool problem). En matière de politique budgétaire, ce concept signifie que chaque « joueur » ou groupe d'intérêt veille à ses propres intérêts sans tenir compte des restrictions budgétaires générales. Ce problème est parfois mis en relation avec les gouvernements de coalition.

Les marchés financiers peuvent en principe décourager la mise en œuvre d'une politique budgétaire inadéquate – et donc réduire la nécessité des règles budgétaires – en incluant une prime de risque plus élevée dans les taux d'intérêt pour les autorités confrontées à des menaces de difficultés budgétaires. Le fonctionnement de ce mécanisme disciplinaire est toutefois imparfait, comme l'a montré a posteriori l'expérience de la période précédant l'éclatement de la crise financière en 2008.

Au sein d'une union monétaire dans laquelle la politique budgétaire est fragmentée, les arguments en faveur de règles budgétaires strictes sont encore plus forts. En effet, dans une telle union, la mise en œuvre d'une politique budgétaire non justifiée par un ou plusieurs États peut exercer des effets de contamination indésirables, que ce soit entre les pays qui font partie de l'union monétaire ou entre les politiques budgétaire et monétaire. Le manque de discipline budgétaire est par ailleurs de nature à

Encadré 1 – Critères en matière de règles budgétaires

Les règles budgétaires consistent à fixer des objectifs ou limites chiffrés aux agrégats-clés des finances publiques, tels que le solde budgétaire, les recettes et les dépenses publiques, ainsi que le niveau de la dette. Il règne dans la littérature spécialisée un large consensus sur une série d'exigences à respecter pour que les règles budgétaires portent leurs fruits. Dans ce cadre, on fait souvent référence aux critères avancés par Kopits et Symansky (1998). Selon ces auteurs, une règle budgétaire idéale doit présenter les propriétés suivantes : elle doit être claire dans sa définition, transparente, pertinente, cohérente, simple, flexible, coercitive et efficiente. Ces diverses exigences sont expliquées ci-dessous.

Une règle budgétaire doit être claire dans sa définition et transparente. Cela implique que son champ d'application est clairement délimité et qu'elle est incontournable. Elle doit également faire l'objet d'une présentation claire reposant sur des conventions statistiques. Le solde de financement du secteur des administrations publiques tiré des comptes nationaux, qui constitue la principale valeur budgétaire cible en Belgique comme dans les autres États membres de l'UE, est un indicateur qui répond largement à ces principes. Le fait que le traité de Maastricht fasse référence à cet agrégat issu des comptes des administrations publiques n'y est indéniablement pas étranger. Eurostat a développé une jurisprudence dont l'objectif est de faire coïncider le plus possible ces comptes avec la réalité économique.

Par ailleurs, une règle budgétaire doit être pertinente par rapport au but poursuivi. Cela signifie que la règle doit concerner les résultats budgétaires ex post. Idéalement, une règle budgétaire vise la soutenabilité des finances publiques à long terme, mais elle a également une fonction de la stabilisation économique à court terme. Cet aspect est important dans une union monétaire, où les règles budgétaires peuvent ainsi prévenir toute surcharge de la politique monétaire.

Une bonne règle budgétaire doit être cohérente, tant par rapport aux autres règles que par rapport aux autres objectifs des politiques publiques.

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



Une règle budgétaire doit être flexible. Cela implique qu'il convient de tenir compte de circonstances imprévues, parmi lesquelles l'évolution de la conjoncture, lorsqu'elles sont mises en œuvre. Il est en effet évident que la croissance économique et ses principales composantes peuvent exercer une influence considérable sur certains agrégats, tel le solde de financement des administrations publiques. Afin de neutraliser l'incidence du cycle, on choisit dès lors souvent de formuler des objectifs budgétaires reposant sur des soldes budgétaires structurels, dont on exclut l'influence des facteurs conjoncturels et l'incidence des facteurs non récurrents. À cet égard, on recourt généralement à une mesure de l'écart de production, qui indique l'écart entre l'activité économique réalisée et l'activité économique potentielle.

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

Enfin, une règle budgétaire doit être efficiente en ce sens qu'elle entraîne la mise en œuvre de la politique budgétaire souhaitée et la prise des mesures structurelles éventuellement nécessaires à cette fin. En outre, le critère auquel la règle se rapporte ne peut en aucun cas être biaisé. La littérature spécialisée renvoie, en la matière, à la loi de Goodhart, selon laquelle un indicateur statistique perd de son sens en tant qu'indicateur utile dès lors qu'il devient un instrument de politique. En d'autres termes, lorsqu'un critère devient un objectif politique, il se peut qu'il cesse d'être bon.

Il convient toutefois de souligner qu'une règle ne répond pas facilement à toutes ces propriétés. Ainsi, accroître la flexibilité d'une règle en réduit la simplicité. Par ailleurs, une règle simple qui n'établit aucune distinction entre la politique effectivement menée et les conséquences budgétaires d'événements qui se situent en dehors de la sphère d'influence directe des administrations publiques risque d'être difficile à imposer. En outre, il n'est pas aisé de définir des règles simples et transparentes contribuant de manière optimale à l'effet favorable sur la croissance de l'action publique. Les règles budgétaires constituent donc nécessairement le résultat d'un compromis imparfait entre les différentes préoccupations susmentionnées.

menacer la stabilité financière. Pour limiter autant que possible les effets de contamination, il est dès lors indiqué que l'architecture institutionnelle d'une union monétaire dans laquelle les politiques budgétaires sont fragmentées prévoit non seulement les garanties requises concernant l'indépendance de la banque centrale et l'absence de responsabilité des pouvoirs publics vis-à-vis des dettes d'autres pouvoirs publics (clause de no bail-out), mais également des règles strictes offrant des garanties suffisantes en matière de discipline budgétaire.

1.2 Place des règles budgétaires au sein du cadre politique européen

Une structure institutionnelle inédite a été élaborée pour l'union monétaire européenne. Celle-ci prévoyait une politique monétaire unifiée, tandis que les politiques

budgétaire et structurelle demeureraient en grande partie décentralisées. Des propositions historiques visaient certes 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 l'absence d'une forme de gouvernement économique à l'échelon européen, la coordination de la politique budgétaire et la surveillance des finances publiques ont été fixées dans des règles contraignantes en vue de garantir la soutenabilité des finances publiques, à savoir dans les articles du traité sur l'UE sur la nécessité d'éviter des déficits publics excessifs et dans la procédure concernant les déficits excessifs (PDE)⁽¹⁾, ainsi que dans le pacte de stabilité et de croissance. Il s'agit d'une forme de

(1) La description du déficit excessif concerne dans ce contexte à la fois le non-respect du critère de déficit budgétaire et le non-respect du critère de la dette.

TABLEAU 1 APERÇU DU CADRE POLITIQUE EUROPÉEN

Domaine politique	Niveau	Instrument	Caractéristiques
Monétaire	Communautaire	BCE/SEBC	Viser la stabilité des prix
Financier	Communautaire	Union bancaire : Mécanisme de surveillance unique Mécanisme de résolution unique ⁽¹⁾ proposition de système commun de garantie des dépôts ⁽²⁾	Garantir la stabilité du système financier
Macroéconomique	National	<i>Hard coordination</i> : cadre réglementaire et sanctions	Coordination de la politique économique ⁽³⁾ (procédure concernant les déséquilibres macroéconomiques)
Structurel	National	<i>Soft coordination</i> : recommandations	Coordination de la politique structurelle (s'appuyant sur des lignes directrices intégrées) ⁽³⁾⁽⁴⁾
Budgétaire	National	<i>Hard coordination</i> : cadre réglementaire et sanctions	Viser la discipline budgétaire ⁽³⁾ (pacte de stabilité et de croissance et procédure concernant les déficits excessifs)

Source : BNB.

(1) Composé d'une autorité européenne de résolution – le Conseil de résolution unique –, qui a été établie le 1^{er} janvier 2015, et d'un Fonds de résolution unique, qui sera normalement instauré le 1^{er} janvier 2016.

(2) Les avancées réalisées dans le cadre du système commun de garantie des dépôts se sont cantonnées jusqu'ici à une harmonisation des systèmes nationaux permettant de couvrir les dépôts bancaires jusqu'à un montant de 100 000 euros.

(3) Intégrée dans le semestre européen.

(4) Relève de la coordination « dure » en cas de déséquilibres exceptionnels.

coordination « dure » : il existe des règles et des mécanismes de sanction en cas de transgression.

L'une des leçons de la crise économique et financière a été la nécessité d'adapter le cadre politique européen parce que le cadre en vigueur jusqu'alors avait insuffisamment détecté et résorbé les déséquilibres macroéconomiques et financiers. À l'issue de la crise, différentes initiatives ont donc été prises pour renforcer la coordination et les procédures de surveillance. C'est ainsi que la politique financière s'est davantage centralisée, avec la création de l'union bancaire. Celle-ci reposera sur trois piliers, à savoir un mécanisme de surveillance unique, un mécanisme de résolution unique et un système commun de garantie des dépôts, l'objectif étant de garantir la stabilité du système financier. En outre, la politique macroéconomique a fait l'objet d'une coordination renforcée, notamment au travers de la procédure concernant les déséquilibres macroéconomiques. Celle-ci porte sur l'identification, la prévention et la correction des déséquilibres macroéconomiques, ainsi

que sur un régime de sanctions. Comme dans le cas de la politique budgétaire, il s'agit d'une forme de coordination « dure ». Pour la politique économique structurelle, en revanche, seule une forme de coordination « douce », non contraignante, est prévue. La coordination est organisée dans le cadre des grandes orientations des politiques économiques et des lignes directrices pour l'emploi, qui ont été rassemblées dans les lignes directrices intégrées.

Il convient de noter que le présent article se concentre sur les règles budgétaires européennes qui permettent de viser une discipline budgétaire. Ces règles ne prévoient pas de vaste coordination de la politique budgétaire. Dans le cadre de la procédure concernant les déséquilibres macroéconomiques, il est possible de formuler des recommandations en matière de politique budgétaire, mais cet aspect n'est pas approfondi. Ne sont pas davantage abordés les mécanismes de soutien aux États membres dont le financement de la dette publique sur les marchés financiers est devenu problématique.

2. Naissance et évolution du cadre de gouvernance européen en matière de finances publiques

Initialement, le cadre de gouvernance européen en matière de finances publiques était simple, mais il a fait l'objet d'adaptations régulières au fil du temps. À cet égard, il a été assoupli à certains moments et durci à d'autres, laissant respectivement plus ou moins de marge de manœuvre pour prendre des décisions discrétionnaires relatives à l'application du cadre. Au fur et à mesure de ces réformes successives, le cadre s'est élargi pour devenir plus « intelligent », mais sa complexité s'est également fortement accrue. Ci-après sont exposées les principales adaptations depuis la réalisation des premières règles budgétaires dans le cadre du traité de Maastricht.

2.1 Traité de Maastricht

Le fondement de l'actuel cadre de gouvernance européen en matière de finances publiques a été fixé par le traité de Maastricht (officiellement dénommé « traité sur l'Union européenne »), signé le 7 février 1992, qui prévoyait de créer, avant la fin des années 1990, une union monétaire en Europe. Il contenait une série de mécanismes de sécurité qui devaient prévenir tout gaspillage budgétaire et garantir une discipline budgétaire : interdiction du financement monétaire de l'État par les banques centrales, interdiction de l'accès privilégié du secteur public aux établissements financiers, clause de no bail-out et exigence d'éviter les dérapages en matière de déficit public et de dette publique.

Les pays qui souhaitaient participer à l'union monétaire étaient tenus de remplir une série de critères macroéconomiques – dits « critères de convergence » –,

notamment sur le plan des finances publiques. Ainsi, le déficit budgétaire ne pouvait en principe dépasser le seuil de 3 % du PIB, tandis que la dette publique ne devrait pas dépasser 60 % du PIB, à moins que ce rapport ne diminue suffisamment et ne se rapproche de la valeur de référence à un rythme satisfaisant. Le traité a par ailleurs lié à ces critères un mécanisme de correction, la « procédure concernant les déficits excessifs », dont l'objectif était de garantir le maintien de la discipline budgétaire après la création de l'union monétaire. Le non-respect des critères entraînait la mise en œuvre d'une procédure correctrice, dans le cadre de laquelle, sur proposition de la Commission européenne (CE), le Conseil Ecofin pouvait décider que le déficit budgétaire était excessif, sommer les États membres concernés d'ajuster leur politique budgétaire et même infliger certaines sanctions. Ainsi, il était prévu de pouvoir demander à la Banque européenne d'investissement de réexaminer l'octroi de crédits aux États concernés ou d'imposer des dépôts non rémunérés et des amendes. Le Conseil Ecofin disposait d'un pouvoir de décision très important à cet égard et pouvait déterminer en toute autonomie les mesures à prendre.

2.2 Pacte de stabilité et de croissance

Certains craignaient que la discipline budgétaire ne s'affaiblisse, voire qu'elle disparaisse, après la création de l'union monétaire. Dans ce cadre, les États membres ne considéraient pas tous que la procédure correctrice prévue dans le traité était suffisamment dissuasive. Le gouvernement allemand a pris à l'époque l'initiative de prôner des garanties supplémentaires en faveur du maintien d'une discipline budgétaire durable au sein de l'union monétaire et a formulé, dès 1995, les premières propositions de clarification et de renforcement des règles budgétaires. Ces propositions ont rapidement reçu l'appui des petits États membres. Un accord a été conclu en décembre 1996 lors

TABLEAU 2 GRANDES ÉTAPES DU DÉVELOPPEMENT DU CADRE DE GOUVERNANCE EUROPÉEN EN MATIÈRE DE FINANCES PUBLIQUES

	Plus souple	Plus rigide	Plus intelligent / complexe
1992: Traité de Maastricht			
1997: Pacte de stabilité et de croissance (PSC)		X	X
2005: Première réforme du PSC	X		X
2011-2013: Deuxième réforme du PSC		X	X
2015: Communication de la CE relative à la flexibilité au sein du PSC	X		X

Source : BNB.

du sommet européen de Dublin, et le nouveau régime a reçu son nom de baptême : le pacte de stabilité et de croissance. Ce faisant, les décideurs européens entendaient démontrer explicitement l'importance d'une discipline budgétaire stable, associée à la stabilité des prix à laquelle la BCE devait veiller, pour créer les conditions nécessaires à une croissance équilibrée et durable de l'activité. Le pacte a été signé en juin 1997 lors du sommet européen d'Amsterdam.

L'exigence-clé énoncée dans le traité de Maastricht, concernant la maîtrise du déficit excessif, a bien évidemment été reprise dans le pacte. Le régime a été enrichi d'une série de dispositions préventives. Les États membres se sont engagés à instaurer chaque année des programmes de stabilité (ou programmes de convergence pour les États membres n'ayant pas participé à l'union monétaire) axés sur la réalisation de l'objectif à moyen terme d'un budget proche de l'équilibre ou excédentaire et à prendre les mesures budgétaires nécessaires à cette fin. De telles positions budgétaires devaient permettre aux États membres de disposer d'une marge de manœuvre suffisante pour compenser les fluctuations conjoncturelles normales grâce au fonctionnement des stabilisateurs automatiques sans que leur déficit public ne dépasse le seuil des 3 % du PIB. De plus, la définition de déficit excessif a été précisée. Enfin, les mécanismes de correction qui entrent en vigueur lorsqu'un tel déficit est constaté ont été perfectionnés, et le non-respect des règles devait en principe entraîner des sanctions.

Les règles budgétaires ont dans un certain sens été renforcées. Le volet préventif du pacte a visé à la fois la soutenabilité des finances publiques à long terme et la fonction stabilisatrice de la politique budgétaire à court terme. Le volet correctif a été établi à l'aide de règles de procédure strictes qui laissaient peu de marge d'interprétation en cas de dépassement des objectifs et qui entraient en vigueur si le déficit public était supérieur au seuil de 3 % du PIB.

2.3 Première réforme du pacte de stabilité et de croissance

En dépit du renforcement des règles dans le cadre du pacte de stabilité et de croissance, la plupart des États membres ont relâché leur discipline budgétaire dans une plus ou moins large mesure après leur adhésion à l'union monétaire. Cette détente a été favorisée par le volet préventif trop peu spécifié du pacte et par des prévisions de croissance trop optimistes juste après le changement de millénaire. Les déficits publics de certains États membres, dont l'Allemagne et la France, ont dépassé le seuil de 3 % du PIB, et ces pays ont failli être soumis à la règle

stricte du volet correctif consistant à rectifier le déficit excessif dans l'année suivant son constat. D'aucuns ont progressivement considéré le pacte de stabilité et de croissance comme un carcan trop strict, et il a été de plus en plus critiqué : des voix se sont élevées pour réclamer un assouplissement des règles.

Au terme d'un long débat, le Conseil Ecofin est parvenu, en mars 2005, à un accord sur la réforme du pacte de stabilité et de croissance, qui a mis l'accent sur un renforcement des fondamentaux économiques et sur la flexibilité du pacte. Cette réforme en a modifié les volets tant préventif que correctif. La principale modification apportée au volet préventif du pacte a eu trait à la définition de l'objectif à moyen terme d'un budget proche de l'équilibre ou excédentaire. Cet objectif a désormais été exprimé en termes structurels, c'est-à-dire neutralisé des effets de la conjoncture et des facteurs non récurrents. Les objectifs pouvaient faire l'objet d'une différenciation par pays et aller d'un déficit de 1 % du PIB, pour les États membres dont la dette est faible et la croissance potentielle élevée, à un équilibre ou un excédent, pour les États membres dont la dette est élevée et la croissance potentielle faible. Les États membres qui n'avaient pas encore atteint leur objectif à moyen terme devaient viser une amélioration du solde budgétaire structurel. À cet égard, une amélioration de 0,5 point de pourcentage du PIB en moyenne par an servait de référence et l'effort devait être plus conséquent pendant les périodes économiquement favorables. Du côté des procédures correctives du pacte, un assouplissement important a été apporté à la définition des circonstances exceptionnelles dans lesquelles un déficit public de plus de 3 % du PIB n'est pas considéré comme excessif. Ainsi, tout recul de l'activité, de même qu'une longue période durant laquelle la croissance, tout en étant positive, est néanmoins sensiblement inférieure à son niveau potentiel, pourrait justifier une exception. Par ailleurs, les « autres facteurs pertinents » qu'il faut prendre en compte lors de l'appréciation du caractère excessif du déficit public, ont été définis. Il a par ailleurs été prévu de tenir compte de tous les autres facteurs que l'État membre concerné juge pertinents pour une évaluation qualitative détaillée du dépassement de la valeur de référence. En outre, les délais qui doivent être respectés dans le cadre des différentes étapes de la procédure de correction des déficits publics excessifs ont été prolongés.

Plus généralement, cette réforme a impliqué un net glissement d'un cadre institutionnel fondé sur l'application de règles strictes vers un cadre au sein duquel la marge d'interprétation du Conseil Ecofin est devenue beaucoup plus large. À cet égard, il s'agissait dans un certain sens d'un retour à la situation qui prévalait avant l'introduction du pacte. La complexité accrue peut en outre avoir rendu

plus difficile la surveillance du respect des règles du pacte. Par ailleurs, on a constaté un assouplissement substantiel et généralisé des règles existantes, et la menace ultime de prendre des sanctions est passée quelque peu à l'arrière-plan. Globalement, cette réforme du pacte signifiait donc un allègement des règles existantes.

2.4 Deuxième réforme du pacte de stabilité et de croissance

L'incidence négative qu'ont exercée sur les finances publiques la crise financière et la récession économique qui en a découlé a conduit en 2010 à un consensus politique sur la nécessité de durcir le cadre réglementaire européen. Le Conseil européen était conscient de la gravité de la situation et avait, au début de 2010, décidé de renforcer le cadre de gouvernance économique de l'Union européenne, et notamment ses règles budgétaires. Pour ce faire, un groupe de travail a été créé, qui a élaboré, en étroite collaboration avec la CE, des propositions visant à consolider les règles budgétaires européennes et à étendre les procédures européennes de surveillance et de coordination macroéconomiques.

À la fin de septembre 2010, la CE avait déjà formulé six propositions législatives – dénommées par la suite « Six-Pack » – destinées à adapter le cadre réglementaire. Elles instaurent une procédure concernant les déséquilibres macroéconomiques et amendaient en profondeur le cadre budgétaire. À la lumière de la crise de la dette publique, le critère de la dette a été mis en évidence dans le volet correctif du pacte de stabilité et de croissance. De plus, le mécanisme de sanction relevant de ce volet du pacte est devenu un peu plus contraignant. Le volet préventif s'est vu adjoindre une règle des dépenses, et la possibilité d'infliger des sanctions a été introduite. Outre les modifications apportées aux volets préventif et correctif du pacte de stabilité et de croissance, les procédures décisionnelles et les sanctions ont, elles aussi, été adaptées pour améliorer l'application des règles budgétaires. Enfin, des conditions minimales ont été imposées en matière de cadres budgétaires nationaux des États membres de l'UE. Ces six propositions législatives ont été formellement approuvées à l'automne de 2011, sous une forme amendée, par le Parlement européen et par le Conseil Ecofin. Il a également été décidé de mieux agencer les calendriers des programmes nationaux de réforme et des programmes de stabilité et de convergence dans le cadre d'un « semestre européen », qui avait été approuvé l'année précédente.

À la fin de novembre 2011, la CE proposait deux nouveaux règlements (« Two-Pack ») pour étendre davantage la surveillance budgétaire dans la zone euro. Le premier visait à

renforcer et à harmoniser les procédures budgétaires dans les pays de la zone euro, de même qu'à imposer des obligations complémentaires de surveillance et de reporting en cas de déficit excessif. Le second prévoyait un régime de surveillance accrue dans les pays de la zone euro sollicitant une assistance financière auprès des fonds d'urgence européens ou qui, de l'avis de la CE, étaient en proie à de sérieux problèmes de stabilité financière susceptibles d'entraîner des effets négatifs sur d'autres pays de la zone euro.

Lors du sommet européen de décembre 2011, tous les États membres de l'UE, à l'exception du Royaume-Uni, se sont déclarés disposés à conclure un nouveau pacte budgétaire. Le nouveau pacte visait à accroître la discipline budgétaire, en prévoyant davantage de sanctions automatiques et une surveillance plus stricte. Il était en outre prévu que les États membres coordonneraient mieux leurs politiques économiques. Ces accords ont été définis dans un nouveau traité intergouvernemental sur la stabilité, la coordination et la gouvernance au sein de l'Union économique et monétaire, qui a été signé au début de mars 2012, en marge du Conseil européen, par 25 États membres de l'UE (tous les États membres de l'époque à l'exception du Royaume-Uni et de la République tchèque).

Ce pacte constitue le volet budgétaire du traité. Ses dispositions de fond sont conformes aux exigences du pacte de stabilité et de croissance : la situation budgétaire des administrations publiques doit être en équilibre ou en excédent. Cette règle est considérée comme respectée si le solde budgétaire structurel annuel se situe au niveau de l'objectif à moyen terme propre à chaque pays. Il importe de se rapprocher rapidement de cet objectif, avec une trajectoire d'ajustement qui sera proposée par la CE. La principale innovation du pacte budgétaire est l'obligation de transposer ces règles dans la législation nationale, de préférence dans la Constitution ou dans une autre loi qui en garantit pleinement le respect.

Ces changements ont entraîné un élargissement et un renforcement du cadre budgétaire, ainsi qu'une attention accrue pour son appropriation par les États membres et son suivi. Contrairement à la réforme de 2005, il s'agissait clairement d'un pas dans la bonne direction. En même temps, le cadre était redevenu plus complexe, ce qui pouvait compliquer son application.

2.5 Communication de la CE relative à la flexibilité

Dans sa communication de janvier 2015, la CE a décrit la manière dont elle recourrait aux règles existantes du pacte de stabilité et de croissance dans le cadre de ses objectifs

pour renforcer le lien entre réformes structurelles, investissements et soutenabilité budgétaire en faveur de la création d'emplois et de la croissance. Cette communication sera commentée plus en détail à la section 3.2.3. Sur la base des premières évaluations de la politique budgétaire par la CE après la mise en œuvre de cette communication, il semble que celle-ci ait entraîné un assouplissement de l'application du cadre budgétaire.

3. Règles actuelles du cadre budgétaire européen

La présente partie met d'abord en contexte l'actuel cadre budgétaire européen dans le cycle de coordination des politiques européennes. Elle examine ensuite plus en détail les principales règles budgétaires européennes et leur mise en œuvre. Enfin, elle donne un aperçu des contraintes qui sont actuellement d'application en Belgique.

3.1 Mise en contexte dans le cadre de gouvernance européen

L'une des leçons majeures que l'Europe a été amenée à tirer de la récente crise économique et financière est la nécessité d'une surveillance accrue et d'une meilleure coordination des politiques économiques des États membres. Le semestre européen, un cycle annuel de coordination des politiques économiques approuvé en 2010 et en vigueur depuis 2011, veille à ce que les politiques budgétaires et économiques des États membres demeurent conformes à leurs engagements européens : leurs finances publiques sur la base des règles du pacte de stabilité et de croissance, et leurs plans de réforme économique sur la base des recommandations par pays et des objectifs à long terme en matière de croissance et d'emploi issus de la stratégie Europe 2020.

La coordination des politiques européennes débute en novembre par la publication par la CE de deux rapports. L'examen annuel de la croissance présente les défis économiques de l'UE et les priorités politiques. Le rapport sur le mécanisme d'alerte procède à un examen des États membres et identifie ceux qu'il y a lieu de soumettre à une analyse plus fouillée afin de déterminer s'ils enregistrent des déséquilibres macroéconomiques. En février, la CE publie des rapports par État membre, qui analysent la situation économique, les programmes de réforme et, en fonction des conclusions du rapport sur le mécanisme d'alerte, les éventuels déséquilibres à corriger. En mars, le sommet de printemps du Conseil européen fait le point sur la situation macroéconomique globale et sur les progrès accomplis dans la réalisation des objectifs de

la stratégie Europe 2020. Il fournit des orientations politiques pour l'UE et la zone euro, sur la base de l'examen annuel de la croissance publié par la CE. En avril, les États membres soumettent leurs programmes de stabilité ou de convergence, qui visent à garantir la viabilité de leurs finances publiques, ainsi que les programmes nationaux de réforme destinés à progresser sur la voie d'une croissance intelligente, durable et inclusive, dans des domaines tels que l'emploi, l'éducation, la recherche, l'innovation, l'énergie et l'inclusion sociale. Après avoir évalué ces programmes, la CE adresse des recommandations par pays en mai. Celles-ci fournissent des orientations politiques adaptées à chaque État membre dans tous les domaines considérés comme prioritaires pour l'année en cours et la suivante. Ensuite, les différents ministres compétents du Conseil de l'UE examinent ces recommandations par pays, et le Conseil européen les approuve. Enfin, à la fin de juin ou au début de juillet, le Conseil Ecofin les adopte formellement. En ce qui concerne les finances publiques, les États membres reçoivent ainsi des orientations politiques avant de finaliser leurs projets de plans budgétaires pour l'année suivante. C'est au plus tard le 15 octobre que les pays de la zone euro doivent présenter leurs projets de plans budgétaires pour l'année suivante. En novembre, la CE émet un avis sur chacun d'entre eux, qui donne lieu à une discussion au sein du Conseil Ecofin, afin d'évaluer si les projets sont conformes aux exigences du pacte de stabilité et de croissance.

Si, lors de la surveillance budgétaire, il s'avère qu'un État membre ne respecte pas les règles du volet préventif ou correctif du pacte de stabilité et de croissance, la CE et le Conseil Ecofin décident de lancer respectivement une procédure en cas d'écart important ou une procédure concernant les déficits excessifs à l'encontre de l'État membre concerné. De telles décisions sont généralement prises soit en décembre, sur la base des notifications statistiques de fin septembre et des prévisions d'automne de la CE, soit en juin, sur la base des notifications statistiques de fin mars et des prévisions de printemps de la CE.

3.2 Principales règles budgétaires européennes

Dans le cadre de la coordination des politiques, la politique budgétaire des États membres se doit d'être conforme aux règles budgétaires européennes. Comme mentionné précédemment, ces règles comportent un volet préventif, qui vise à éviter l'émergence de situations budgétaires insoutenables, ainsi qu'un volet correctif, qui porte sur les mesures de redressement destinées aux États membres en proie à un déficit public excessif ou à une dette publique excessive.

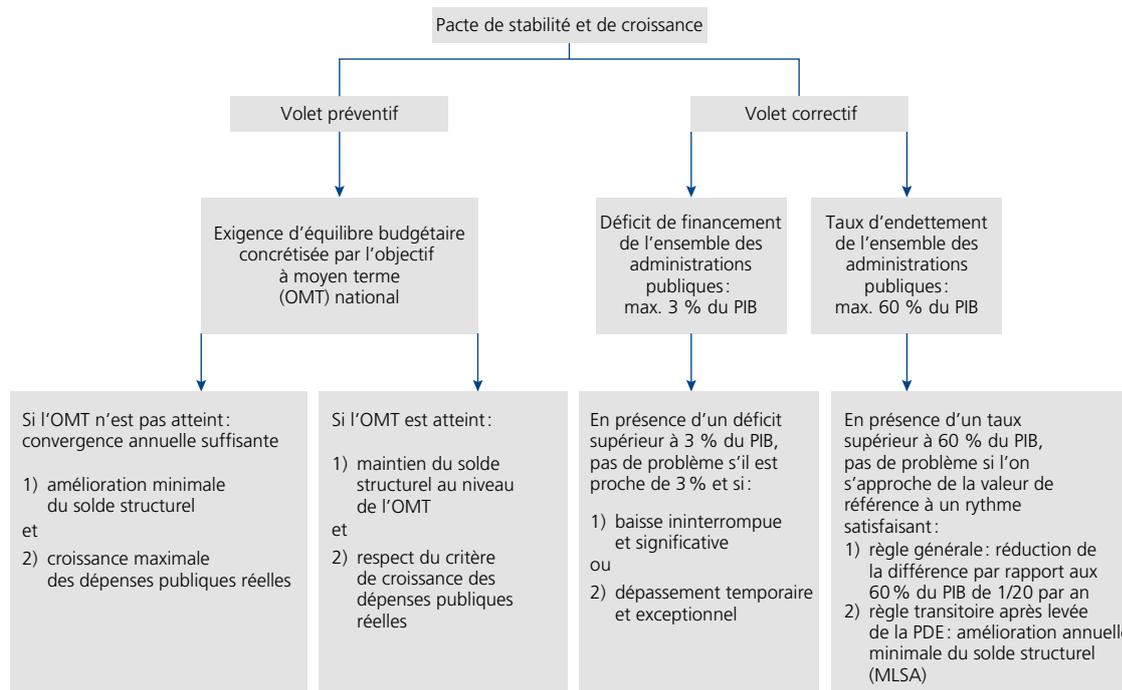
TABLEAU 3 LE CONTRÔLE BUDGÉTAIRE EUROPÉEN AU SEIN DU CYCLE ANNUEL DE LA COORDINATION DES POLITIQUES

	Commission européenne	Conseil de l'UE	Conseil européen	Parlement européen	États membres
Novembre	Prévisions d'automne Examen annuel de la croissance (EAC) Rapport sur le mécanisme d'alerte (RMA)				
Décembre	Décisions dans le cadre du PSC	Décisions dans le cadre du PSC			
Janvier		Adoption des conclusions de l'EAC / du RMA	Accord sur les domaines de coordination sur la base de l'EAC / du RMA		
Février	Prévisions d'hiver Rapport par État membre (programme de réforme et déséquilibres)				
Mars			Adoption des priorités économiques de l'EAC	Dialogue sur les priorités économiques	
Avril					Introduction programmes de stabilité et de convergence Introduction PNR ⁽¹⁾
Mai	Prévisions de printemps Recommandations par pays pour la politique budgétaire, économique et sociale				
Juin	Décisions dans le cadre du PSC	Discussion des recommandations par pays Décisions dans le cadre du PSC			
Juillet		Adoption des recommandations par pays	Approbation des recommandations par pays		
Août					
Septembre				Débat sur le semestre européen et les recommandations par pays	
Octobre					Instauration des projets de plans budgétaires (PPB)
Novembre	Prévisions d'automne Opinions sur les PPB	Discussion des opinions sur les PPB			
Décembre	Décisions dans le cadre du PSC	Décisions dans le cadre du PSC			Adoption du budget

■ Contrôle budgétaire
■ Surveillance macroéconomique

Sources: CE, BNB.

(1) Programmes nationaux de réforme.



Source: CE.

3.2.1 Règles du volet préventif

3.2.1.1 Objectif à moyen terme : définition et calcul

La poursuite de l'objectif à moyen terme constitue la pierre angulaire du volet préventif. Il s'agit d'une valeur de référence du solde budgétaire propre à chaque pays, exprimée en termes structurels.

Ce sont les États eux-mêmes qui proposent l'objectif à moyen terme dans leur programme de stabilité ou de convergence. Celui-ci doit toutefois répondre à des exigences minimales : réserver une marge de sécurité par rapport au seuil de 3 % du PIB en matière de déficit, garantir des progrès rapides vers une situation budgétaire soutenable et dégager une marge de manœuvre budgétaire suffisante, notamment pour les investissements publics. De plus, s'agissant des pays de la zone euro, l'objectif à moyen terme doit s'établir au moins à -0,5 % du PIB, même si, pour les pays dont le taux d'endettement est nettement inférieur à 60 % du PIB et qui présentent des risques limités quant à la soutenabilité de leurs finances publiques à long terme, l'objectif à moyen terme peut être au moins égal à -1 % du PIB. Enfin, un pays peut recourir à une clause d'exception si l'objectif à moyen terme minimal qu'il

obtient correspond à un excédent primaire irréaliste car trop élevé. Comme aucun pays n'est déjà parvenu à maintenir un excédent primaire nettement supérieur à 5,5 % du PIB sur une longue période, il a été décidé de délimiter l'objectif à moyen terme par un maximum absolu, qui correspond à un tel excédent primaire.

Les niveaux minimaux des objectifs à moyen terme propres à chaque pays sont calculés tous les trois ans par la CE en tenant compte des données les plus récentes sur le plan des coûts budgétaires attendus du vieillissement, telles que publiées dans le rapport triennal sur le vieillissement (Ageing Report), préparé conjointement par l'Ageing Working Group et par la CE sous les auspices du Comité de politique économique. Le calcul peut cependant s'effectuer plus fréquemment si un État membre engage une réforme structurelle susceptible d'influer considérablement sur la soutenabilité de ses finances publiques. Les calculs les plus récents ont été effectués en 2012, et ces données seront adaptées dans le courant de 2015.

3.2.1.2 Convergence vers l'objectif à moyen terme

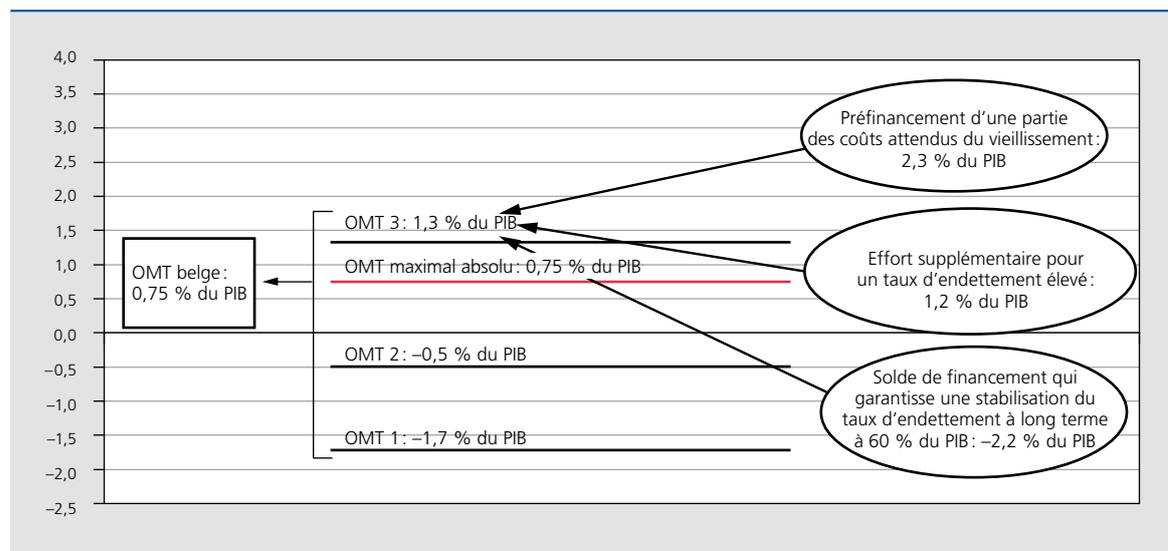
Les pays qui n'ont pas encore atteint leur objectif à moyen terme doivent suivre une trajectoire d'ajustement afin de

Encadré 2 – Calcul de l'objectif à moyen terme de la Belgique

L'objectif à moyen terme de la Belgique équivaut actuellement à un excédent structurel de 0,75 % du PIB et résulte de l'application des règles décrites dans la présente partie à la Belgique en 2012.

CALCUL DE L'OBJECTIF À MOYEN TERME (OMT) DE LA BELGIQUE

(pourcentages du PIB)



Sources: CE, BNB.

Le niveau minimal de l'objectif à moyen terme devrait en principe équivoir à un excédent de 1,3 % du PIB, à savoir le maximum des trois valeurs suivantes :

- (1) une valeur garantissant une marge de sécurité par rapport au seuil de 3 % du PIB en matière de déficit : elle se calcule à l'aide d'une mesure de l'écart de production et de l'élasticité à la production du solde budgétaire. Pour la Belgique, elle est égale à un déficit de -1,7 % du PIB (OMT 1) ;
- (2) un minimum absolu, soit pour la Belgique un déficit de -0,5 % du PIB, puisque le taux d'endettement y est supérieur à 60 % du PIB (OMT 2) ;
- (3) une valeur garantissant la soutenabilité des finances publiques ou une convergence rapide vers celle-ci : elle équivaut à un excédent de 1,3 % du PIB et correspond à la somme des trois composantes suivantes (OMT 3) :
 - a. la première composante calcule le solde de financement nominal nécessaire à la stabilisation du taux d'endettement à long terme (en 2060) à 60 % du PIB. Le calcul se base sur la croissance nominale moyenne pour la période allant de 2013 à 2060, telle qu'estimée dans l'Ageing Report de 2012. Le calcul pour la Belgique donne un déficit de financement de 2,2 % du PIB. Ce chiffre s'obtient en multipliant le taux d'endettement (60 % du PIB) par la croissance nominale attendue du PIB (3,6 %) ;



- b. la deuxième composante représente un effort complémentaire à fournir par les pays dont le taux d'endettement dépasse 60 % du PIB. Cette effort est linéaire et part de 0,2 % du PIB si le taux d'endettement est de 60 %. Pour la Belgique, cet effort était en 2012 de 1,1 % du PIB ;
- c. la dernière composante définit l'effort budgétaire à fournir pour préfinancer un tiers des coûts budgétaires attendus du vieillissement. Pour la Belgique, ces coûts étaient estimés en 2012 à 7,2 % du PIB : cette composante équivaut donc à 2,4 % du PIB.

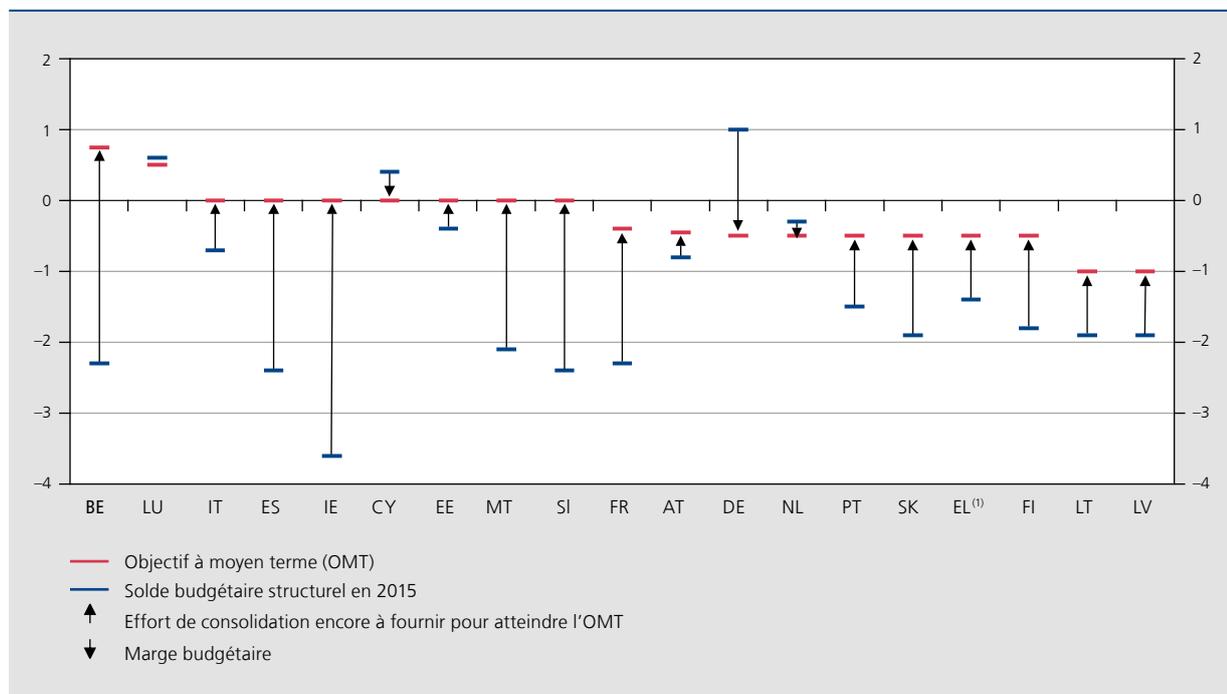
Le niveau minimal de l'objectif à moyen terme, à savoir 1,3 % du PIB, est toutefois délimité par un maximum absolu calculé sur la base d'un solde structurel correspondant à un solde primaire de 5,5 % du PIB, à savoir un excédent budgétaire structurel de 0,75 % du PIB.

L'objectif à moyen terme de la Belgique est le plus élevé de l'ensemble des pays de la zone euro, ce qui s'explique par le niveau élevé de sa dette publique et par l'ampleur des coûts budgétaires liés au vieillissement, tels qu'estimés en 2012. Seul le Luxembourg était soumis à un objectif à moyen terme correspondant également à un excédent budgétaire structurel.

poursuivre sur la voie de cet objectif à un rythme adapté. La majeure partie des États membres, dont la Belgique, sont dans ce cas. La Belgique présenterait en effet un

déficit budgétaire structurel de 2,3 % du PIB en 2015, ce qui la place encore fort loin de son objectif à moyen terme (cf. Encadré 2).

GRAPHIQUE 2 OBJECTIFS À MOYEN TERME DES ÉTATS MEMBRES DE LA ZONE EURO
(pourcentages du PIB)



Sources: CE, BNB.

(1) La Grèce est, avec la Belgique, le seul pays pour lequel il a fallu tenir compte, lors de la fixation de l'objectif à moyen terme minimal en 2012, de la condition de délimiter le solde primaire à 5,5 % du PIB. Pour la Grèce, cette décision a entraîné l'application de l'objectif à moyen terme minimal pour les pays de la zone euro dont le ratio d'endettement dépasse 60 % du PIB, à savoir un déficit de 0,5 % du PIB.

Les progrès engrangés par ces pays sont évalués à l'aide de deux indicateurs, à savoir l'évolution du solde budgétaire structurel, d'une part, et celle des dépenses publiques réelles, d'autre part.

L'amélioration requise du solde budgétaire structurel est déterminée sur la base de la situation conjoncturelle et des finances publiques de l'État membre concerné. Un redressement du solde budgétaire structurel de 0,5 point de pourcentage du PIB sert à cet égard de norme. Pour les pays dont la dette publique dépasse 60 % du PIB, l'amélioration requise est supérieure à 0,5 point de pourcentage du PIB. Dans un contexte économique favorable, ces pays sont amenés à consentir un plus grand effort de consolidation, ce qui leur permet de relâcher leurs efforts lorsque la situation économique est moins propice. L'application de ces règles a été spécifiée plus avant au moyen d'une matrice décisionnelle, dont la version la plus récente est présentée dans la communication de la CE de janvier 2015 (cf. Tableau 4).

S'agissant de la variation annuelle autorisée des dépenses publiques réelles, une norme est fixée pour chaque État membre. Cette valeur de référence est inférieure à la croissance du PIB potentiel à moyen terme et est conforme à l'amélioration requise du solde budgétaire structurel. Le concept des dépenses exclut les charges d'intérêts, la composante conjoncturelle des dépenses de chômage, ainsi que toutes les dépenses liées aux programmes de l'UE, qui sont financées par des fonds européens. De surcroît, les dépenses publiques sont corrigées de l'incidence budgétaire de mesures discrétionnaires en matière de recettes. La règle en matière de dépenses – par rapport à l'amélioration requise du solde budgétaire structurel – est utile en ce sens qu'elle permet aux administrations publiques de mieux contrôler et, partant, de mieux gérer les dépenses publiques.

Les pays dont le solde budgétaire structurel correspond à leur objectif à moyen terme sont tenus de stabiliser ce solde budgétaire, tandis que la croissance de leurs dépenses publiques ne peut dépasser la croissance du PIB potentiel à moyen terme.

3.2.2 Règles du volet correctif

Dans ce pan du pacte de stabilité et de croissance, les deux critères d'origine relatifs aux finances publiques du traité de Maastricht continuent d'occuper une place centrale, mais leur application a depuis lors été clarifiée. Le déficit de financement nominal des administrations publiques ne peut excéder 3 % du PIB, à moins que le déficit se soit réduit considérablement et continuellement pour revenir à un niveau avoisinant la valeur de référence ou que

le dépassement soit exceptionnel et de nature temporaire et que le déficit reste proche de la valeur de référence.

L'encours de la dette publique ne peut dépasser 60 % du PIB ou doit, si tel est le cas, s'approcher de cette valeur de référence à un rythme satisfaisant. Pour ce faire, une diminution annuelle moyenne du taux d'endettement d'un vingtième de l'écart par rapport à la valeur de référence de 60 % du PIB sert de fil d'Ariane. Cette baisse doit se matérialiser soit au cours des trois dernières années pour lesquelles des données sont disponibles, soit au cours de la dernière année pour laquelle des données sont disponibles ainsi que pendant les deux années suivantes (selon les estimations de la CE).

En ce qui concerne les pays qui, à l'instar de la Belgique, étaient soumis à une procédure concernant les déficits excessifs au moment de l'entrée en vigueur de cette règle, le 8 novembre 2011, un régime transitoire s'applique pendant les trois années suivant la correction de leur déficit excessif. Durant cette période transitoire, des progrès suffisants doivent être enregistrés, de manière à respecter le critère de la dette à la fin de la période. Ces progrès sont mesurés à l'aune de l'ajustement du solde budgétaire structurel, également appelé minimum linear structural adjustment (MLSA).

3.2.3 Communication de la CE concernant l'utilisation optimale de la flexibilité offerte par les règles du pacte de stabilité et de croissance

Après le renforcement des règles du cadre de gouvernance européen en matière de finances publiques au cours de la période 2011-2013, la conviction s'est répandue au sein du Conseil européen et de la CE que l'application des règles budgétaires devrait avoir pour but de stimuler la croissance potentielle et la création d'emplois. Ainsi, le Conseil européen de juin 2014 a déclaré dans ses conclusions que la flexibilité offerte par le pacte de stabilité et de croissance devrait servir à soutenir la stratégie de croissance de l'UE. Pour sa part, la CE a expliqué dans une communication de janvier 2015 comment elle entendait utiliser au mieux la flexibilité offerte par les règles existantes du pacte de stabilité et de croissance afin d'encourager l'adoption d'une politique budgétaire favorable à la croissance. Cet objectif est à atteindre par une meilleure prise en compte des circonstances conjoncturelles dans les États membres pour la définition des efforts à fournir dans le cadre du volet préventif, mais aussi en stimulant les investissements et en encourageant la mise en place effective de réformes structurelles. Cette communication concrétise une série de propositions en matière de stimulation de la croissance et de l'emploi issues du programme politique du

TABEAU 4 DÉTERMINATION DE L'AJUSTEMENT ANNUEL REQUIS DU SOLDE BUDGÉTAIRE STRUCTUREL POUR LES PAYS QUI N'ONT PAS ENCORE ATTEINT LEUR OBJECTIF À MOYEN TERME
(points de pourcentage du PIB)

Conditions économiques	Dettes brutes < 60 % du PIB et pas de risque en matière de soutenabilité des finances publiques	Dettes brutes > 60 % du PIB ou risque en matière de soutenabilité des finances publiques
Exceptionnellement mauvaises: croissance réelle < 0 % ou écart de production ⁽¹⁾ < -4 %		Pas d'ajustement
Très mauvaises: -4 % ≤ écart de production < -3 %	0,0	0,25
Mauvaises: -3 % ≤ écart de production < -1,5 %		
a) écart de production < croissance potentielle	0,0	0,25
b) écart de production > croissance potentielle	0,25	0,5
Normales: -1,5 % ≤ output gap < 1,5 %	0,5	> 0,5 ⁽²⁾
Bonnes: écart de production ≥ 1,5 %		
a) écart de production < croissance potentielle	> 0,5 ⁽²⁾	≥ 0,75
b) écart de production > croissance potentielle	≥ 0,75	≥ 1,0

Source: CE.

(1) L'écart de production correspond à l'écart entre le PIB observé et son niveau potentiel, en pourcentage duquel il est exprimé.

(2) Une amélioration du solde structurel supérieure à 0,5 point de pourcentage du PIB est par convention comprise comme étant égale à au moins 0,6 point de pourcentage du PIB.

nouveau président de la CE, Jean-Claude Juncker, sur lequel le Parlement européen s'est appuyé pour constituer la nouvelle Commission.

3.2.3.1 Meilleure prise en compte des circonstances conjoncturelles

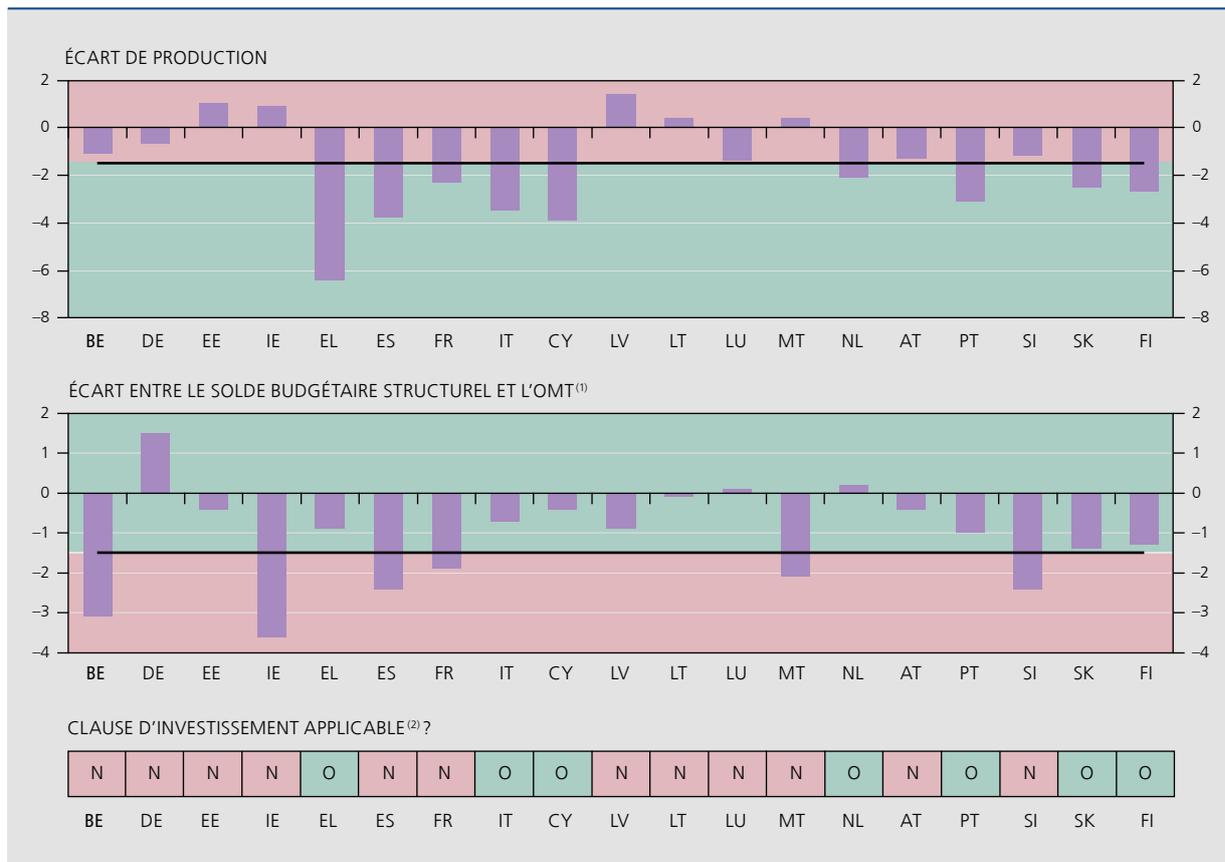
Afin de mieux tenir compte des fluctuations conjoncturelles, la CE utilisera désormais une matrice décrivant les ajustements budgétaires appropriés qu'elle attend des pays au titre du volet préventif du pacte de stabilité et de croissance. Cela signifie que les États membres qui n'ont toujours pas atteint leur objectif à moyen terme devront consentir un plus grand effort de consolidation en des temps plus favorables. Les pays dont la situation macroéconomique est jugée extrêmement mauvaise, parce que la croissance réelle du PIB y est négative ou que l'écart de production négatif y est supérieur à 4 % du PIB, ne doivent procéder à aucune consolidation. L'ajustement requis du solde budgétaire structurel est par ailleurs modulé en fonction du niveau de la dette publique. La nouvelle matrice rend en tout état de cause l'application des règles budgétaires par la CE plus transparente qu'auparavant.

3.2.3.2 Clause d'investissement

Dans le but de stimuler les investissements, les États membres relevant du volet préventif du pacte de stabilité et de croissance sont autorisés à s'écarter temporairement de leur objectif à moyen terme ou de la trajectoire d'ajustement budgétaire. Il faut savoir que cette clause d'investissement ne peut être appliquée par les États que sous des conditions strictes. Elle ne vaut que pour les États membres dont la croissance du PIB en volume est négative ou dont le PIB demeure fortement en retrait par rapport à son niveau potentiel, induisant un écart de production négatif supérieur à 1,5 % du PIB. De plus, les dépenses nationales consenties à des fins d'investissement ne sont prises en compte que si les projets sont cofinancés soit par l'UE au titre de la politique structurelle et de cohésion, des réseaux transeuropéens et du mécanisme pour l'interconnexion en Europe, soit par le Fonds européen pour les investissements stratégiques. Le résultat doit être une augmentation effective des niveaux d'investissement. L'écart ne peut entraîner un dépassement du seuil de 3 % pour le déficit budgétaire, et il convient de préserver une marge de sécurité. L'écart doit par ailleurs être corrigé durant la période couverte par le programme de stabilité et de convergence de l'État membre, soit dans les quatre ans suivant

GRAPHIQUE 3 APPLICATION DES CRITÈRES DE LA CLAUSE D'INVESTISSEMENT AUX PAYS DE LA ZONE EURO

(chiffres pour 2015, en pourcentage du PIB potentiel, sauf mention contraire)



Source: CE.

(1) En points de pourcentage du PIB.

(2) En 2016, l'écart de production négatif devrait être inférieur à 1,5 % du PIB à Chypre, aux Pays-Bas et au Portugal, de sorte que ces pays ne respecteraient plus les conditions de la clause d'investissement.

l'entrée en vigueur de la clause d'investissement. La CE a opérationnalisé ce dernier critère en exigeant que l'écart entre le solde budgétaire structurel et l'objectif à moyen terme n'excède pas 1,5 point de pourcentage du PIB. Ces conditions peuvent être qualifiées de strictes en ce sens que seul un nombre limité de pays y répondent.

3.2.3.3 Clause des réformes structurelles

Les États membres relevant du volet préventif du pacte de stabilité et de croissance sont aussi autorisés à s'écarter temporairement de leur objectif à moyen terme ou de la trajectoire d'ajustement qui doit y conduire afin de tenir compte de l'effet de réformes structurelles. Ces écarts ne peuvent excéder 0,5 point de pourcentage du PIB et doivent être corrigés durant la période couverte par le programme de stabilité et de convergence. Cette dernière condition implique que seuls les États membres dont le solde budgétaire structurel s'écarter de

maximum 1,5 point de pourcentage du PIB de leur objectif à moyen terme peuvent recourir à la clause des réformes structurelles. La CE évaluera ces réformes et s'assurera, à cet effet, qu'elles sont de grande ampleur, qu'elles ont des effets budgétaires positifs à long terme vérifiables, en ce compris un renforcement de la croissance potentielle, et qu'elles sont intégralement mises en œuvre.

Pour les États membres soumis à une procédure concernant les déficits excessifs, la CE peut recommander un délai plus long pour la correction du déficit excessif, pour autant que l'État ait entrepris un plan spécifique de réformes structurelles répondant aux conditions susvisées. Lorsqu'il s'agit de décider s'il y a lieu ou non d'entamer une procédure concernant les déficits excessifs, la mise en place de mesures structurelles peut être considérée comme un facteur pertinent.

3.2.4 Application du cadre réglementaire : contrôle, marges de tolérance et procédures en cas de non-respect

Dans le cadre de sa surveillance budgétaire multilatérale, la CE examine systématiquement si la politique budgétaire des États membres répond aux exigences du pacte de stabilité et de croissance.

3.2.4.1 Volet préventif

L'examen du respect du volet préventif du pacte de stabilité et de croissance se concentre sur le respect de l'objectif à moyen terme et de la convergence exigée vers cet objectif. Cette évaluation consiste en une analyse ex ante des plans budgétaires et en une analyse ex post sur la base des données statistiques pour l'année précédente communiquées par les États membres à Eurostat et validées par lui. Seuls les résultats de l'examen ex post peuvent donner lieu à une éventuelle procédure susceptible d'entraîner des sanctions.

L'examen ex ante comprend une évaluation des objectifs et mesures budgétaires figurant dans les programmes de stabilité et de convergence, que les États membres sont tenus de présenter à la CE chaque année en avril. À cet effet, la CE se base sur les données macroéconomiques et budgétaires de ses prévisions de printemps. Cela commence par une vérification de la conformité de l'objectif à moyen terme aux exigences. L'analyse s'emploie ensuite à vérifier si le solde budgétaire structurel de l'État membre est conforme à l'objectif à moyen terme ou, dans la négative, si l'amélioration requise est réalisée et si la trajectoire d'ajustement est respectée. Enfin, la hausse planifiée des dépenses publiques est examinée afin de déterminer si elle est conforme à la norme. Pour respecter le volet préventif, un État membre doit répondre à la fois aux règles concernant le solde budgétaire structurel et à celles qui portent sur les dépenses publiques. S'il ne satisfait pas au moins à l'une de ces exigences, la CE procédera à une évaluation globale.

Une importante nouveauté depuis l'introduction du « Two-Pack » est que la CE procède par ailleurs à un examen des projets de plans budgétaires que les États membres de la zone euro doivent publier pour le 15 octobre et émet ensuite un avis à ce sujet. Si la CE constate d'importants manquements aux règles du pacte de stabilité et de croissance, elle enjoint les États membres concernés de revoir leurs plans.

L'analyse ex post examine les données budgétaires de l'année précédente et vérifie si le pays s'écarte de son objectif à moyen terme ou de la trajectoire qui doit

permettre d'y parvenir. Pour ce faire, la CE évalue si les écarts éventuels par rapport à la trajectoire d'ajustement vers l'objectif à moyen terme sont « significatifs »⁽¹⁾. Tel est le cas si les deux conditions suivantes sont remplies ou si l'une d'entre elles l'est tandis qu'une évaluation globale montre une conformité limitée avec l'autre. D'une part, l'écart entre l'évolution du solde structurel et la trajectoire prédéfinie s'élève à au moins 0,5 point de pourcentage du PIB pour une année donnée ou à au moins 0,25 point de pourcentage du PIB en moyenne par an pendant deux années consécutives. D'autre part, l'évolution des dépenses publiques s'écarte de l'objectif fixé et a une incidence sur le solde des administrations publiques d'au moins 0,5 point de pourcentage du PIB pour une année donnée ou de manière cumulée sur deux années consécutives.

Les écarts sont toutefois considérés comme non significatifs s'ils résultent de circonstances inhabituelles indépendantes de la volonté de l'État membre et ayant un effet négatif sensible sur la situation financière des administrations publiques, ou durant des périodes de croissance particulièrement négative au sein de l'UE ou de l'ensemble de la zone euro.

Lorsqu'elle constate un écart significatif, la CE adresse un avertissement à l'État membre. Si ce dernier ne lui réserve pas une suite adéquate et ne corrige pas la différence à temps, le Conseil Ecofin peut décider de lancer la procédure prévue au titre du volet préventif du pacte de stabilité et de croissance en cas d'écart significatif. Cette procédure peut donner lieu à une sanction sous la forme d'un dépôt portant intérêt de 0,2 % du PIB.

3.2.4.2 Volet correctif

Lorsqu'il ressort des données statistiques relatives aux finances publiques soit que le déficit budgétaire dépasse la valeur de référence de 3 % du PIB, soit que les règles en matière de dette publique n'ont pas été respectées, ou lorsque les perspectives montrent qu'il existe un tel risque, la CE établit un rapport dans lequel elle détermine s'il y a lieu d'engager une procédure concernant les déficits excessifs. À cet effet, la CE tient compte du niveau des investissements publics ainsi que de tous les autres facteurs pertinents, parmi lesquels les évolutions économiques et budgétaires à moyen terme.

S'agissant du critère concernant le déficit, il existe, comme évoqué précédemment, deux clauses d'exception pouvant empêcher le lancement d'une procédure concernant les déficits excessifs. Tel est le cas si le déficit

(1) La notion d'écart significatif est au centre de l'analyse ex post mais est aussi utilisée dans l'analyse ex ante.

s'est considérablement et continuellement résorbé et s'il s'approche de la valeur de référence de 3 % du PIB, ou si le dépassement est exceptionnel et de nature temporaire et si le déficit reste proche de la valeur de référence.

Une marge de tolérance est également prévue pour le minimum linear structural adjustment que les pays soumis à une procédure concernant les déficits excessifs en date du 8 novembre 2011 sont tenus de respecter afin de répondre au critère de la dette au terme de la période transitoire de trois ans. Ainsi, l'écart entre l'ajustement réalisé du solde budgétaire structurel et l'amélioration requise ne peut excéder 0,25 point de pourcentage du PIB.

Lorsque le Conseil Ecofin estime, sur l'avis de la CE, qu'il y a déficit excessif, il adresse à l'État membre concerné des recommandations visant à résorber le déficit dans un délai donné par la voie d'une amélioration minimale du solde budgétaire structurel à réaliser et, le cas échéant, impose des sanctions. S'il s'avère ensuite que l'État membre a bien entrepris des actions suivies d'effets, en ce sens que l'amélioration requise du solde budgétaire structurel a été réalisée, mais qu'il n'est pas parvenu à ramener le déficit budgétaire sous le seuil de 3 % du PIB, le Conseil Ecofin peut autoriser un allongement du délai – d'un an, en principe. En revanche, si l'État membre ne donne pas suite aux recommandations du Conseil Ecofin, il est soumis à l'étape suivante de la procédure définie par le traité de Maastricht, qui peut déboucher in fine sur une amende plafonnée à 0,5 % du PIB. Une procédure concernant les déficits excessifs peut être interrompue si le déficit excessif

a été corrigé durablement. Cet aspect est évalué sur la base tant des données statistiques que des perspectives tirées de l'hypothèse d'une politique inchangée.

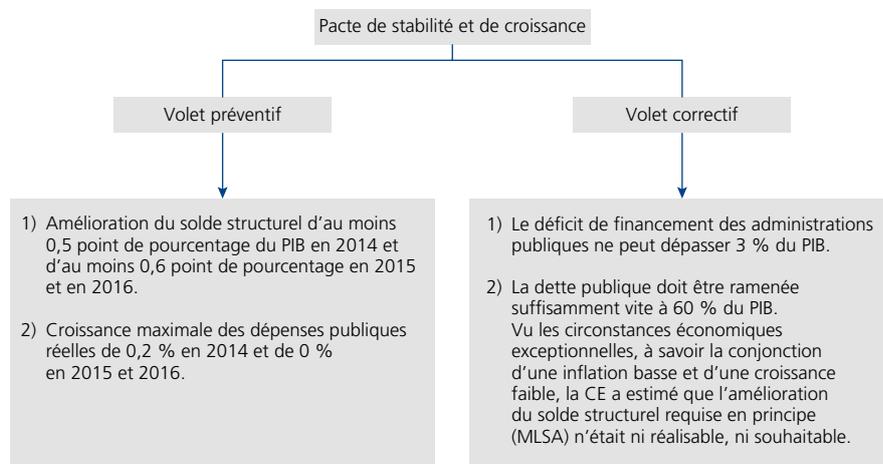
Le dépôt de statistiques erronées en matière de déficit budgétaire ou de dette publique est également passible d'une amende pouvant atteindre 0,2 % du PIB.

3.3 Règles budgétaires européennes applicables à la Belgique

Depuis la décision du Conseil Ecofin de juin 2014 levant la procédure concernant les déficits excessifs la concernant, qui avait été entamée en décembre 2009, la Belgique est soumise au volet préventif du pacte de stabilité et de croissance. Elle est par ailleurs tenue de respecter les conditions du volet correctif.

S'agissant du volet préventif, l'objectif à moyen terme de la Belgique a été fixé, comme indiqué ci avant, à un excédent structurel de 0,75 % du PIB. La Belgique se doit de converger à un rythme approprié vers cet objectif. L'amélioration requise a été fixée à au moins 0,5 point de pourcentage du PIB en 2014 et, sur la base de la matrice décisionnelle adaptée ainsi que des projections de printemps 2015 de la CE, à au moins 0,6 point de pourcentage du PIB en 2015 et en 2016. Quant à la variation annuelle autorisée des dépenses publiques réelles, la Belgique s'est vu recommander une croissance maximale de 0,2 % en 2014 et de 0 % en 2015 et en 2016.

GRAPHIQUE 4 RÉSUMÉ DES RÈGLES BUDGÉTAIRES EUROPÉENNES APPLICABLES À LA BELGIQUE EN 2014, EN 2015 ET EN 2016



Source: CE.

Pour ce qui est du volet correctif, le déficit nominal des administrations publiques ne peut excéder 3 % du PIB, et la dette publique doit être ramenée à un rythme satisfaisant sous la valeur de référence de 60 % du PIB. La Belgique bénéficie d'un régime transitoire courant de 2014 à 2016. Pour pouvoir répondre au critère de la dette à la fin de la période transitoire, il faudrait qu'au cours de cette période, le solde budgétaire structurel s'améliore annuellement d'au moins 0,7 point de pourcentage du PIB. Or, étant donné qu'aucune amélioration n'a été enregistrée en 2014, cet ajustement annuel s'élève à au moins 1,1 point de pourcentage du PIB pour 2015 et 2016. Eu égard aux circonstances économiques exceptionnelles, à savoir la conjonction d'une inflation basse et d'une croissance économique faible, la CE a toutefois estimé, dans son avis de février 2015, que l'amélioration du solde budgétaire structurel requise en principe n'était ni réalisable ni souhaitable.

4. Applications récentes du cadre budgétaire européen à la Belgique et à d'autres pays de la zone euro

L'évaluation des projets de budget pour 2015 et des derniers programmes de stabilité permet de se faire une idée de la manière dont la CE applique le cadre budgétaire européen actuel en tenant compte des nouvelles règles en matière de flexibilité.

4.1 Évaluation des projets de budget pour 2015

Les projets de budget pour 2015 des États membres de la zone euro qui ne sont pas soumis à un programme d'ajustement ont été examinés par la CE dans le courant du mois de novembre 2014⁽¹⁾. Dans la conclusion générale de l'analyse initiale des projets de budget, la CE établissait que cinq pays respectaient intégralement les recommandations du pacte de stabilité et de croissance, que quatre pays les observaient en grande partie et que les sept derniers présentaient des risques de non-respect. Ces deux derniers groupes de pays ont été invités à engager les mesures budgétaires nécessaires afin que leur budget pour 2015 soit conforme aux exigences du pacte de stabilité et de croissance. Dans les cas de la France, de l'Italie et de la Belgique, la CE a estimé que le risque de non-respect pourrait entraîner des conséquences éventuelles pour la procédure concernant les déficits excessifs. La CE avait alors annoncé qu'elle procéderait à une nouvelle évaluation pour mars 2015.

(1) La Grèce et Chypre sont actuellement soumises à un programme d'ajustement.

À la fin de février 2015, la CE a publié les résultats de l'analyse de suivi qu'elle avait annoncée concernant l'application du pacte de stabilité et de croissance en France, en Italie et en Belgique. Cette analyse tenait compte de nouvelles informations concernant la finalisation des lois budgétaires, des programmes de réformes structurelles et des prévisions d'hiver de la CE. Comme la Belgique et l'Italie relevaient du volet préventif, la CE a vérifié si ces pays transgressaient le critère concernant le déficit ou celui de la dette, en établissant un rapport conformément à l'article 126, paragraphe 3, du traité sur le fonctionnement de l'Union européenne. Les prévisions d'hiver 2015 de la CE avaient en effet fait apparaître que le déficit budgétaire s'élèverait en Belgique à 3,2 % du PIB en 2014 et que les progrès enregistrés seraient insuffisants pour respecter le critère de la dette, ce qui était également le cas en Italie. En ce qui concerne la France, un rapport au titre de l'article 126, paragraphe 7, du traité sur le fonctionnement de l'Union européenne a été établi dans le cadre de la procédure concernant les déficits excessifs en cours pour déterminer s'il y avait lieu d'entamer des actions supplémentaires dans le cadre de la procédure.

Belgique

S'agissant de la Belgique, le rapport concluait principalement que, compte tenu de tous les facteurs pertinents, le pays respectait aussi bien le critère lié au déficit que celui de la dette et qu'il n'y avait dès lors pas lieu d'enclencher une procédure concernant les déficits excessifs.

Ces conclusions reposaient sur une analyse approfondie amenant au constat que si le déficit budgétaire de 3,2 % du PIB attendu pour 2014 excédait bel et bien la valeur de référence de 3 % du PIB, ce dépassement était limité, exceptionnel et de nature temporaire. Il peut être attribué notamment à des circonstances inhabituelles, parmi lesquelles les modifications statistiques liées au passage à la méthodologie du SEC 2010. L'incidence de ce facteur sur le déficit public a été estimée à 0,3 % du PIB pour 2013, et il a été tenu compte d'un effet comparable pour 2014. La CE épinglait par ailleurs des recettes plus faibles qu'escompté, dont certaines étaient prévisibles.

Dans le cadre de l'analyse du critère de la dette, il a été constaté que l'amélioration attendue du solde structurel ne permettrait pas de satisfaire à la condition prévoyant de respecter ce critère en 2016, c'est-à-dire au terme de la période transitoire. Une série de facteurs pertinents ont toutefois été pris en compte dans l'évaluation. Tout d'abord, le respect de la trajectoire d'ajustement requise en direction de l'objectif à moyen terme était considéré comme globalement

garanti. Ensuite, les réformes structurelles annoncées en matière de pensions, de compétitivité sur le plan des coûts salariaux et de participation au marché du travail, qui contribuent partiellement à répondre aux recommandations par pays que la CE avait formulées en 2014, ont été prises en considération. Enfin, la présence de circonstances économiques exceptionnelles a été retenue, à savoir la conjonction d'une inflation basse et d'une croissance faible, lesquelles ont sensiblement compliqué le respect des conditions liées au critère de la dette durant la période transitoire de 2014 à 2016. Au vu de ces circonstances, la CE a estimé que l'amélioration significative exigée du solde budgétaire structurel n'était ni réalisable ni souhaitable.

Il ressort avant tout de l'examen de la politique budgétaire belge par la CE que le critère de la dette n'a pas été appliqué à la lettre pendant la période transitoire et que, par ailleurs, la CE a clairement tenu compte du contexte économique et d'un large éventail d'autres facteurs pertinents.

Italie

Le rapport relatif à l'Italie épinglait certes la présence d'un écart significatif par rapport à la trajectoire prescrite sur la voie de la résorption de la dette, mais il concluait qu'en tenant compte de tous les facteurs pertinents, l'Italie respectait le critère de la dette. Dans la mesure où les conditions liées au déficit étaient également remplies, l'ouverture d'une procédure concernant les déficits excessifs ne se justifiait pas.

Pour parvenir à cette conclusion, la CE a pris en considération une série de facteurs pertinents qui avaient également été retenus aux fins de l'analyse concernant la Belgique: les circonstances économiques exceptionnelles, à savoir la coexistence d'une inflation basse et

d'une croissance faible, qui compliquent sensiblement le respect des conditions liées au critère de la dette pendant la période transitoire, la perspective de satisfaire à l'amélioration exigée du solde budgétaire structurel au titre du volet préventif du pacte de stabilité et de croissance – amélioration qui a été revue à la baisse pour l'Italie après la communication de janvier 2015 de la CE relative à la flexibilité, ce qui a permis à l'Italie de remplir les conditions prescrites –, ainsi que la mise en place attendue de mesures ambitieuses favorables à la croissance.

France

Pour ce qui est de la France, la CE a examiné, dans le cadre de la procédure concernant les déficits excessifs en cours, si ce pays avait entrepris une action suivie d'effets en vue de corriger son déficit excessif en 2015. L'analyse a fait apparaître que la France n'avait pas l'intention de respecter les recommandations du Conseil Ecofin de juin 2013 relatives à ses objectifs budgétaires nominaux et structurels. La CE a néanmoins décidé, en se fondant sur l'examen portant sur la période 2013-2014, qu'on ne pouvait pas conclure que la France n'avait pas entrepris d'action suivie d'effets et a proposé de reporter de deux ans l'échéance pour la correction du déficit excessif, soit jusqu'en 2017.

Contrairement aux pratiques courantes, cette analyse n'a toutefois pas tenu compte des projections pour l'année en cours, c'est-à-dire l'échéance pour la correction du déficit excessif. De plus, d'une part, l'évaluation relative à l'année 2014 se fondait sur des données non validées et, d'autre part, l'échéance n'est en règle générale reportée que d'un an. Les conclusions de la CE ont été entérinées par le Conseil Ecofin le 10 mars 2015. À la fin de mars 2015, les chiffres temporaires pour 2014 montraient que des actions suivies d'effets avaient été entreprises pour la période 2013-2014.

TABLEAU 5 SITUATION DES ÉTATS MEMBRES DE LA ZONE EURO AU SEIN DU PACTE DE STABILITÉ ET DE CROISSANCE

États relevant du volet préventif	États relevant du volet correctif ⁽¹⁾
Allemagne, Estonie, Finlande, Lettonie, Lituanie, Luxembourg, Malte, Slovaquie	Irlande (2015), France (2017), Portugal (2015), Slovénie (2015), Espagne (2016)
Autriche, Belgique, Italie, Pays-Bas (pays également soumis à la règle transitoire relative au critère de la dette)	Chypre (2016), Grèce (2016) (pays sous programme)

Sources: CE, BNB.

(1) Les années mentionnées entre parenthèses indiquent l'échéance pour la correction des déficits publics excessifs.

TABLEAU 6 VOLET PRÉVENTIF: SYNTHÈSE DES RÉSULTATS DE L'ANALYSE DE LA CE CONCERNANT LES ÉTATS MEMBRES DE LA ZONE EURO (MAI 2015)

	2014	2015	2016
Allemagne	Respect		
Luxembourg	Respect		
Pays-Bas	Respect		
Lituanie	Respect	Léger écart	Écart significatif
Slovaquie	Respect ⁽¹⁾	Respect	Respect ⁽¹⁾
Italie	Respect ⁽¹⁾	Respect ⁽¹⁾	Léger écart
Lettonie	Respect ⁽¹⁾	Respect	Écart significatif
Estonie	Respect ⁽¹⁾	Léger écart	Écart significatif
Autriche	Respect ⁽¹⁾	Léger écart	Écart significatif
Belgique	Léger écart	Léger écart	Écart significatif
Finlande	Léger écart	Écart significatif	Écart significatif
Malte	— ⁽²⁾	Léger écart	Léger écart

Source : CE.

(1) Un écart a été constaté par rapport à l'objectif en matière d'évolution du solde structurel et/ou des dépenses publiques. L'analyse globale de la CE a cependant montré que ces pays satisfaisaient aux conditions.

(2) Pas d'application puisque Malte faisait l'objet d'une procédure concernant les déficits excessifs.

Enfin, la CE n'a décidé de rejeter les projets de plan budgétaire pour 2015 d'aucun de ces trois pays, alors même que, sur la base de ces résultats combinés à ceux de l'année précédente, ils semblaient s'écarter des règles du pacte de stabilité et de croissance en de multiples points. Cette décision s'explique par la prise en compte d'un degré élevé de flexibilité et d'un large éventail de facteurs pertinents.

4.2 Évaluation des programmes de stabilité 2015

4.2.1 Évaluation des pays de la zone euro

En mai 2015, la CE a publié ses recommandations par pays ainsi que ses recommandations dans le cadre du pacte de stabilité et de croissance. Ces dernières se fondent sur les programmes de stabilité des États membres pour 2015 et tiennent compte des prévisions de printemps 2015 de la CE. L'analyse qui suit se concentre sur l'examen du respect des règles budgétaires.

Pour commencer, la CE a vérifié si les États qui étaient soumis à une procédure concernant les déficits excessifs respectaient les recommandations que le Conseil Ecofin leur avait adressées. Sept pays sont concernés pour la zone euro, dans la mesure où le Conseil a décidé en juin 2015 de suspendre la procédure qui visait Malte.

De plus, s'agissant des pays qui ne sont pas soumis à une procédure concernant les déficits excessifs, la CE a vérifié s'ils répondaient aux conditions du volet correctif – à savoir les critères liés au déficit et à la dette. Les chiffres globaux tirés des prévisions de printemps 2015 de la CE pointaient une amélioration de la situation budgétaire de la plupart des États membres de la zone euro. Pour ce qui est de la Finlande, un rapport préparé conformément à l'article 126, paragraphe 3, du traité sur l'Union européenne concluait que le pays ne respectait ni le critère concernant le déficit, ni celui de la dette. Aucune procédure concernant les déficits excessifs n'a pourtant été engagée pour l'heure, dans l'attente de l'introduction à l'automne 2015 d'un programme de stabilité adapté par la Finlande. La situation budgétaire des autres pays de la zone euro n'a pas nécessité d'autre démarche.

Enfin, pour les douze pays de la zone euro qui ne sont pas soumis à une procédure concernant les déficits excessifs, la CE a examiné le respect des conditions prévues par le volet préventif. À cet effet, elle a examiné, en s'appuyant sur ses projections de printemps 2015, le respect de l'objectif à moyen terme ou, lorsqu'il n'avait pas encore été atteint, les progrès qui seraient enregistrés en vue de sa réalisation. Dans ce dernier cas, elle a chaque fois analysé l'évolution observée durant l'année ainsi que les moyennes de l'année et de celle qui précède. Cette analyse a montré que seuls trois pays atteindraient leur objectif à moyen terme sur l'ensemble de la période ou enregistreraient les progrès requis sur la voie de

TABEAU 7 ÉVALUATION DU PROGRAMME DE STABILITÉ 2015 DE LA BELGIQUE PAR LA CE (MAI 2015) – VOLET PRÉVENTIF

	2014	2015		2016	
	CE ⁽¹⁾	PS ⁽²⁾	CE ⁽¹⁾	PS ⁽²⁾	PS ⁽²⁾
1. Variation du solde structurel (en points de pourcentage du PIB par rapport à l'année précédente, sauf mention contraire)					
Variation (minimale) requise (I)	0,5		0,6		0,6
Variation réalisée/attendue (II)	-0,1	0,6	0,5	0,6	0,2
Écart sur un an (en points de pourcentage du PIB) (III) = (II) – (I)	-0,6	0,0	-0,1	0,0	-0,4
Écart moyen sur deux ans (en points de pourcentage du PIB)	– ⁽³⁾	-0,3	-0,4	0,0	-0,3
2. Variation des dépenses publiques réelles (en pourcentage par rapport à l'année précédente, sauf mention contraire)					
Variation (maximale) requise	0,2		0,0		0,0
Variation réalisée/attendue	0,5	-1,3	-0,1	0,1	1,3
Écart sur un an (en points de pourcentage du PIB) ⁽⁴⁾	-0,2	0,6	0,0	0,0	-0,6
Écart moyen sur deux ans (en points de pourcentage du PIB) ⁽⁴⁾ ..	– ⁽³⁾	0,2	-0,1	0,3	-0,3
3. Conclusion					
Sur un an	Évaluation globale	Respect	Évaluation globale	Respect	Évaluation globale
En moyenne sur deux ans	– ⁽³⁾	Évaluation globale	Évaluation globale	Respect	Écart significatif
Conclusion générale	Léger écart	Respect	Léger écart	Respect	Écart significatif

Source: CE.

(1) Prévisions de printemps 2015 de la CE.

(2) Programme de stabilité d'avril 2015.

(3) Pas d'application, puisque la Belgique était soumise à une procédure concernant les déficits excessifs en 2013.

(4) Incidence sur le solde structurel de l'écart entre la variation réalisée/attendue et la variation requise.

la réalisation de cet objectif. Les autres pays ne respecteraient pas toujours les règles prescrites. Outre la Finlande, la Belgique est le seul pays qui ne respecterait les règles pour aucune année.

4.2.2 Évaluation de la Belgique

En ce qui concerne la Belgique, la conclusion tirée en février 2015 concernant le respect du critère lié au déficit et de celui de la dette a été confirmée en mai 2015 dans les grandes lignes, les facteurs pertinents utilisés pour parvenir à cette conclusion restant d'application au vu des nouvelles informations issues des pouvoirs publics belges et des prévisions de printemps 2015 de la CE.

L'examen du respect du volet préventif du pacte de stabilité et de croissance a livré des résultats en demi-teinte.

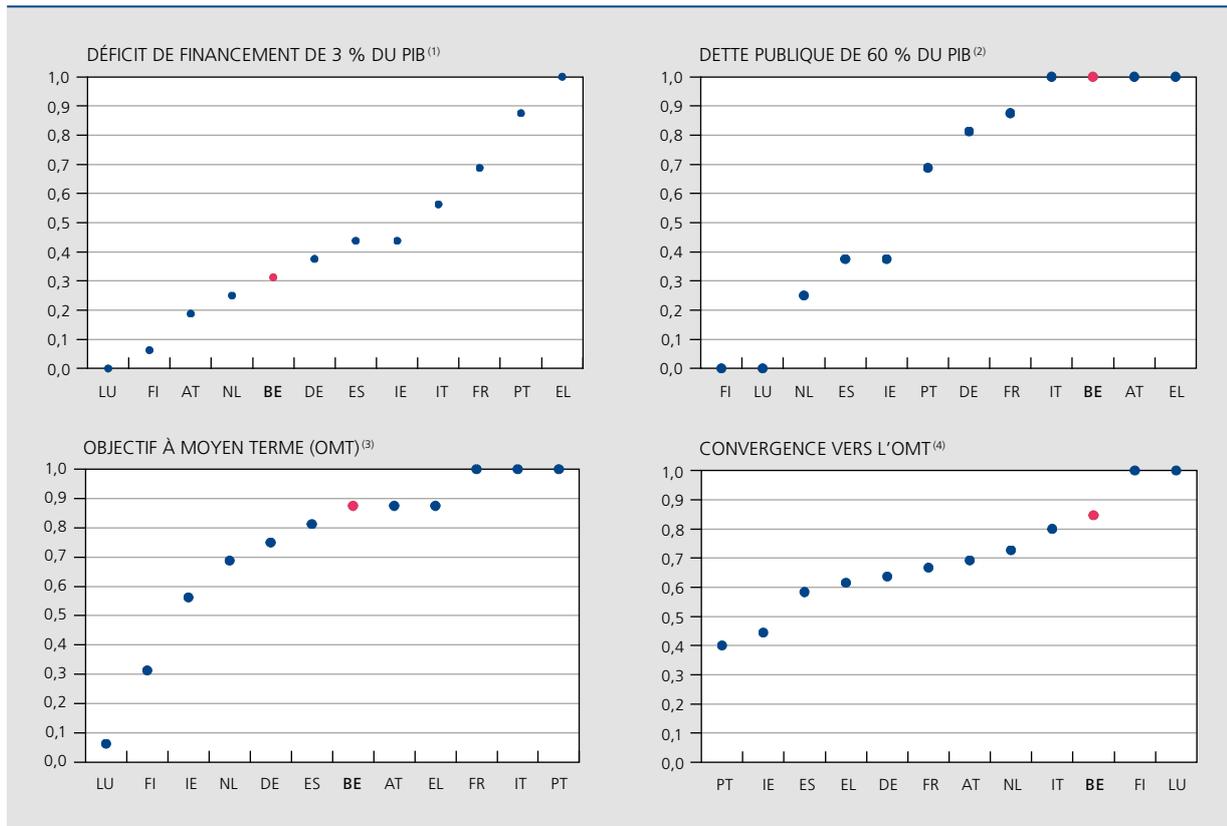
Pour 2014, l'analyse globale ex post effectuée par la CE montre que la Belgique s'écarte quelque peu de la trajectoire de convergence prescrite vers l'objectif à moyen terme. Pour 2015 et pour 2016, les progrès qui devraient être enregistrés sur la voie de l'objectif à moyen terme selon le programme de stabilité de la Belgique répondent aux conditions du pacte de stabilité et de croissance. D'après les prévisions de printemps 2015 de la CE, il existe toutefois un risque de léger écart en 2015 et, à politique inchangée, un risque d'écart significatif pour 2016.

5. Évaluation du cadre budgétaire européen

Le présent chapitre évalue l'actuel cadre européen de gouvernance en matière de finances publiques, en

GRAPHIQUE 5 NON-RESPECT DES PRINCIPALES RÈGLES DU PACTE DE STABILITÉ ET DE CROISSANCE

(fréquence de non-respect de la règle durant la période 1999-2014)



Sources: CE, BNB.

(1) Nombre d'années où le déficit de financement des administrations publiques a été supérieur à 3 % du PIB, divisé par le nombre total d'années.

(2) Nombre d'années où la dette publique a été supérieure à 60 % du PIB, divisé par le nombre total d'années.

(3) Nombre d'années où le solde de financement structurel a été inférieur à -0,5 % du PIB, divisé par le nombre total d'années.

(4) Pendant les années où le solde de financement structurel a été inférieur à -0,5 % du PIB, part des années où l'amélioration annuelle du solde de financement structurel a été inférieure à 0,5 point de pourcentage du PIB.

recourant aux critères auxquels les règles budgétaires doivent idéalement satisfaire, et examine des propositions de réforme du cadre budgétaire européen.

5.1 Efficacité du pacte de stabilité et de croissance

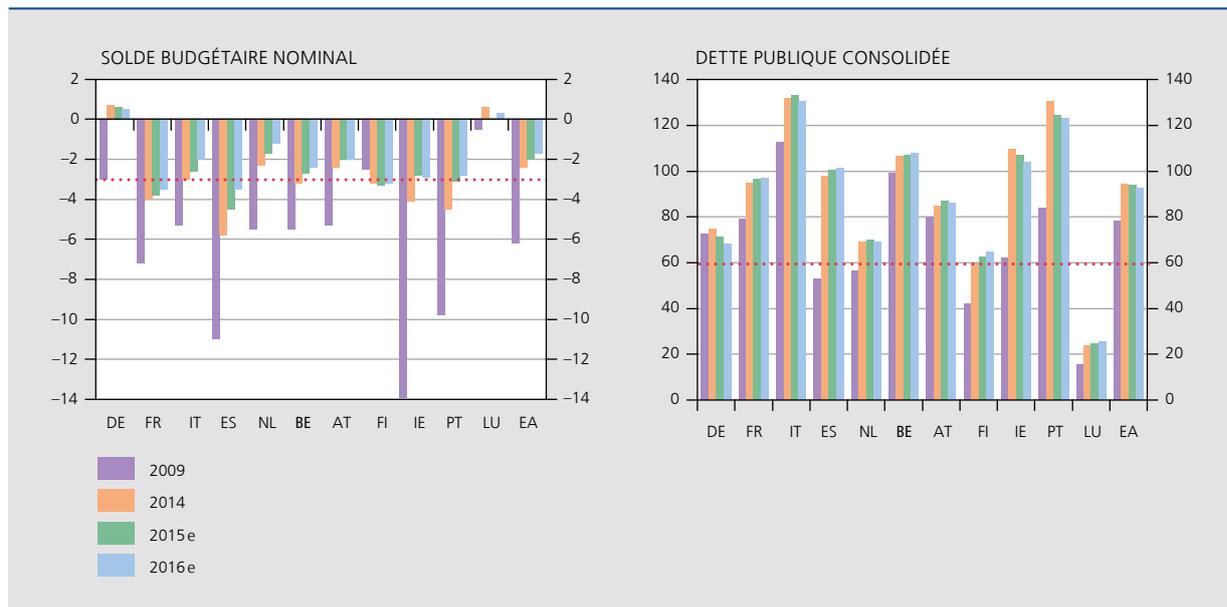
Il est difficile d'évaluer dans quelle mesure les règles budgétaires et les procédures y afférentes prévues par le traité de Maastricht et par le pacte de stabilité et de croissance ont contribué à une bonne politique budgétaire. En effet, il n'est pas possible d'établir une comparaison avec une situation où ce cadre budgétaire ne s'appliquerait pas aux pays de la zone euro. Cela dit, on peut tirer une série d'enseignements intéressants de l'évaluation du respect des règles budgétaires européennes et de l'évolution des finances publiques dans les pays de la zone euro.

Dans une étude récente, des collaborateurs du FMI⁽¹⁾ ont évalué le respect des règles du pacte de stabilité et de croissance depuis 1999. Il en ressort clairement que le non-respect des règles budgétaires au sens strict était plutôt la règle que l'exception. En effet, l'objectif visé par le pacte de stabilité et de croissance, à savoir que tous les États membres parviennent à des situations budgétaires structurellement en équilibre, n'a pas été atteint dans bon nombre de pays, voire dans l'ensemble de la zone euro. À cet égard, on doit considérer que l'application des règles n'est pas un succès.

Si les règles budgétaires européennes avaient été bien respectées au cours de la période précédant l'union monétaire européenne, cela a été nettement moins le cas une fois que les pays ont formé cette union. Durant les années qui ont suivi l'approbation de l'adhésion à

(1) Cf. Eyraud L. et T. Wu (2015).

GRAPHIQUE 6 SOLDE BUDGÉTAIRE ET DETTE PUBLIQUE DANS UNE SÉRIE DE PAYS DE LA ZONE EURO
(pourcentages du PIB)



Sources: CE, BNB.

l'union monétaire, une dégradation du solde budgétaire structurel a été observée dans la plupart des pays, là où ce solde s'était généralement sensiblement renforcé au cours des années précédentes. Cet assouplissement de la politique budgétaire témoigne très clairement d'une « fatigue budgétaire ». Alors que tout pays n'observant pas les critères de Maastricht aurait encouru une sanction des plus sévères, puisqu'il se serait vu refuser l'adhésion à l'union monétaire, les mécanismes de sanction du pacte de stabilité et de croissance ont en tout état de cause été perçus comme nettement moins coercitifs.

Après la crise financière et la récession économique qui en a découlé, les règles du pacte de stabilité et de croissance ont été renforcées, ce qui a indéniablement concouru à redresser la situation des finances publiques dans la zone euro. Cette amélioration est surtout visible dans la réduction sensible des déficits budgétaires qu'ont opérée la plupart des États membres par rapport à 2009. Le déficit budgétaire de l'ensemble de la zone euro a été ramené sous la barre des 3 % du PIB en 2013, pour la première fois depuis 2008, revenant à 2,4 % du PIB en 2014. Cette tendance à l'amélioration devrait se poursuivre dans les années à venir.

Bien des pays de la zone euro, au nombre desquels figure la Belgique, ne sont toutefois toujours pas parvenus à atteindre leur objectif à moyen terme. Aussi devront-ils

encore prendre de nouvelles mesures afin de résorber leur déficit budgétaire structurel. Ceci vaut à plus forte raison pour les pays qui présentent un déficit budgétaire excessif ou dont la dette publique est trop élevée et ne baisse pas à un rythme suffisant.

La crise économique et financière a par ailleurs fait exploser la dette publique dans la plupart des pays de la zone euro. Seuls six pays sont parvenus à maintenir leur taux d'endettement sous le seuil des 60 % du PIB. Il se chiffrait en moyenne à 94,2 % du PIB en 2014.

Il est donc clair que la soutenabilité des finances publiques à long terme n'est toujours pas assurée dans bon nombre de pays, et ce d'autant moins qu'on s'attend à une augmentation des prestations sociales à l'avenir, sous l'effet du vieillissement de la population. Pour réduire les risques qui en découlent et parvenir à une situation de finances publiques saines, il convient d'appliquer correctement les règles du cadre budgétaire européen.

5.2 Règles budgétaires

Au fil des modifications successives qui ont été apportées aux règles depuis sa version initiale, le pacte de stabilité et de croissance est devenu plus adéquat ou plus intelligent.

Premièrement, il est indéniable que si un pays respecte les règles du pacte de stabilité et de croissance, ses finances publiques seront soutenables à long terme. En effet, la définition de l'objectif à moyen terme prend en compte les coûts budgétaires du vieillissement et du taux d'endettement, deux facteurs qui déterminent en grande partie la soutenabilité des finances publiques à long terme. À cet égard, il faut également se féliciter de l'attention renouvelée accordée au critère de la dette et de l'opérationnalisation de ce critère, des avancées qui sont à mettre au compte de l'approbation du « Six-Pack ».

Deuxièmement, grâce aux réformes, les règles intègrent de mieux en mieux la fonction de stabilisation économique à court terme de l'État. C'est ainsi que les objectifs à moyen terme et les efforts budgétaires exprimés en termes structurels permettent aux stabilisateurs automatiques de lisser les variations conjoncturelles. En outre, depuis la communication de la CE de janvier 2015, les règles permettent également davantage de mener une politique contracyclique. En ce qui concerne la marge de manœuvre d'une politique contracyclique au sein du cadre de gouvernance, il se peut certes qu'il y ait un conflit entre les règles du solde budgétaire structurel et le taux d'endettement. En cas d'atonie de la conjoncture, le taux d'endettement risque d'augmenter automatiquement, étant donné l'effet de dénominateur d'un PIB nominal faible, accroissant ainsi l'effort structurel requis. Si la faiblesse du PIB nominal est la conséquence de l'inflation qui s'établit largement en deçà de l'objectif attendu par la BCE, il semble recommandé d'apporter un correctif dans le cadre de l'évaluation du critère de la dette.

Troisièmement, on essaie, par la voie de la clause d'investissement et de la clause des réformes structurelles, d'encourager des mesures favorisant la croissance potentielle. Bien que cette intention soit louable, les clauses, sous leur forme actuelle, prêtent le flanc à un certain nombre de critiques. Ainsi, la clause des réformes structurelles ne comporte pas de méthode de calcul de l'incidence budgétaire des réformes structurelles et de la marge de tolérance autorisée en la matière, ce qui rend l'application de la clause peu transparente. Quant à la clause d'investissement, sa formulation est particulièrement restrictive, de sorte que seul un nombre très limité de pays membres peuvent l'appliquer en l'état actuel de sa rédaction.

Les adaptations successives ont permis de définir les règles de manière toujours plus précise. Outre les définitions statistiques claires du solde budgétaire et de la dette publique, dont l'application est de mieux en mieux contrôlée par Eurostat, différents concepts issus de la surveillance budgétaire ont fait l'objet d'une interprétation plus concrète. L'objectif à moyen

terme et la trajectoire d'ajustement requise devant y mener sont exprimés en termes structurels. De même, la notion de degré de convergence suffisant vers un taux d'endettement de 60 % du PIB a été clarifiée. Ces évolutions favorables n'empêchent pas certains concepts d'être perfectibles. Ainsi, la formule du calcul de l'objectif à moyen terme s'appuie en partie sur des principes économiques défendables, mais elle est également en partie déterminée de manière orientée, ce qui nuit à sa crédibilité. En outre, certaines contraintes d'ordre pratique sont inhérentes au calcul des soldes budgétaires structurels. Il est en effet très malaisé de procéder à un calcul stable de ces soldes, en raison de problèmes de mesure quant à la croissance potentielle à long terme et à l'écart de production. Comme il arrive que l'écart de production estimé fasse l'objet de révisions importantes, les estimations des soldes budgétaires structurels évoluent elles aussi considérablement au fil du temps. Les niveaux des soldes budgétaires structurels sont particulièrement sensibles aux révisions des chiffres. Leurs variations annuelles le sont dans une moindre mesure. Il convient dès lors, en pratique, d'appliquer les soldes budgétaires structurels avec la prudence requise et d'affiner davantage les méthodes utilisées pour les calculer. Néanmoins, un cadre budgétaire basé sur des soldes structurels imparfaits est préférable à un cadre budgétaire fondé sur des soldes nominaux, ces derniers ne tenant pas du tout compte de la conjoncture.

Les règles budgétaires actuelles marquent une avancée considérable par rapport au pacte originel et constituent une bonne base pour les accords budgétaires au sein de l'union monétaire. L'intelligence croissante des règles budgétaires s'accompagne toutefois automatiquement d'une complexité accrue. En raison de la succession d'adaptations du cadre budgétaire européen, il est devenu difficile de cerner clairement les règles en vigueur. Pour les décideurs, il est, aujourd'hui encore, malaisé de déterminer quelles sont les règles à appliquer et quelles seront les conclusions de la CE au terme de l'évaluation. Cela est de nature à éroder l'assise et la légitimité démocratique des règles budgétaires européennes, et à réduire la motivation à les respecter strictement. Il serait indiqué de rassembler les règles actuellement en vigueur dans un document unique et tenu à jour : la transparence du cadre budgétaire s'en trouverait nettement améliorée et l'efficacité en serait renforcée. Pour ces mêmes raisons, il est souhaitable que les règles budgétaires évoluent vers un ensemble solide qui ne devrait plus subir que de rares modifications.

5.3 Application des règles budgétaires

Le succès et l'efficacité de tout cadre budgétaire tiennent tout autant à la qualité des règles proprement dites qu'à leur application, qui peut être stricte ou souple.

Les règles budgétaires européennes ne peuvent mener aux résultats escomptés que s'il existe un large consensus sur le caractère judicieux de leur application et si les responsables politiques ont la volonté de prendre au besoin les mesures nécessaires pour les respecter. L'expérience a cependant montré que le respect strict des règles était relativement peu répandu dans certains pays. Un engagement plus fort de ces pays en vue d'une application correcte des règles budgétaires européennes contribuerait en tout état de cause largement au bon fonctionnement de ces règles.

En outre, l'application correcte des règles budgétaires européennes doit être contrôlée et contraignante. L'application récente des règles budgétaires européennes montre que la CE a fait preuve d'une flexibilité et que les règles ont été interprétées de manière souple. L'utilisation optimale de la flexibilité offerte par les règles afin de stimuler la croissance potentielle et de favoriser la création d'emplois est à saluer, mais une trop grande flexibilité et le nombre excessif de clauses d'exception nuisent à la crédibilité de l'ensemble du cadre réglementaire. C'est surtout la combinaison excessive de la flexibilité et des clauses d'exception qui pose problème : en abuser risque de nuire au cadre de gouvernance, qui repose précisément sur le respect des règles. En outre, il est parfois difficile de déterminer à quelles circonstances s'appliquent les clauses d'exception. Si la décision de la CE de laisser quelque peu de côté le critère de la dette se défend dans les conditions actuelles, elle ne peut être que temporaire, et le respect du critère de la dette doit redevenir un objectif central de la politique budgétaire de tous les États membres de la zone euro dès que l'inflation et la croissance de l'activité seront reparties à la hausse.

Il est donc essentiel que le cadre réglementaire soit transparent. En particulier, les règles applicables à un État membre doivent être clairement communiquées aux responsables politiques, et, dans l'évaluation, il convient d'expliquer correctement les fondements des décisions. De même, une communication claire vis-à-vis des institutions budgétaires nationales est importante, afin que celles-ci puissent donner des avis correspondant à ce qui est attendu d'elles pour le respect du cadre budgétaire européen.

De plus, la CE se doit de veiller au respect des règles budgétaires européennes, et doit à ce titre tirer entièrement profit des possibilités qui ont encore été étendues par le « Six-Pack ». Il est difficile de dire si les contraintes que la CE s'impose en la matière résultent d'un choix délibéré ou si elles peuvent s'expliquer en partie par les compétences trop limitées dont elle dispose en qualité d'autorité centrale de contrôle du respect des règles. Un cadre budgétaire crédible doit pouvoir s'appuyer sur une stricte application des règles budgétaires.

5.4 Réforme du cadre budgétaire dans une plus large perspective

Un consensus règne sur le fait que l'absence d'une politique budgétaire unifiée peut constituer un obstacle majeur au bon fonctionnement de l'union monétaire. Toutefois, comme la centralisation accrue de la politique budgétaire en Europe, qui requiert d'importantes avancées sur la voie d'une union politique, ne bénéficie pas à ce stade d'une volonté politique suffisante, cette solution ne pourrait s'envisager qu'à long terme. La détermination de la politique budgétaire constitue en effet l'une des missions essentielles des pouvoirs publics, qui sont d'autant moins disposés à s'en défaire que leur pouvoir souverain s'en trouverait sensiblement réduit.

Il convient d'œuvrer à court et à moyen termes pour un meilleur fonctionnement du cadre réglementaire relatif aux finances publiques. Pour ce faire, un cadre budgétaire stable et robuste qui soit pris au sérieux par les différents pouvoirs nationaux est nécessaire. L'actuel pacte de stabilité et de croissance doit quoi qu'il en soit servir de base à cet effet. Le respect de ce cadre doit être suivi de près par la CE, et des sanctions doivent être imposées en cas de transgression des règles. L'affermissement du cadre réglementaire revêt également de l'importance pour garantir la soutenabilité des finances publiques à long terme à la lumière du vieillissement de la population.

Par ailleurs, les finances publiques d'un pays ne peuvent être mises en péril par des établissements financiers en difficulté qui, comme cela a été le cas pendant la crise financière, contraindraient les pouvoirs publics à procéder à des injections de capitaux, qui aggraveraient la situation des finances publiques, ce qui, à son tour, entraînerait une dévalorisation des obligations publiques susceptible de nuire à la santé des banques et des autres établissements financiers. Afin d'éviter de tels effets de rétroaction négatifs entre les établissements financiers et les administrations publiques, il y a lieu de mener à bien le projet d'union bancaire européenne, qui inclut la mise sur pied d'un système commun de garantie des dépôts.

La consolidation du cadre réglementaire en matière de finances publiques et son application rigoureuse peuvent, à terme, servir la crédibilité des institutions européennes, ce qui pourrait contribuer à progresser sur la voie d'une union politique. En fin de compte, l'UEM devra évoluer d'un système basé sur des règles et des directives en matière de politique budgétaire vers un système fondé sur un partage accru de la souveraineté avec des institutions communes.

La réforme du cadre budgétaire doit dès lors constituer un élément essentiel de la réforme du cadre politique européen élargi, lequel doit avoir pour finalité principale de renforcer l'union monétaire, tout en tenant compte des défis, des intérêts et des responsabilités que partagent les pays qui utilisent l'euro comme monnaie. Le rapport établi par les cinq présidents des principales institutions européennes (la Commission européenne, le Conseil européen, l'Eurogroupe, le Parlement européen et la BCE), qui a été publié à la fin de juin 2015 en vue de d'achever l'UEM, peut jouer un rôle à cet effet. Le rapport part du postulat qu'une coordination plus étroite des politiques économiques est essentielle pour un bon fonctionnement de l'UEM. Il plaide pour que des progrès soient accomplis sur quatre fronts, à savoir le passage à une véritable union économique, à une union financière – par la finalisation de l'union bancaire et par le lancement de l'union des marchés de capitaux –, à une union budgétaire et, comme clé de voûte, à une union politique. Ces progrès se matérialiseraient en trois étapes, pour aboutir au plus tard en 2025. S'agissant de l'union budgétaire, les auteurs soulignent l'intérêt général d'une politique budgétaire responsable et, partant, l'importance de parvenir à des accords clairs en la matière. Ils insistent également sur le fait qu'il est primordial que la somme des soldes budgétaires nationaux constitue une situation budgétaire appropriée pour l'ensemble de la zone euro. À court terme, il conviendra d'asseoir la confiance dans le cadre budgétaire européen. Le rapport propose la constitution d'un comité budgétaire européen consultatif, appelé à compléter et à coordonner le travail de sesendants nationaux. Il devrait formuler un avis concernant la trajectoire budgétaire adéquate, tant au niveau national que pour la zone euro, dans le cadre des règles du pacte de stabilité et de croissance. Le respect de ces règles doit cependant demeurer du ressort de la CE. Le respect des règles devrait s'en trouver amélioré, et la politique budgétaire devrait faire l'objet d'une meilleure coordination entre les pays de la zone euro. À plus long terme, le rapport prévoit la création d'un mécanisme de stabilisation budgétaire au niveau de l'ensemble de la zone euro. Celui-ci devrait permettre de mieux absorber les chocs qui ne pourraient pas être assumés au niveau national. Avant qu'un tel mécanisme puisse se concrétiser, il convient cependant, dans un premier temps, que se mettent en place une plus grande convergence économique, une intégration financière, ainsi qu'une coordination et une centralisation accrues des décisions concernant les budgets nationaux, accompagnées d'une extension de la responsabilité démocratique des politiques adoptées.

Les propositions avancées par les cinq présidents dans le rapport qu'ils ont établi montrent que les plus hauts responsables ont pleinement conscience de la nécessité d'adapter le cadre politique européen tout en nourrissant

une réflexion sur sa mise en place concrète. En ce qui concerne d'éventuelles réformes du cadre budgétaire, il est crucial que les mesures nécessaires soient prises afin de rendre les règles claires et transparentes, mais surtout qu'elles fassent l'objet d'une application cohérente.

Conclusion

Contrairement à la politique monétaire, la politique budgétaire des pays de la zone euro demeure à ce stade une matière nationale. Elle est néanmoins déterminée dans une large mesure par un cadre de gouvernance européen ayant pour finalité de stimuler la discipline budgétaire et d'éviter l'émergence de situations peu souhaitables pour les finances publiques.

Le traité de Maastricht et le pacte de stabilité et de croissance, qui met en œuvre les exigences du traité en matière de contrôle budgétaire, constituent les fondements de ce cadre budgétaire européen. Ce dernier se compose d'un volet préventif, qui vise à prévenir l'apparition de situations budgétaires insoutenables, et d'un volet correctif, qui porte sur les mesures de redressement destinées aux États membres en proie à de lourds problèmes en matière de finances publiques. Diverses adaptations apportées à ce cadre l'ont rendu plus intelligent, mais aussi plus complexe.

Depuis le lancement de l'union monétaire européenne, les cas de non-respect des principales règles du pacte de stabilité et de croissance ont été fréquents. Ce constat est indéniablement la conséquence de l'assise assez faible du respect strict des règles dans certains pays, mais il découle également en partie de la complexité des règles du cadre budgétaire et du contrôle laxiste de son application. Ce dernier aspect tient surtout au degré élevé de flexibilité et aux nombreuses clauses d'exception. Le renforcement des règles du pacte de stabilité et de croissance durant la période 2011-2013 semble pourtant avoir contribué à améliorer la situation en matière de finances publiques dans la plupart des États membres de la zone euro, après le dérapage de celles-ci lors de la crise financière et de la récession économique qui a suivi. Malgré tout, de nombreux États membres, comme la Belgique, ont encore des efforts supplémentaires à fournir pour satisfaire aux règles budgétaires. Ainsi, bon nombre des pays n'ont pas encore atteint leur objectif à moyen terme, qui correspond pour la majorité d'entre eux à un équilibre budgétaire structurel ou à un déficit structurel limité. En outre, le taux d'endettement de nombreux pays est encore trop élevé, et la soutenabilité des finances publiques à long terme n'est pas garantie si on tient compte des coûts liés au vieillissement de la population.

À la lumière de cette situation, une application correcte des règles actuelles du pacte de stabilité et de croissance s'impose à court et à moyen termes. Il en va surtout de la responsabilité des États membres, mais la CE doit également renforcer la clarté et la transparence des règles, d'une part, et améliorer leur caractère coercitif et l'uniformité de leur application, d'autre part. Cela peut contribuer à encourager les États membres à respecter strictement les règles et à accroître l'efficacité du cadre budgétaire européen. Il est bon qu'on s'attache à recourir de manière optimale à la flexibilité dans le cadre des règles existantes du pacte de stabilité et de croissance pour favoriser une politique budgétaire propice à la croissance.

Il se peut toutefois que le cumul excessif d'un degré élevé de flexibilité et de clauses d'exceptions entraîne l'affaiblissement du cadre de gouvernance basé sur le respect des règles, ce qu'il convient d'éviter à tout prix.

À long terme, il est souhaitable de renforcer la centralisation de la politique budgétaire, mais cela requerra une plus grande convergence macroéconomique et sociale et des avancées fondamentales sur la voie d'une union politique. Le rapport des cinq présidents publié à la fin de juin 2015 comporte une série de propositions intéressantes, et il constitue en tout état de cause un bon point de départ pour mener une réforme du cadre budgétaire.

Bibliographie

- Allard C. et al (2013), *Toward a fiscal union for the Euro Area*, IMF, Staff Discussion Note, SDN/13/09, September.
- Andrieu M. et al (2015), *Reforming fiscal governance in the European Union*, IMF, Staff Discussion Note SDN/15/09, May.
- Aucremanne L., J. Boeckx, D. Dury et S. Ide (2008), « Dix ans d'union monétaire : une rétrospective », BNB, *Revue économique*, décembre, 21–46.
- BCE (2014), « Le solde budgétaire structurel considéré comme un indicateur de la situation budgétaire sous-jacente », *Bulletin mensuel*, Encadré 6, septembre, 85–88.
- BCE (2015a), « La flexibilité dans le cadre du Pacte de stabilité et de croissance », *Bulletin économique n° 1*, Encadré 7, 37–39.
- BCE (2015b), « L'efficacité de l'objectif à moyen terme comme point d'ancrage des politiques budgétaires », *Bulletin économique n° 4*, Encadré 8, 57–59.
- Butzen P., S. Cheliout et E. De Prest (2014), « Quels enseignements tirer du modèle américain pour le projet institutionnel de l'UEM », BNB, *Revue économique*, septembre, 87–106.
- CE (2012), *A blueprint for a deep and genuine EMU: Launching a European debate*, Communication from the Commission, 28 November.
- CE (2013a), *Building a strengthened fiscal framework in the EU: A guide to the Stability and Growth Pact*, Occasional Paper 150, May.
- CE (2013b), *Vade mecum on the Stability and Growth Pact*, Occasional Paper 151, May.
- CE (2014a), *Réexamen de la gouvernance économique – Rapport sur l'application des règlements (UE) n° 1173/2011, (UE) n° 1174/2011, (UE) n° 1175/2011, (UE) n° 1176/2011, (UE) n° 1177/2011, (UE) n° 472/2013 et (UE) n° 473/2013*, Communication de la Commission au Parlement européen, au Conseil, à la Banque centrale européenne, au Comité économique et social et au Comité des régions, 28 novembre.
- CE (2014b), *2015 Draft budgetary plans: Overall assessment*, Communication from the Commission, 28 November.
- CE (2014c), *Commission opinion on the draft budgetary plan of Belgium*, 28 November.
- CE (2015a), *Utiliser au mieux la flexibilité offerte par les règles existantes du Pacte de stabilité et de croissance et à la Banque européenne d'investissement*, Communication de la Commission au Parlement européen, au Conseil, à la Banque centrale européenne, au Comité économique et social, au Comité des régions et à la Banque européenne d'investissement, 13 janvier.
- CE (2015b), *Belgique – Rapport établi conformément à l'article 126, paragraphe 3, du traité*, 27 février.
- CE (2015c), *France – Council recommendation with a view to bringing an end to the excessive government deficit in France*, 5 March.
- CE (2015d), *Italy – Report prepared in accordance with Article 126 (3) of the Treaty*, 27 February.
- CE (2015e), *Assessment of the 2015 Stability Programme for Belgium*, 27 May.
- Conseil de l'Union européenne (2014), *Union économique et monétaire – Textes de nature juridique et politique*.

De Prest E., H. Geeroms et G. Langenus (2012), « Nouvelles évolutions de la gouvernance économique de l'Union européenne », BNB, *Revue économique*, juin, 103–123.

Deutsche Bundesbank (2015), *Approaches to strengthening the regulatory framework of European Monetary Union*, Monthly Report, March.

Eyraud L. et T. Wu (2015), *Playing by the rules: Reforming fiscal governance in Europe*, IMF, Working Paper, March.

Geeroms H., S. Ide et F. Naert (2014), *The European Union and the Euro – How to deal with a currency built on dreams*, March.

Gouvernement fédéral (2014), *Projet de plan budgétaire de la Belgique*, octobre.

Gouvernement fédéral (2015), *Le programme de stabilité de la Belgique (2015-2018)*, avril.

Heuse P. et H. Zimmer (2011), « La stratégie Europe 2020 », BNB, *Revue économique*, septembre, 21-46.

Juncker J.-C. en étroite collaboration avec D. Tusk, J. Dijsselbloem et M. Draghi (2015a), *Vers une meilleure gouvernance dans la zone euro: préparation des prochaines étapes*, Note d'analyse, 12 février.

Juncker J.-C. en étroite collaboration avec D. Tusk, J. Dijsselbloem, M. Draghi et M. Schulz (2015b), *Compléter l'Union économique et monétaire européenne*, 22 juin.

Kopits G. en S. Symansky (1998), *Fiscal policy rules*, IMF Occasional Paper 162.

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

OCDE (2014), « Les marges de manœuvre budgétaires disponibles dans la zone euro en vertu des règles budgétaires européennes », *Perspectives économiques* 96, Encadré 1.6, novembre, 74–76.

Sapir A. et G. B. Wolff (2015), *Euro-area governance: What to Reform and How to do it*, Bruegel Policy Brief 2015/01, 27 February.

Van Meensel L. et D. Dury (2008), « Utilité et efficacité des règles budgétaires et des institutions budgétaires indépendantes », BNB, *Revue économique*, juin, 71–87.

Van Rompuy H. en étroite collaboration avec J. Barroso, J.-C. Juncker et M. Draghi (2012), *Vers une véritable union économique et monétaire*, 5 décembre.

Summaries of articles

Interactions between monetary and macroprudential policy

The article analyses the interactions and trade-offs between monetary and macroprudential policies. While both policy domains have their respective objectives, i.e., price stability for monetary policy and financial stability for macroprudential policy, they impinge on closely related variables, such as output, inflation and financial variables. Therefore, depending on the circumstances, the strategy of one policy-maker might either reinforce or undermine the effectiveness of the other's.

The article first defines the objectives and describes the transmission channels of both policies, and sets out the institutional framework in Belgium and the euro area. Coordination between the two domains may be advantageous at times when there are strong trade-offs between price and financial stability, for instance when facing a supply shock, making coordination more desirable but also more challenging. In addition, when the available macroprudential instruments are not proven to be sufficiently effective, or when financial imbalances are widespread throughout the economy, monetary policy might have to 'lean against the wind', i.e., follow a somewhat tighter stance than justified by the price stability objective, in order to avoid the further build-up of financial imbalances.

The article concludes with a discussion of the current interaction between monetary and macroprudential policies in the context of low nominal growth and low interest rates. Recent monetary policy measures, including the EAPP, contribute to safeguarding price and macroeconomic stability through the anchoring of inflation expectations. That, in turn, should also support financial stability. Nevertheless, risks to financial stability might emerge in the current prolonged period of low interest rates and abundant liquidity. Targeted sector- (or country-)specific macroprudential measures are to be preferred when dealing with the potential build-up of financial imbalances, such as within the insurance sector.

JEL codes: E52, E58, E61, G18, G28

Key words: monetary policy, macroprudential policy, leaning against the wind, policy trade-off

Has the crisis altered the Belgian economy's DNA ?

Using a unique and original database which combines information on the organisation of the domestic production network with data from segments of international production chains, the research work described in the article aims to present some new findings on how the Belgian economy works. One of the first points to emerge is that Belgian firms have a lot of mutual trading links. Compared to other economies, the Belgian economy seems to exhibit a relatively high

degree of fragmentation of production. In addition, via trading links with import or export firms, the majority of Belgian firms are integrated – albeit indirectly – into global production chains. The question of the economy's external competitiveness is therefore not confined to exporters alone, but extends to a very large number of firms active in a wide variety of branches of activity. In general, belonging to a fragmented production chain seems to be beneficial. Belgian firms which specialise in specific segments of the production chain fared better, and especially those active at the end of the production chain. During the economic and financial crisis, however, specialisation was actually a risk factor for firms, especially for those involved in the early stages of production. Overall, since the crisis, the trading links established by firms in the network have not made up for the links lost. It is therefore more crucial than ever to create new businesses in order to regenerate the domestic production network.

JEL codes: F61, L23, L24, L25

Key words: production organisation, fragmentation, global value chains, upstreamness, downstreamness, efficiency

Corporate profit margins: recent developments in a context of low inflation

This article presents an analysis of Belgian corporate profitability and its contribution to the low inflation environment in recent times. Since the 2008-2009 crisis the profit margins of Belgian firms have exhibited a marked decline which has been widespread, affecting industry as well as market services. The profitability of large firms has been eroded more significantly than that of SMEs, but it had improved more strongly before the crisis. The movement in the profit margin of firms in Belgium has been no different from that evident in neighbouring countries.

It is mainly cyclical factors that explain the fall in profit margins since the crisis, whereas those margins had risen considerably during the pre-crisis period. In industry, the adverse trend in relative prices is putting structural pressure on profit margins in a context of ever fiercer global competition in manufactured goods. However, the steady rise in real labour productivity – clearly outpacing real wage growth – makes it possible to maintain a reasonable margin. Firms in market services, which are less exposed to international competition, are suffering from very inadequate productivity growth, while until recently their labour costs were still rising quite steeply. For firms active in this branch, it is essentially their ability to charge high selling prices that enables them to preserve a comfortable profit margin. Ultimately, other factors such as the development of e-commerce, may also influence profit margins in the service sector.

Margin growth appears to be closely correlated with economic activity. The link between margins and prices is less clear, as margins are apparently utilised as a buffer to dampen the effects of business cycle fluctuations on wage costs and productivity. Margins thus blunt the impact of economic shocks on prices. A comparison with a selection of other euro area countries shows that this impact was felt in the neighbouring countries, but the effect was absent or much smaller in some more peripheral countries.

JEL codes: E31, E32, G30

Key words: corporate margins, profitability, low inflation, business cycle, Belgium

Factors explaining emerging economies' growth slowdown

Over the past decade, emerging market economies have staged a period of impressive growth, boosting their share in world GDP. In recent years, however, growth in emerging markets has slowed

substantially and is projected to remain sluggish for the foreseeable future. The aim of the article is to highlight several structural factors that can explain this synchronised slowdown. The article focuses on four structural factors that have already had an impact on the economic performance of emerging economies. These include the rebalancing of growth in China, with significant spillover effects on other emerging market as well as advanced economies; the recent slump in commodity prices; an excessive build-up of private sector leverage in Central and Eastern European countries in the run-up to the crisis and changing trends in global value chains. The article continues by looking at two factors that will play out in the more medium term, i.e. the middle-income trap – a sustained period of low growth following a period of high growth, largely attributable to a slowdown in productivity growth – and the gradual disappearance of the demographic dividend in some emerging market countries.

JEL Codes: F01, O50

Key words: emerging economies, world economy, economic growth

The European fiscal governance framework: overview and evaluation

In contrast to monetary policy, the fiscal policy of the euro area countries has remained a national competence. Since it is important for the countries belonging to the Economic and Monetary Union to aim at fiscal discipline, the Maastricht Treaty and the Stability and Growth Pact made provision for establishing a European governance framework for public finances, accompanied by binding fiscal rules. The framework is one of the cornerstones of EMU, and it is vital that Member States comply with the rules for that union to work well.

The article discusses the European governance framework for public finances and subjects it to a critical appraisal. Section 1 looks at the importance of fiscal rules in general, and especially in a monetary union. Section 2 outlines the main stages in the creation of the European budgetary framework. Section 3 describes the current framework. Section 4 details the way in which the European budgetary framework has been applied in recent times. Section 5 presents an appraisal.

The European fiscal governance framework has evolved since the foundations were laid by the requirements concerning fiscal surveillance set out in the 1992 Maastricht Treaty. These changes have made it smarter but at the same time they have also increased its complexity.

Since the start of European Monetary Union, the most important rules of the Stability and Growth Pact have often been broken. That is undeniably the result of the rather weak support for strict compliance with the rules in some countries, but is also due in part to the complexity of the fiscal rules and the lax supervision over their implementation. Although the measures taken to tighten up the framework over the period 2011-2013 improved public finances in many Member States, there are still many countries, including Belgium, that need to make additional efforts to comply with the fiscal rules.

In the short and medium term, the rule-based framework needs to be correctly implemented. In the long term, it is desirable for fiscal policy to become more centralised but that requires more macroeconomic and social convergence, and fundamental steps towards political union. The Five Presidents' Report published at the end of June contains a number of interesting proposals and in any event forms a good starting point for the reform of the budgetary framework.

JEL codes: E60, E61, E62, H60, H87

Key words: fiscal governance in the EU, Stability and Growth Pact, fiscal rules, Belgium

Abstracts from the Working Papers series

283. Economic importance of the Belgian ports: Flemish maritime ports, Liège port complex and the port of Brussels – Report 2013, by F. Van Nieuwenhove, June 2015

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 the commodity flow. This update paper provides an extensive overview of the economic importance and development of the Flemish maritime ports, the Liège port complex and the port of Brussels for the period 2008 – 2013, with an emphasis on 2013. Focusing on the three major variables of value added, employment and investment, the report also provides some information based on the social balance sheet and an overview of the financial situation in these ports as a whole. These observations are linked to a more general context, along with a few cargo statistics.

284. Crisis-proof services: Why trade in services did not suffer during the 2008-2009 collapse, by A. Ariu, July 2015

During the 2008-2009 crisis, trade in goods fell by almost 30%. In contrast, trade in business, telecommunication and financial services continued growing at their pre-crisis rates and only services related to transport declined. Using trade data at the firm-product-destination level for Belgium, the author shows that during the crisis the elasticity of services exports with respect to GDP growth in destination countries was significantly different from that of goods exports. In particular, the negative income shock in partner countries affected exports of goods but not exports of services.

This difference is economically sizable: if goods exports had had the same elasticity to GDP growth as services exports, their fall during the 2008-2009 collapse would have been only half what was observed.

285. The labour market position of second generation immigrants in Belgium, by
V. Corluy, J. Haemels, I. Marx, G. Verbist, A. Stevens, September 2015

Belgium has one of the largest gaps in labour market outcomes between natives and individuals of foreign origin. One might expect that the children of migrants (the so-called second generation) would perform better than the first generation, as they ought to have a better knowledge of the local language, better educational qualifications and greater opportunities for work experience in the domestic labour market. On the basis of data from the ad hoc module of 2008 Labour Force Survey (LFS) the authors find that employment rates for generation migrants in Belgium are hardly better than those for first generation migrants. This finding stands in marked contrast what is found in neighbouring countries. Using a unique combination of data sources, they examine the labour market position of second-generation migrants in more depth. They find considerable variation in labour market outcomes by country of origin and a Fairlie decomposition yields that education is an important explanatory factor of the employment rate gap. Yet there still remains a large unexplained part.

286. The implications of household size and children for life-cycle saving, by B. Capéau,
B. De Rock, September 2015

On the basis of a concatenation of fifteen Belgian household budget surveys from 1995/96 to 2010, the authors investigate the impact of demographic factors, such as ageing and changing household composition, on saving behaviour. Not focusing on high frequency events (e.g. business cycles and unexpected shock), they find that saving behaviour is fundamentally driven by the change in household size and composition. Older people seem to be more impatient, and thus save less, though this evidence is not clear cut. Contrary to the usual practice of considering the allocation of household income over consumption and saving to be the result of one particular household's member decision, they present here a more individually based analysis of the data. By lack of true panel data, the assumptions that have to be made for such an approach (identical intertemporal preferences among household members) are severe, but not necessarily less preferable than those, if any, underlying the common practice of assuming one single individual decision maker.

287. Monetary policy effects on bank risk taking, by A. Abbate, D. Thaler,
September 2015

Motivated by VAR evidence on the risk-taking channel in the US, the authors develop a New Keynesian model where low levels of the risk-free rate induce banks to grant credit to riskier borrowers. In the model an agency problem between depositors and equity holders incentivizes banks to take excessive risk. As the real interest rate declines these incentives become stronger and risk taking increases. They estimate the model on US data using Bayesian techniques and assess optimal monetary policy conduct in the estimated model, assuming that the interest rate is the only available instrument. Their results suggest that in a risk taking channel environment, the monetary authority should seek to stabilize the path of the real interest rate, trading off more inflation volatility in exchange for less interest rate and output volatility.

Signes conventionnels

%	pour cent
cf.	confer
e	estimation
etc.	et caetera

Liste des abréviations

Région ou pays

BE	Belgique
DE	Allemagne
EE	Estonie
IE	Irlande
EL	Grèce
ES	Espagne
FR	France
IT	Italie
CY	Chypre
LT	Lituanie
LU	Luxembourg
LV	Lettonie
MT	Malte
NL	Pays-Bas
AT	Autriche
PT	Portugal
SI	Slovénie
SK	Slovaquie
FI	Finlande
BG	Bulgarie
CZ	République tchèque
DK	Danemark
HR	Croatie
HU	Hongrie
PL	Pologne
RO	Roumanie
NO	Norvège
SE	Suède
EA	Zone euro
UE	Union européenne
UE15	Union européenne, à l'exclusion des pays ayant adhéré après 2003
UK	Royaume-Uni

CN	Chine
US	États-Unis

Autres

ABE	Autorité bancaire européenne
ABS	Asset-backed securities (titres adossés à des actifs)
AEAPP	Autorité européenne des assurances et des pensions professionnelles
APP	Asset purchase programme (programme d'achats d'actifs)
APSP	Average petroleum spot price
BCE	Banque centrale européenne
BCN	Banque centrale nationale
BLS	Bank Lending Survey (enquête de l'Eurosystème sur la distribution du crédit bancaire)
BNB	Banque nationale de Belgique
CCB	Countercyclical Capital Buffer (Coussin de capital contracyclique)
CE	Commission européenne
CEI	Communauté des États indépendants
CEIC	CEIC Macroeconomic Databases For Emerging and Developed Markets
CERS	Comité européen du risque systémique
CRD	Capital Requirements Directive (directive sur les exigences de fonds propres)
CRR	Capital Requirements Regulation (règlement sur les exigences de fonds propres)
CVM	Chaînes de valeurs mondiales
DNB	De Nederlandsche Bank
EAC	Examen annuel de la croissance
ECOFIN	Conseil pour les Affaires économiques et financières
EIOPA	European Insurance and Occupational Pensions Authority
FMI	Fonds monétaire international
ICN	Institut des comptes nationaux
IPC	Indice des prix à la consommation
LCR	Liquidity coverage ratio (ratio de liquidité à court terme)
LTV	Loan-to-value
MLSA	Minimum linear structural adjustment
MSU	Mécanisme de surveillance unique
NACE	Nomenclature statistique des activités économiques dans la Communauté européenne
NI	Notation interne
NSFR	Net stable funding ratio (ratio structurel de liquidité à long terme)
OCDE	Organisation pour la coopération et le développement économiques
OMC	Organisation mondiale du commerce
OMT	Objectif à moyen terme
OPEP	Organisation des pays exportateurs de pétrole

PCI	Programme de comparaison internationale
PDE	Procédure concernant les déficits excessifs
PIB	Produit intérieur brut
PME	Petites et moyennes entreprises
PMR	Product Market Regulation
PNR	Programme national de réforme
PPA	Parité de pouvoir d'achat
PPB	Projet de plan budgétaire
PS	Programme de stabilité
PSC	Pacte de stabilité et de croissance
PTF	Productivité totale des facteurs
RMA	Rapport sur le mécanisme d'alerte
RPP	Recommandations par pays pour la politique budgétaire, économique et sociale
SEBC	Système européen de banques centrales
SEC	Système européen des comptes
TIC	Technologies de l'information et de la communication
TiVA	Trade in value added
TVA	Taxe sur la valeur ajoutée
UEM	Union économique et monétaire
WIOD	World Input-Output Database

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



Éditeur responsable

Jan Smets

Gouverneur

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

Personne de contact pour la Revue

Luc Dufresne

Secrétaire général

Tél. +32 2 221 24 96 – Fax +32 2 221 30 91
luc.dufresne@nbb.be

© Illustrations: Banque nationale de Belgique
Couverture et mise en page: BNB AG – Prepress & Image
Publié en septembre 2015

