

# Revue économique

Décembre 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

PROJECTIONS ÉCONOMIQUES POUR LA BELGIQUE – AUTOMNE 2015	7
LA SENSIBILITÉ À LA CRISE DU FINANCEMENT DES PME EN BELGIQUE	33
DÉTERMINANTS MACROÉCONOMIQUES DES CRÉANCES DOUTEUSES	49
LA RÉORGANISATION DE LA PRODUCTION MONDIALE A-T-ELLE BOULEVERSÉ LA DEMANDE DE TRAVAIL ?	71
COMMUNICATION EN MATIÈRE DE POLITIQUE MONÉTAIRE DANS LE SILLAGE DE LA GRANDE RÉCESSION	87
PRINCIPAUX RÉSULTATS DU RÉSEAU COMPNET	109
RÉSULTATS DE LA TROISIÈME VAGUE DE L'ENQUÊTE SUR LA FORMATION DES SALAIRES EN BELGIQUE	125
RÉSULTATS ET SITUATION FINANCIÈRE DES ENTREPRISES EN 2014	145
SUMMARIES OF ARTICLES	175
ABSTRACTS FROM THE WORKING PAPERS SERIES	179
SIGNES CONVENTIONNELS	181
Liste des abréviations	183

# Projections économiques pour la Belgique – Automne 2015

## Introduction

Depuis la clôture des projections de printemps de la Banque, publiées en juin 2015, l'environnement économique a assez fortement évolué. S'agissant de la croissance mondiale, les projections tenaient déjà compte d'un certain tassement dans le courant de 2015, lié principalement à l'essoufflement de l'activité dans plusieurs économies émergentes. Au vu des dernières statistiques, la croissance mondiale hors de la zone euro semble même actuellement encore un peu en retrait par rapport aux estimations des projections de printemps. Cela étant, c'est davantage le commerce mondial qui a accusé, au premier semestre de 2015, un ralentissement considérablement plus marqué que prévu, alors même que les projections de printemps établies par l'Eurosystème tablaient déjà sur des estimations de l'intensité en commerce de la croissance très faibles et plus prudentes, notamment, que certaines estimations publiées simultanément par d'autres institutions internationales. D'après les statistiques les plus récentes, les débouchés étrangers de la zone euro se sont en réalité même contractés pendant les deux premiers trimestres de 2015, accusant un repli de quelque 1 % chaque trimestre. Il s'agit d'un phénomène très exceptionnel, qui n'avait été observé récemment que durant la grande récession de 2009, étant entendu, il va sans dire, que le recul avait alors été d'une tout autre ampleur. Bien qu'on envisage une certaine reprise au second semestre, la progression du commerce restera très en deçà de la croissance mondiale, et la demande d'importations pour la zone euro demeurera à peu de choses près inchangée en 2015.

Les causes précises du déclin sensible du commerce mondial ne sont pas encore tout à fait claires. Si la volatilité et l'incertitude qui entachent les premières statistiques

disponibles du commerce peuvent jouer un rôle à cet égard, il paraît plausible que la principale explication soit à rechercher dans la composition changeante de la croissance mondiale. Sont essentiellement à épingle le rétrécissement de la part des économies émergentes dans la croissance, mais aussi la transition vers un modèle de croissance reposant davantage sur la consommation et moins sur les investissements dans certains pays tels que la Chine. À noter toutefois que les exportations de la zone euro semblent, pour l'heure, ne pas trop souffrir du ralentissement de la demande mondiale, puisqu'elles ont grimpé de près de 3 % au premier semestre de 2015. Les entreprises exportatrices de la zone euro auraient en effet vu augmenter sensiblement leurs parts de marché dans le commerce mondial; par ailleurs, les exportations de la zone euro vers les États-Unis, entre autres, semblent s'être nettement amplifiées. Ce constat n'est probablement pas sans lien avec la dépréciation de l'euro depuis l'automne de l'année précédente, lorsque les anticipations du marché quant à l'assouplissement quantitatif de la politique monétaire européenne, décidé en janvier 2015, ont commencé à se matérialiser. En conséquence, la compétitivité des exportateurs européens s'est vivement améliorée. Dans la mesure où les projections s'appuient sur l'hypothèse selon laquelle les cours de change resteront stables, l'éventuelle faiblesse prolongée du commerce mondial grèvera plus lourdement la croissance des pays de la zone euro une fois que l'incidence positive d'un euro meilleur marché aura disparu.

Pour ce qui est des marchés financiers, le calme est peu à peu revenu après la période de volatilité accrue et de fort recul des cours boursiers amorcée à la fin du printemps. Les bourses se sont peu à peu redressées, et la crainte que le récent plongeon des cours boursiers chinois ne traduise un affaiblissement plus marqué de l'économie réelle s'est quelque peu estompée. De même, les taux d'intérêt à long

terme, qui s'étaient fortement appréciés, comme l'attestent notamment les taux d'intérêt sur les emprunts publics, sont légèrement repartis à la baisse. En Europe, les problèmes financiers persistants de la Grèce ont finalement débouché sur un nouvel accord avec les créanciers internationaux, permettant à l'incertitude de retomber légèrement, comme l'illustrent également les taux de croissance positifs de l'économie hellène au premier semestre. Par ailleurs, l'euro s'est encore déprécié depuis le début de novembre, un mouvement qui s'explique surtout par le renforcement des anticipations du marché quant aux dissonances croissantes entre la politique monétaire de la zone euro et celle, notamment, des États-Unis à la fin de l'année. Enfin, après le redressement observé en début d'année, les cours du pétrole n'ont pas poursuivi leur tendance haussière, comme le prévoyaient les hypothèses techniques des projections de printemps, mais se sont à nouveau inscrits en baisse.

Les premières indications donnent à penser que la faiblesse de la demande extérieure a tout de même pesé un peu plus sur la croissance dans la zone euro au troisième trimestre, qui, d'après l'estimation « flash », se serait de nouveau faiblement repliée, affichant un rythme trimestriel de 0,3%. L'activité s'est en effet quelque peu essoufflée dans une poignée d'économies importantes, telles que l'Allemagne, l'Espagne et l'Italie. Le Portugal a enregistré une croissance nulle, tandis que d'autres économies, comme la Finlande et la Grèce, ont même à nouveau décliné. Au total, l'Eurosystème n'a pourtant revu que légèrement à la baisse ses perspectives de croissance pour la zone euro en regard des projections de printemps: la croissance plus faible des exportations en 2016 et 2017 sera, du reste, largement compensée par une demande intérieure plus dynamique, alimentée notamment par un accroissement un peu plus prononcé de la consommation des particuliers et des pouvoirs publics.

L'environnement politique intérieur s'est lui aussi profondément modifié par rapport aux projections de printemps. Les projections actuelles tiennent en effet compte des budgets des administrations publiques fédérales et régionales pour 2016, ainsi que de l'ensemble des mesures que le pouvoir fédéral a finalisées en 2015 dans le cadre du tax shift, qui vise un glissement des prélèvements sur les revenus du travail vers certaines formes de consommation et vers les transactions et les revenus financiers. Qui plus est, si les nouvelles réductions des cotisations sociales patronales exercent une incidence baissière directe sur les coûts du travail, celle-ci sera partiellement annihilée dès 2016 par une indexation plus élevée des salaires, due principalement aux différentes mesures des pouvoirs fédéral et flamand qui entraînent une hausse du prix de l'électricité. De ce fait, l'estompement des effets du saut d'index s'opérerait plus vite que prévu initialement.

Dans ce contexte, les perspectives de croissance de la Belgique pour les deux prochaines années présentées dans ces projections d'automne, clôturées le 19 novembre 2015, ont été revues quelque peu à la baisse. Le ralentissement conjoncturel au second semestre semble en effet également concerner la Belgique - comme le montre d'ailleurs déjà l'estimation « flash » de la croissance au troisième trimestre, qui peine à atteindre 0,2% -, et implique un ajustement à la baisse de l'estimation de la croissance, surtout pour 2016. En revanche, la croissance annuelle pour 2015 a été adaptée légèrement à la hausse, en raison d'un effet de débordement plus favorable lié à la révision des comptes nationaux pour l'année 2014. Compte tenu des hypothèses techniques et extérieures communes sur lesquelles reposent les prévisions de l'Eurosystème, et dont les principales sont décrites dans l'encadré 1 figurant dans la première partie du présent article, l'essoufflement conjoncturel serait de courte durée et la reprise gagnerait par la suite progressivement en intensité. Estimée à 1,6%, la croissance annuelle en 2017 ne s'écarterait d'ailleurs que peu des projections de printemps. À cet égard, il convient de rappeler la grande marge d'incertitude inhérente aux estimations portant sur des années plus éloignées. Le raffermissement de la croissance est en outre alimenté de manière croissante par les investissements et les exportations nettes, même si les résultats annuels pour ces composantes sont quelque peu biaisés par des facteurs spécifiques, en particulier des achats d'actifs incorporels à l'étranger au premier trimestre de 2015, qui n'ont certes pas eu d'incidence sur la croissance, mais qui ont engendré une hausse dans les mêmes proportions des importations et des investissements des entreprises. Comme le postulaient les projections de printemps, la consommation privée décelerait sous l'effet conjugué de la disparition graduelle de l'augmentation du pouvoir d'achat induite par la baisse des prix des produits pétroliers et de l'affaiblissement de la croissance des revenus des ménages résultant de la politique de modération salariale.

La reprise sur le marché du travail ne devrait que peu souffrir de l'adaptation mineure à la baisse des estimations de croissance et se poursuivrait pleinement. Sur les trois années considérées, soit de 2015 à 2017, près de 115 000 postes de travail supplémentaires devraient être créés, c'est-à-dire plus encore que selon les projections de printemps, grâce notamment à la croissance de l'emploi légèrement supérieure aux attentes au premier semestre de 2015. En dépit du taux de participation qui continue de grimper et de la croissance de la population en âge de travailler plus vive qu'escompté, en raison de l'afflux relativement important de demandeurs d'asile, cette évolution dépasse aussi largement la progression de la population active. Par conséquent, le taux de chômage refluerait peu à peu pour revenir à 8,1% environ en 2017,

un pourcentage qui n'en demeure pas moins supérieur au taux de chômage moyen observé depuis le début du siècle.

Au début de l'année, l'inflation est retombée à un plancher, sous l'influence principalement de la chute des prix énergétiques, mais elle est redevenue positive en avril 2015 et a continué d'augmenter depuis lors. D'après les projections actuelles, le rythme moyen de l'inflation ne progresserait que très faiblement cette année en comparaison de 2014, mais il s'accélélerait considérablement dès 2016, s'approchant des 2 %, et n'afficherait qu'une modération limitée en 2017. Malgré l'évolution plus favorable des cours des produits pétroliers, l'estimation d'inflation est nettement supérieure à celle présentée dans les projections de printemps, ce qui s'explique intégralement par la prise en compte des diverses hausses d'impôts indirects décidées par les pouvoirs fédéral et flamand. Un tiers environ de l'inflation totale en 2016 proviendrait d'ailleurs de l'incidence directe de nouvelles taxes ou d'un relèvement de la fiscalité sur la consommation. En raison essentiellement de l'effondrement des cours du pétrole, l'inflation totale est en 2015 sensiblement inférieure à l'inflation sous-jacente, qui avoisinerait 1,7 % au dernier trimestre de cette année. L'évolution particulièrement modérée des coûts salariaux par unité produite entraînerait par la suite progressivement l'inflation sous-jacente à la baisse, jusqu'au début de 2017 environ, même si la réduction des coûts devrait être partiellement compensée par l'élargissement des marges. Ce n'est qu'ensuite que l'inflation sous-jacente repartirait à la hausse, portée par le rebond de la croissance des coûts salariaux à partir de 2017.

S'agissant des finances publiques, le déficit budgétaire demeurerait cette année juste sous le seuil des 3 % du PIB. Il faudrait attendre 2017 pour le voir baisser à nouveau. L'amélioration de la situation budgétaire à l'horizon des projections s'explique pour ainsi dire exclusivement par l'allègement des charges d'intérêts sous l'effet des faibles taux d'intérêt du marché. Elle reste d'ailleurs clairement plus limitée que ne l'escomptaient les projections de printemps, ce que les estimations légèrement moins favorables de la croissance ne permettent d'expliquer que partiellement et qui découle surtout de l'ajustement à la baisse de l'évolution du solde primaire structurel. Ces projections budgétaires sont d'ailleurs inférieures aux objectifs actuels du gouvernement en matière de résorption des déficits nominal et structurel. Il convient de rappeler à cet égard que, conformément aux règles applicables aux exercices de projection réalisés par l'Eurosysteme, il est tenu compte exclusivement des mesures qui ont été formellement décidées par les pouvoirs publics – ou dont l'approbation est très vraisemblable – et dont les

modalités sont connues de manière suffisamment précise au moment de la clôture de l'exercice. Dans le même ordre d'idées, les dépenses supplémentaires décidées par le pouvoir fédéral dans le sillage des attaques terroristes perpétrées à Paris n'ont pas encore pu être comptabilisées, étant donné qu'elles sont postérieures à la clôture des présentes projections. Par ailleurs, les estimations de l'incidence budgétaire de certaines mesures, telles celles relatives à la lutte contre la fraude, s'écartent des montants inscrits au budget.

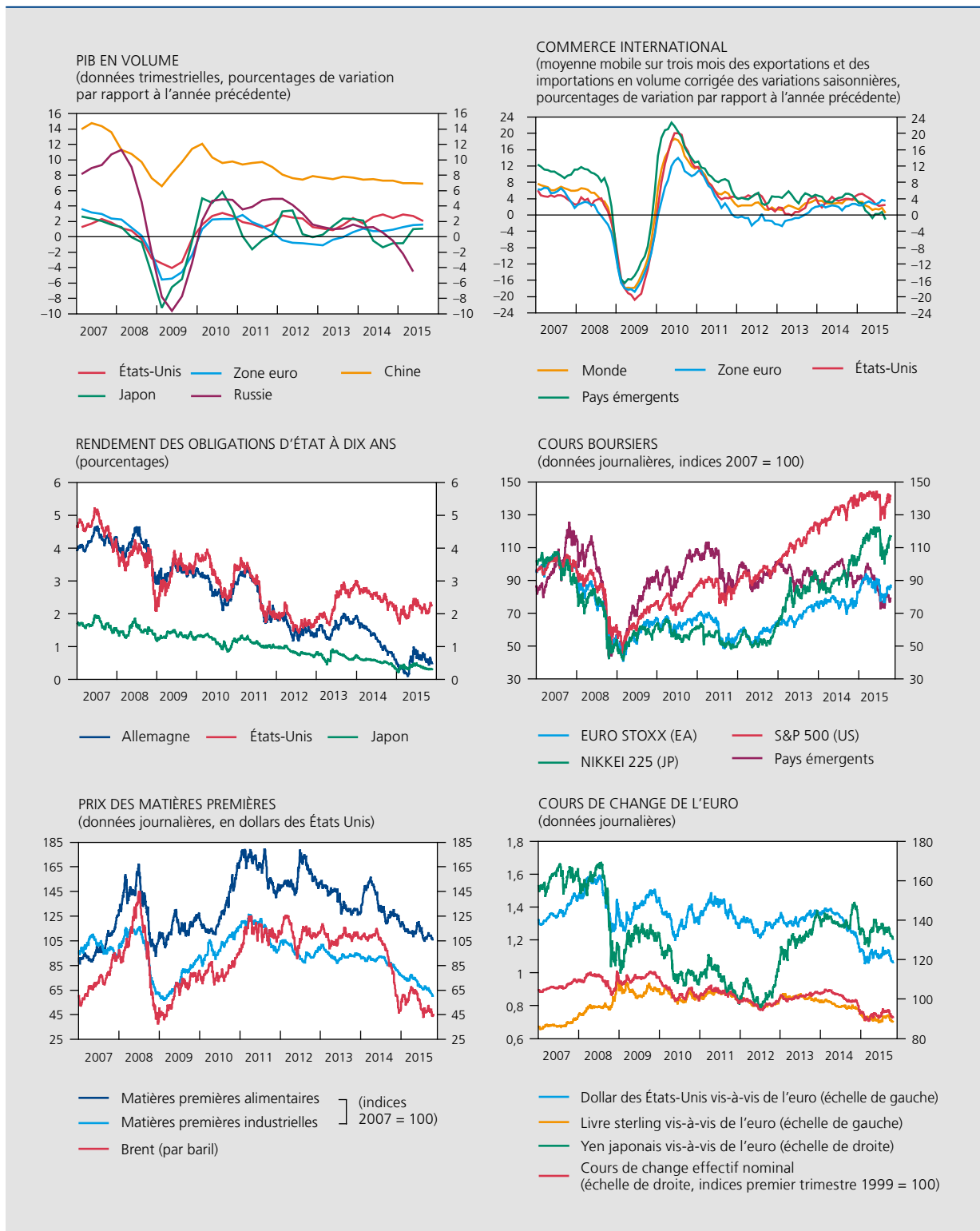
## 1. Environnement international et hypothèses

### 1.1 Économie mondiale

Au cours de l'année écoulée, la reprise de l'économie mondiale a nettement perdu de sa vigueur, en raison d'un ralentissement généralisé et prononcé dans les économies émergentes, dont principalement la Chine, et dans les pays exportateurs de matières premières. Dans la plupart des pays avancés, l'économie a en revanche poursuivi sa progression à pas modérés, soutenue par la faiblesse des cours du pétrole et par la politique monétaire accommodante. Dans le sillage de la crise, le bas niveau des investissements continue toutefois de peser sur la croissance (potentielle).

L'activité dans les économies émergentes a été soumise cette année à de lourdes pressions. La transition d'une économie orientée vers les investissements et les exportations vers un modèle davantage porté par la consommation et les services pèse sur la croissance chinoise – qui, à 7 % environ, demeure néanmoins robuste – et sur celle de ses partenaires commerciaux. Pour contrer quelque peu les effets négatifs de ce processus complexe, les autorités chinoises ont pris différentes mesures, parmi lesquelles l'abaissement des taux de la politique monétaire et l'accroissement des dépenses destinées aux infrastructures. L'activité dans les pays exportateurs de matières premières a de nouveau pâti de la chute des prix des matières premières. Ce sont surtout le Brésil et la Russie qui se sont enlisés dans une profonde récession, des facteurs propres à ces pays ayant joué un rôle également. Au Brésil, l'activité a surtout été mise sous pression par l'incertitude politique, la situation budgétaire précaire et la consolidation budgétaire nécessaire. En Russie, ce sont les tensions géopolitiques liées au conflit en Ukraine, et leurs conséquences en termes de sanctions internationales, qui ont grevé l'activité. L'Inde a été relativement épargnée : la croissance y a été soutenue par les mesures structurelles adoptées, dont l'effet sur les investissements est positif.

**GRAPHIQUE 1 ÉVOLUTION DE L'ÉCONOMIE MONDIALE ET DÉVELOPPEMENTS SUR LES MARCHÉS FINANCIERS ET DES MATIÈRES PREMIÈRES**



Sources : CPB Wereldhandelsmonitor, OCDE, Thomson Reuters Datastream.



On s'attend à ce que, de toutes les grandes économies mondiales, l'Inde soit cette année celle qui affichera la plus forte croissance.

L'essoufflement observé dans les économies émergentes a exercé une incidence plus marquée que prévu sur la croissance du commerce mondial, qui se replie sensiblement cette année. Alors que la fragilité de la reprise du commerce mondial dans la foulée de la crise avait essentiellement reflété l'atonie de la demande dans la zone euro, sa faiblesse actuelle peut en effet être principalement imputée à la contraction des volumes d'importations dans les pays émergents, essentiellement en Chine. Cette situation peut notamment s'expliquer par le rééquilibrage de l'économie chinoise évoqué plus haut, étant donné que la consommation et les services sont moins axés sur le commerce que les investissements et l'industrie. Ce rééquilibrage a également eu une grande influence sur les importations chinoises de matières premières. En outre, des facteurs structurels globaux jouent un rôle dans le tassement du commerce mondial par rapport à la croissance du PIB mondial. C'est ainsi que l'élargissement des chaînes de valeur mondiales semble, à tout le moins, avoir ralenti quelque peu depuis la crise et que, en conséquence, ce phénomène ne soutient plus la croissance du commerce mondial dans la même mesure qu'auparavant.

En ce qui concerne les principales économies avancées, ce sont les États-Unis qui ont jusqu'à présent enregistré le plus net rétablissement. Après avoir légèrement reculé au premier trimestre de 2015, sous l'effet de certains facteurs temporaires, l'activité s'est redressée au deuxième trimestre. La consommation des ménages demeure le principal moteur de la croissance de l'économie américaine. Outre les facteurs généraux précités qui ont soutenu la croissance des pays avancés, la consommation a reposé sur l'amélioration combinée de la situation sur le marché du travail et des bilans des ménages. De plus, les salaires moyens se sont également mis à croître plus vigoureusement. En revanche, l'appréciation du dollar a pesé sur les exportations, tandis que les investissements dans le secteur de l'énergie ont diminué.

La reprise au Japon et dans la zone euro en est à un stade plus précoce du cycle et demeure modeste. Le fragile redémarrage de l'économie nippone au début de l'année a été cassé par l'amenuisement de la croissance en Chine et dans les autres économies émergentes asiatiques, qui représentent près de la moitié des exportations japonaises. La progression des salaires réels est restée modérée, en dépit d'un taux de chômage historiquement bas, et a été compensée par une vive augmentation, inattendue, du taux d'épargne des ménages, si bien que la consommation privée est demeurée atone. Au troisième trimestre, la

formation des stocks a grevé la croissance, entraînant une baisse de l'activité pour le deuxième trimestre consécutif. On s'attend toutefois à ce que la croissance économique se redresse d'ici la fin de l'année. En l'occurrence, les exportations devraient bénéficier de la faiblesse du cours du yen, tandis que la consommation privée, portée par une nouvelle hausse des salaires et par la chute des cours du pétrole, devrait rebondir.

Après l'accélération de la reprise dans la zone euro au second semestre de l'année précédente et au début de cette année, la croissance s'est à nouveau quelque peu effritée au cours des trimestres suivants. C'est ainsi que la croissance à un trimestre d'écart est revenue de 0,5 % au premier trimestre à 0,4 puis à 0,3 % au cours des derniers trimestres. Le caractère dynamique des exportations au premier semestre a été remarquable, compte tenu du net reflux du commerce mondial, et peut s'inscrire dans le contexte de la dépréciation de l'euro découlant de la politique accommodante de la BCE. Le rétablissement dans la zone euro repose toutefois essentiellement sur la consommation privée, qui s'appuie sur la hausse du pouvoir d'achat consécutive à la baisse des prix de l'énergie et, plus structurellement, sur l'embellie de la situation sur le marché du travail. En outre, les investissements devraient à terme continuer d'être soutenus par les conditions de financement toujours très favorables. Néanmoins, l'incertitude et, dans certains États membres, la nécessité de poursuivre la réduction de l'endettement continuent de peser sur les investissements, d'où l'absence provisoire d'un redressement plus vigoureux de ceux-ci.

Le rétablissement économique dans la zone euro s'est par ailleurs élargi. C'est surtout dans certains pays dits périphériques que la croissance, sous l'influence des récentes réformes structurelles et des programmes d'ajustement macroéconomiques, progresse vigoureusement à l'heure actuelle, portée non seulement par l'amélioration sur le marché du travail mais également par la reprise dans le reste de la zone euro. En dépit de la grande incertitude qui a entaché le changement de gouvernement à la fin de 2014, suivie des négociations prolongées sur un nouveau programme d'aide, l'économie grecque, qui s'était redressée au cours des trois premiers trimestres de 2014, a poursuivi sa croissance au premier semestre de 2015, notamment grâce à une forte baisse de l'épargne des ménages. Au troisième trimestre, l'activité s'est toutefois à nouveau émoussée. En ce qui concerne les grands pays du cœur de la zone euro, la croissance en France a poursuivi sa progression, bien que les investissements demeurent faibles et que le chômage ne diminue que graduellement. La reprise en Allemagne s'appuie essentiellement sur la consommation privée, portée par la solidité du marché du travail.



La dépréciation de l'euro a également eu un effet positif sur les exportations allemandes, qui sont de surcroît de moins en moins destinées aux pays émergents, mais de plus en plus soutenues par la demande du reste de la zone euro et des autres pays avancés, comme les États-Unis.

L'inflation dans la zone euro demeure très ténue cette année encore, principalement sous l'influence de la faiblesse persistante des cours du pétrole. L'inflation, qui avait commencé à baisser à compter de la fin de 2011, a atteint un creux en janvier 2015, lorsque les prix à la consommation ont reculé de 0,6% sur une base annuelle. Bien que l'inflation soit ensuite repartie à la hausse, elle est redevenue négative en septembre, à la suite de la nouvelle chute des prix des matières premières et de la légère réappréciation de l'euro. À partir de la fin de cette année, l'inflation devrait toutefois à nouveau rebondir, sous l'effet de la poursuite de la reprise économique, ainsi que du rebond attendu des cours du pétrole. La situation sur le marché du travail s'améliore, ce qui entraîne également une baisse du chômage, dont le niveau reste néanmoins supérieur à celui d'avant la crise et demeure significatif dans certains pays considérés individuellement. Parallèlement à l'accélération de la croissance, l'emploi devrait à terme continuer de progresser, également soutenu dans certains pays par des mesures fiscales et structurelles ainsi que par une modération salariale.

Cette année, les marchés financiers ont été confrontés, de manière répétée, à des épisodes de volatilité accrue, qui ont reflété l'inquiétude croissante quant à l'atonie de l'activité dans les économies émergentes. Au cours des premiers mois de l'année, les marchés boursiers ont toutefois poursuivi la tendance ascendante qu'ils avaient entamée en 2014. En raison de la forte demande d'obligations d'État à long terme dans la zone euro, le taux de ces instruments est même retombé à un plancher historique. Vers le début de l'été, la volatilité sur les marchés financiers s'est toutefois à nouveau accentuée, à mesure que grandissait l'inquiétude quant à la situation dans les pays émergents et à l'incidence de la normalisation imminente de la politique monétaire des États-Unis. Cette incertitude a engendré une nette diminution des flux de capitaux vers les économies émergentes, une hausse des écarts de taux et la dépréciation des monnaies de ces pays, de même qu'une baisse des cours des actions. Dans ce contexte, ce sont surtout les économies les plus vulnérables qui ont été touchées, là où l'augmentation des crédits avait vivement progressé ces dernières années, alimentée par des conditions de financement favorables dans la période de l'après-crise financière. Ce sont surtout les entreprises dans certains pays émergents qui ont vu leur taux d'endettement, souvent largement exprimé en devises étrangères, grimper sensiblement.

L'incidence sur les marchés financiers de la lenteur des négociations à propos d'un nouveau programme de financement en faveur de la Grèce est demeurée globalement limitée, de même que les effets de contamination aux pays périphériques de la zone euro, comme l'attestent les faibles répercussions sur les primes de risque des obligations d'État de ces pays. En revanche, les marchés ont été très perturbés par les évolutions survenues en Chine. Entre le 12 juin et le 8 juillet, la Bourse chinoise a accusé une chute de plus de 30 %, en conséquence de certaines nouvelles mesures prises par l'autorité de contrôle chinoise en vue de réprimer le comportement de placements à risque du secteur bancaire parallèle. L'inquiétude à l'origine de cette situation a été aggravée par l'annonce, le 11 août, d'un ajustement de sa politique de change par la Banque populaire de Chine. Bien que cette décision ait été présentée comme une transition vers une valorisation du renminbi plus conforme au marché et que la dépréciation de la devise chinoise qui en a résulté soit demeurée réduite, elle a été interprétée par les marchés comme un signal de la poursuite de l'essoufflement de l'économie chinoise. La volatilité sur les marchés financiers s'est accrue, les cours boursiers se sont repliés, les prix des matières premières ont diminué, et la fuite vers les placements sûrs a entraîné un recul du taux des obligations d'État des pays avancés. Ce n'est qu'ensuite que le calme est peu à peu revenu sur les marchés financiers.

Les évolutions observées sur les marchés des changes des pays avancés ont reflété, tout comme l'année précédente, les différences en matière de politique monétaire dans les diverses zones économiques. Tandis que la BCE a annoncé, le 22 janvier, une extension de son programme d'achats, la banque centrale américaine avait mis un terme à son programme d'achats dès octobre de l'année précédente. La forte dépréciation de l'euro vis-à-vis du dollar à l'approche de ces événements s'est également poursuivie au début de cette année. Parallèlement au report de la normalisation de la politique monétaire aux États-Unis dans les attentes des marchés, l'euro s'est toutefois quelque peu apprécié vis-à-vis du dollar dans le courant de l'année. Depuis peu, l'euro se déprécie néanmoins à nouveau, les marchés s'étant clairement mis à prendre de plus en plus en compte une nouvelle divergence en matière de politique monétaire entre la zone euro et les États-Unis à partir de décembre 2015.

Après qu'ils avaient plongé dès la mi-2014, les cours du pétrole se sont à nouveau redressés durant les premiers mois de l'année. Ce rétablissement temporaire a fait suite à des signaux indiquant que la production de pétrole de schiste aux États-Unis s'adaptait progressivement à un contexte de repli des cours pétroliers et que la demande mondiale de pétrole repartait à nouveau doucement à la

**TABLEAU 1 PROJECTIONS POUR LES PRINCIPALES ZONES ÉCONOMIQUES**

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

	2014	2015 e	2016 e	2017 e
<b>PIB en volume</b>				
Monde .....	3,3	3,1	3,5	3,7
dont:				
Pays avancés .....	1,8	2,0	2,3	2,3
États-Unis .....	2,4	2,6	2,8	2,7
Japon .....	-0,1	0,7	1,1	0,5
Union européenne .....	1,4	1,9	2,0	2,1
Pays émergents .....	4,5	3,9	4,4	4,7
Chine .....	7,4	6,8	6,5	6,2
Inde .....	7,1	7,2	7,4	7,5
Russie .....	0,6	-3,7	-0,5	1,0
Brésil .....	0,1	-2,6	-0,5	1,2
<i>p.m. Importations mondiales</i> .....	3,3	2,3	3,6	4,5
<b>Inflation<sup>(1)</sup></b>				
États-Unis .....	1,6	0,2	2,1	2,3
Japon .....	2,7	0,8	0,7	1,8
Union européenne .....	0,6	0,0	1,1	1,6
Chine .....	2,1	1,7	2,5	2,5
<b>Taux de chômage<sup>(2)</sup></b>				
États-Unis .....	6,2	5,3	4,8	4,6
Japon .....	3,6	3,4	3,3	3,3
Union européenne .....	10,2	9,5	9,2	8,9

Source: CE.

(1) Indice des prix à la consommation.

(2) Pourcentages de la population active.

hausse. De même, les prix des matières premières alimentaires et industrielles ont brièvement rebondi au premier semestre de l'année. Au cours de l'été, les prix des matières premières ont toutefois repris leur tendance baissière. Bien que l'atonie de la demande des pays émergents joue un rôle, c'est principalement l'offre abondante qui continue de peser sur les prix du pétrole. S'agissant du cours des métaux, ils ont essentiellement pâti de la demande moins importante des économies émergentes, davantage que du renforcement de l'offre, dans la foulée de la hausse des investissements dans la production minière.

## 1.2 Estimations pour la zone euro

S'agissant de la zone euro, les projections d'automne de l'Eurosystème sont un peu moins optimistes que ne

l'étaient les dernières projections de printemps et sont très proches des estimations que la BCE a publiées en septembre 2015. La croissance rebondirait fortement, jusqu'à atteindre 1,5 % cette année, et elle avoisinerait même 2 % en 2017. La reprise pourra s'appuyer sur les conditions de base favorables, comme un euro meilleur marché et de faibles taux d'intérêt, que la politique monétaire a aidé à mettre en place. En dépit de gains relativement importants en termes de parts de marché, l'essoufflement de la demande extérieure pèserait sur la contribution à la croissance des exportations nettes. Il serait néanmoins compensé par une vive progression de la demande intérieure et, plus particulièrement, de la consommation privée et des investissements.

L'inflation dans la zone euro est retombée à un point bas en janvier 2015, mais elle s'est redressée depuis lors,

## Encadré 1 – Hypothèses retenues pour les projections

Les projections macroéconomiques pour la Belgique décrites dans le présent article sont issues d'un exercice conjoint propre à l'Eurosystème pour la zone euro. Cet exercice de projections repose sur un éventail d'hypothèses techniques et de pronostics quant à l'évolution de l'environnement international arrêtés de commun accord par les institutions participantes, à savoir la BCE et les banques centrales nationales de la zone euro.

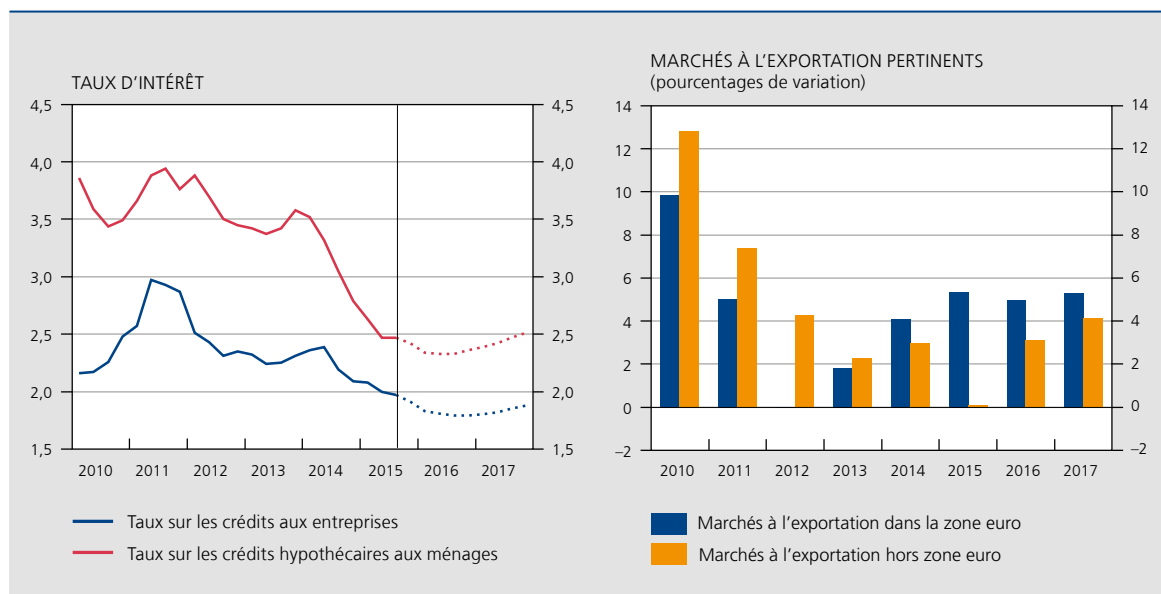
S'agissant des cours de change à venir, les projections s'appuient sur l'hypothèse selon laquelle ceux-ci resteront figés sur l'ensemble de la période de projection aux niveaux moyens observés durant les dix derniers jours ouvrables précédant la clôture des hypothèses, le 13 novembre 2015. Pour le dollar des États-Unis, ce cours de change s'établissait à 1,09 dollar pour 1 euro.

En ce qui concerne les futurs cours du pétrole, il est tenu compte, comme à l'accoutumée, des anticipations des marchés telles qu'elles se reflètent dans les contrats à terme conclus sur les marchés internationaux. Après les reculs amorcés à l'automne de 2014, les marchés s'attendaient, à la mi novembre 2015, à voir le cours du baril de Brent repartir progressivement à la hausse à l'horizon des projections, de 48,2 dollars en moyenne au dernier trimestre de 2015 à un peu moins de 58 dollars au dernier trimestre de 2017. Ce constat implique, une fois de plus, une sensible révision à la baisse par rapport aux hypothèses établies dans le cadre des projections de printemps de 2015.

Les hypothèses relatives aux taux d'intérêt reposent également sur les anticipations des marchés observées à la mi novembre 2015. Le taux des dépôts interbancaires à trois mois ressortirait à 10 points de base au dernier trimestre de 2015 et s'infléchirait même quelque peu par la suite, avant de se redresser légèrement à la fin de l'horizon

### TAUX D'INTÉRÊT ET CROISSANCE EN VOLUME DES MARCHÉS À L'EXPORTATION

(pourcentages)



Source : Eurosystème.

des projections pour avoisiner 6 points de base. Le niveau du taux d'intérêt à long terme en Belgique afficherait une progression plus soutenue, passant de 0,9 % au quatrième trimestre de cette année à 1,5 % à la fin de 2017.

L'évolution attendue des taux appliqués par les banques sur les crédits d'investissement aux entreprises et sur les crédits hypothécaires aux particuliers peut cependant diverger quelque peu de celle des taux de marché. Ainsi, le taux hypothécaire moyen ne devrait guère suivre le mouvement haussier du taux du marché à long terme et resterait assez stable sur l'ensemble de la période de projection, en raison notamment de la politique monétaire particulièrement accommodante de la BCE et de l'abondante liquidité qui en découle. Le taux moyen des crédits aux entreprises, plus proche du segment à court terme, demeurerait lui aussi relativement constant à l'horizon des projections : à la fin de 2017, il ressortirait à 1,9 %, soit un niveau très proche de celui qu'il affiche actuellement.

Les perspectives relatives à la croissance économique mondiale, hors zone euro, se sont clairement assombries depuis les projections de printemps publiées en juin 2015, notamment en ce qui concerne les économies émergentes. Par ailleurs, la récente atonie du commerce international évoquée précédemment a donné lieu à une nouvelle révision à la baisse de l'importance des échanges commerciaux dans la croissance mondiale. Cette situation grève surtout la croissance des marchés étrangers en dehors de la zone euro, qui devrait même être à peu de choses près nulle en 2015, enregistrant ainsi son rythme de progression le plus faible depuis la grande récession de 2009. L'expansion des marchés étrangers dans la zone euro a fait l'objet d'un ajustement à la baisse moins marqué par rapport aux projections de printemps. Au total, la croissance des marchés étrangers pertinents pour les exportateurs belges devrait continuer de s'affermir constamment, pour approcher les 5 % en 2017.

L'évolution des exportations belges est déterminée non seulement par l'élargissement de ces débouchés étrangers, mais aussi par le développement des parts de marché, et donc par la compétitivité de la Belgique. Parmi les aspects de la compétitivité liés aux coûts, les fluctuations des prix pratiqués par les concurrents sur les marchés à l'exportation occupent une place de choix. Sous l'effet, entre autres, de la dépréciation de l'euro, les prix pratiqués par

#### HYPOTHÈSES DES PROJECTIONS DE L'EUROSYSTÈME

(pourcentages, sauf mention contraire)

	2015	2016	2017
	(moyennes annuelles)		
Cours de change de l'euro vis-à-vis du dollar des États-Unis . . . . .	1,11	1,09	1,09
Cours du pétrole (dollars des États-Unis par baril) . . . . .	53,8	52,2	57,5
Taux des dépôts interbancaires en euros à trois mois . . . . .	0,0	-0,2	-0,1
Taux sur les obligations à dix ans de l'État belge . . . . .	0,9	1,1	1,4
Taux sur les crédits aux entreprises . . . . .	2,0	1,8	1,8
Taux sur les crédits hypothécaires aux ménages . . . . .	2,5	2,3	2,4
	(pourcentages de variation)		
Marchés à l'exportation pertinents pour la Belgique . . . . .	3,1	4,2	4,8
Prix des concurrents à l'exportation . . . . .	3,0	1,0	2,2

Source : Eurosysteme.



les concurrents sur les marchés à l'exportation, exprimés en euros, augmenteraient de 3 % en 2015, alors qu'ils s'étaient infléchis tant en 2013 qu'en 2014. Le raffermissement de l'inflation, dans la zone euro mais aussi ailleurs, ouvre peu à peu la voie à une nouvelle pression haussière sur les prix chez les concurrents des exportateurs belges en 2017, et ce même en faisant abstraction des fluctuations des cours de change.

Globalement, l'ajustement des hypothèses par rapport à celles des projections de printemps exerce une incidence négative sur les prévisions de croissance pour la Belgique. L'influence négative de l'environnement international moins favorable n'est en effet que partiellement compensée par le niveau légèrement plus faible des taux d'intérêt et par l'adaptation à la baisse des cours du pétrole.

essentiellement sous l'effet du cours du pétrole reparti à la hausse; elle serait néanmoins en moyenne encore quasi nulle cette année. Les projections tablent sur une poursuite du mouvement de hausse, jusqu'à 1,6 % en moyenne en 2017. Cette évolution ne serait que partiellement attribuable au renversement supposé de la pression des prix des composantes volatiles, tel le cours du pétrole. En effet, l'inflation sous-jacente, c'est-à-dire l'inflation abstraction faite de ces composantes volatiles, doublerait quasiment elle aussi au cours de la période couverte par les projections, passant à 1,6 % en 2017. Cette progression s'explique non seulement par l'accélération des salaires et par l'élargissement des marges bénéficiaires des entreprises, mais aussi par l'incidence de l'affaiblissement

de l'euro – qui s'opère avec un certain délai –, qui rend les importations plus onéreuses.

La reprise sur le marché du travail s'est raffermie cette année, et l'emploi continuerait de grimper à un rythme relativement rapide jusqu'en 2017. Cette embellie sera bien entendu favorisée à la fois par l'avivement de la croissance économique et par l'incidence tant des récentes réformes menées sur les marchés du travail que des mesures spécifiques visant à freiner la hausse des coûts salariaux dans certains pays. Pour ce qui est de la zone euro dans son ensemble, le taux de chômage continuerait de reculer et reviendrait à quelque 10 % en 2017, soit un niveau inférieur de près de deux points de pourcentage

**TABLEAU 2** PROJECTIONS DE L'EUROSISTÈME POUR LA ZONE EURO

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

	2015 e	2016 e	2017 e
PIB .....	1,5	1,7	1,9
Dépense de consommation finale des ménages et des ISBL .....	1,6	1,9	1,7
Dépense de consommation finale des administrations publiques .....	1,4	1,2	1,0
Formation brute de capital fixe .....	2,3	2,8	3,8
Exportations de biens et de services .....	4,8	4,0	4,8
Importations de biens et de services .....	5,3	4,8	5,3
Inflation (IPCH) <sup>(1)</sup> .....	0,1	1,0	1,6
Inflation sous-jacente <sup>(1)(2)</sup> .....	0,9	1,3	1,6
Emploi intérieur <sup>(1)</sup> .....	1,0	1,0	1,0
Taux de chômage <sup>(3)</sup> .....	11,0	10,5	10,1
Besoin (–) ou capacité de financement des administrations publiques <sup>(4)</sup> .....	–2,0	–2,0	–1,8

Source : BCE.

(1) Pourcentages de variation par rapport à l'année précédente.

(2) Mesurée au moyen de l'IPCH hors produits alimentaires et produits énergétiques.

(3) Pourcentages de la population active.

(4) Pourcentages du PIB.

à celui enregistré en 2013. L'augmentation de l'immigration nette due à l'afflux de réfugiés gonflerait l'offre de main-d'œuvre.

Le déficit budgétaire moyen de la zone euro reviendrait à 1,8 % du PIB en 2017. Ce repli serait toutefois exclusivement imputable à l'amélioration de la conjoncture et à la poursuite de la baisse des charges d'intérêts induite par le niveau anormalement bas des taux d'intérêt. L'orientation de la politique budgétaire serait par contre légèrement assouplie durant la période considérée.

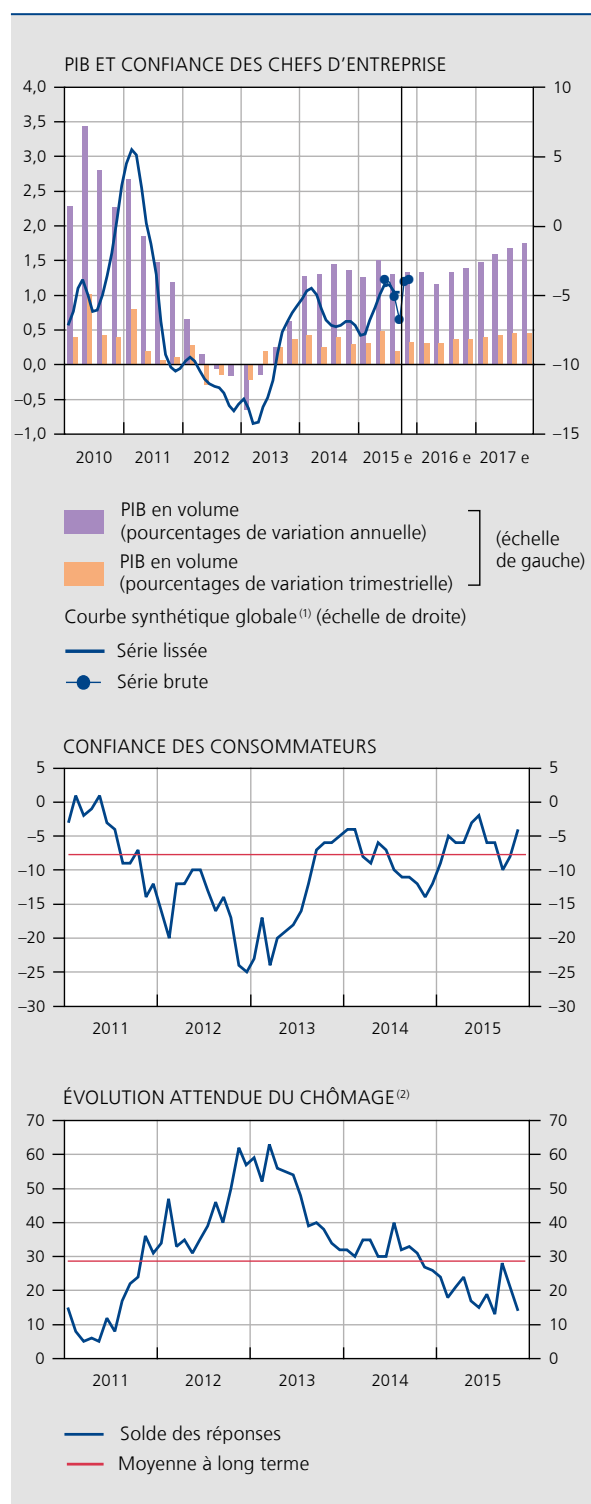
## 2. Activité et demande

Dans le courant du premier semestre de 2015, l'activité économique en Belgique s'est de nouveau redressée, affichant un rythme d'accroissement moyen comparable à celui qui avait été observé au second semestre de 2014 et correspondant à une croissance annuelle proche de 1,5 %. Par ailleurs, la croissance a été portée dans une large mesure par la vive progression de la consommation privée, elle-même étayée par une embellie de la confiance des consommateurs, et plus particulièrement des perspectives de chômage, et par la hausse des revenus réels résultant de la forte baisse des cours du pétrole. S'agissant de la production, la reprise s'est matérialisée dans toutes les branches d'activité importantes, même si la croissance a principalement été soutenue par l'expansion de l'activité dans les services marchands.

À partir de l'été, l'économie belge, tout comme celle de la zone euro, a toutefois ralenti. Bien que la croissance estimée par la Banque en juin 2015 pour les deuxième et troisième trimestres soit assez proche des statistiques trimestrielles actuelles, ce repli semble, d'après la première estimation « flash » de l'ICN, légèrement plus prononcé que celui dont tenaient déjà compte les projections de printemps : la croissance trimestrielle, qui atteignait encore 0,5 % au deuxième trimestre, serait retombée à 0,2 % à peine au troisième trimestre. Ce tassement est indissociable du ralentissement de l'économie mondiale, qui s'accompagne d'une sensible dégradation des indicateurs de confiance. La confiance des consommateurs s'est inscrite en net recul après le mois de juin, plongeant même temporairement sous sa moyenne de long terme. Il est en outre frappant de constater que les perspectives de chômage – après avoir enregistré une amélioration tendancielle durant un an environ – ont subitement grimpé en septembre pour retrouver le niveau qui était le leur à la fin de l'année précédente, même si la raison de cette évolution serait surtout à rechercher dans l'intensification de tensions géopolitiques spécifiques. La confiance des chefs d'entreprises se serait elle

**GRAPHIQUE 2 ÉVOLUTION DU PIB ET DES INDICATEURS DE CONFIANCE**

(données corrigées des variations saisonnières et des effets de calendrier, sauf mention contraire)



Sources : ICN, BNB.

(1) Données non corrigées des variations saisonnières.

(2) Pour ce qui est des perspectives de chômage, une hausse dans le graphique est le signe d'une évolution moins favorable tandis qu'une baisse est le signe d'une évolution plus favorable.

aussi vivement infléchi depuis l'été selon les enquêtes de la Banque.

Ces indicateurs de confiance laissent toutefois entrevoir une reprise au début du dernier trimestre. Dans ce contexte, nos prévisions à court terme pour ce trimestre indiquent une légère consolidation de la croissance trimestrielle, qui s'établirait à quelque 0,3 %, ce qui porterait finalement la croissance annuelle à 1,4 % pour 2015. La croissance s'essoufflerait très faiblement en 2016, avant de regagner en vigueur pour atteindre 1,6 % en 2017. En comparaison des projections de printemps de 2015, les estimations actuelles impliquent, en dépit du ralentissement un peu plus marqué au second semestre, une faible révision à la hausse de la croissance annuelle attendue pour 2015. Ce constat ne résulte toutefois que d'un effet de débordement qui, en raison de l'ajustement à la hausse de la croissance pour 2014 dans les comptes annuels publiés à la fin de septembre 2015, s'avère plus favorable que ne le donnaient à penser les statistiques disponibles au moment des projections de printemps.

En moyenne annuelle, la croissance en 2015 serait amplement soutenue par la demande intérieure, même si, sous l'effet de l'érosion de la confiance et de la disparition progressive de l'incidence favorable de la baisse des cours du pétrole sur la croissance des revenus, la consommation privée se replierait sensiblement au second semestre. De plus, les variations des stocks apportent également une contribution positive à la croissance; les entreprises auraient freiné la réduction de leurs stocks ou en auraient accéléré la formation au premier semestre de l'année – et ce pour la première fois depuis 2011. Bien qu'il ne soit pas exclu, et qu'il soit même probable, que tel sera de nouveau le cas dans un avenir proche, les hypothèses techniques retenues pour l'ensemble des trimestres de la période couverte par les projections tablent, comme cela est habituellement le cas, sur un effet neutre de la variation des stocks sur la croissance, eu égard notamment à la grande incertitude statistique qui entoure ce concept. La contribution positive des stocks en 2015 est du reste presque intégralement compensée par une contribution négative des exportations nettes à la croissance. Même si l'évolution des exportations a toujours été orientée à la hausse en moyenne trimestrielle et si elle a notamment été stimulée par la dépréciation de l'euro, les importations ont progressé plus vivement en base annuelle. À cet égard, il convient de tenir compte du fait que, bien que sans incidence sur la croissance du PIB, une série d'achats importants de biens d'investissement spécifiques à l'étranger ont quelque peu faussé les taux de croissance des importations, et, par conséquent, les investissements

des entreprises et la demande intérieure. Par le jeu d'effets de débordement, il en ira de même pour les taux de croissance de 2016. Abstraction faite de ces facteurs spécifiques, les exportations nettes apporteraient une contribution légèrement positive à la croissance en 2015.

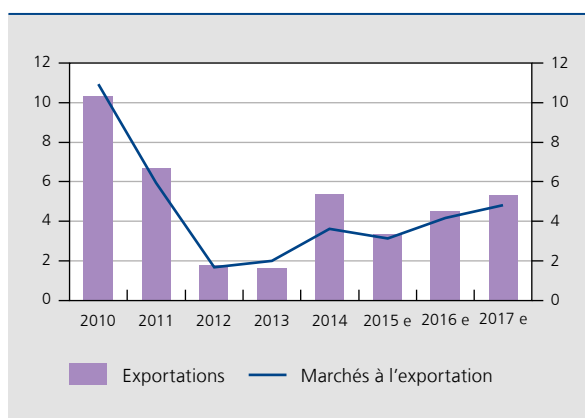
L'estimation un peu plus prudente (par rapport aux projections de printemps) de la croissance pour les deux prochaines années peut certes être mise en rapport avec l'estompement de l'effet de débordement dû à l'essoufflement modéré de la croissance au second semestre de 2015, mais elle s'explique surtout plus généralement par l'ajustement à la baisse des débouchés étrangers pour la Belgique, comme évoqué à l'encadré 1.

Il n'en demeure pas moins que les exportations nettes continueront d'apporter une contribution positive, quoique limitée, à la croissance durant ces deux années. Tel est au demeurant aussi le cas après correction des statistiques pour neutraliser l'effet des achats spécifiques de biens d'investissement à l'étranger, étant entendu qu'il est toujours tenu compte, pour 2016, d'une série d'investissements importants dans la branche de la navigation maritime.

Plus généralement, les différentes mesures prises dans le but de modérer les coûts salariaux, comme le saut d'index, les réductions des charges patronales et les limitations de la progression des salaires conventionnels, entraînent une amélioration de la compétitivité-coût des exportateurs belges. L'évolution des coûts salariaux par unité produite, qui sera examinée plus en détail dans la

### GRAPHIQUE 3 EXPORTATIONS ET MARCHÉS À L'EXPORTATION

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



Sources: ICN, BNB.



partie 4, reste en effet très en deçà de celle enregistrée dans les principaux pays limitrophes et dans l'ensemble de la zone euro. Bien que cet avantage en matière de coûts ne soit répercuté sur les prix que partiellement et avec un certain décalage – ce qui induit un élargissement des marges des entreprises, surtout à court terme – il exercera un effet modérateur sur l'évolution, principalement, des prix des biens et des services négociables, bénéfique aux exportations. Les présentes projections supposent dès lors que les exportateurs belges étendront encore leurs parts de marché de quelque 0,2 à 0,5 % par an.

À la fin de la période de projection, la contribution des exportations nettes à la croissance s'amenuisera. D'une part, les gains en parts de marché des entreprises exportatrices repartiront à la baisse dans le courant de 2017, entraînés par la nette augmentation des coûts salariaux durant cette même année. D'autre part, la croissance des dépenses intérieures, notamment de la consommation privée, renforcera celle des importations.

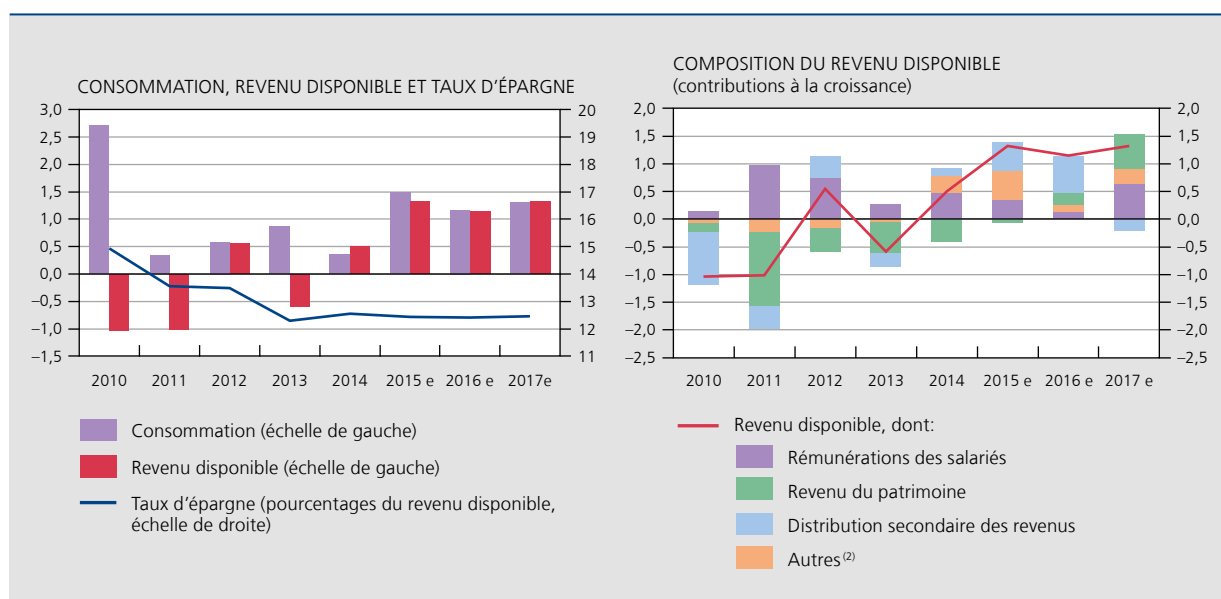
S'agissant des dépenses intérieures, la consommation privée progresserait à un rythme assez modéré sur l'ensemble de la période couverte par les projections, après s'être inscrite en recul à partir de l'été de cette année. Cette évolution s'explique en premier lieu par la croissance limitée des revenus des ménages, qui

est avant tout attribuable aux revenus primaires du travail. En dépit du redressement de l'emploi et de l'augmentation (certes limitée) des salaires conventionnels, ces derniers afficheraient, en termes réels, une trajectoire relativement plane en 2016. Cela s'explique par l'impact du saut d'index, qui continuera de se faire sentir jusqu'en 2016, et par les différents relèvements des impôts indirects et des prélèvements sur la consommation privée d'électricité instaurés par les autorités flamandes. Plusieurs relèvements des impôts indirects, tels que les accises sur l'alcool, le tabac et le diesel, n'exercent, en outre, pas d'effet haussier sur l'indice-santé et ne donnent donc pas lieu à une accélération de l'indexation.

La très faible croissance des revenus primaires du travail est également légèrement compensée par une répartition plus favorable des revenus secondaires. Celle-ci découle notamment de l'allègement de l'impôt des personnes physiques, principalement pour les bas et moyens revenus, qui a été décidé dans le cadre du tax shift. De manière générale, la croissance des revenus réels des particuliers accusera un certain repli en 2016. Les ménages devraient réduire leur consommation dans des proportions très similaires, de sorte que leur taux d'épargne demeurerait au niveau historiquement bas auquel il est retombé en 2015, s'écartant d'ailleurs peu de la moyenne de la zone euro.

#### GRAPHIQUE 4 CONSOMMATION ET REVENU DISPONIBLE<sup>(1)</sup> DES PARTICULIERS

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



Sources : ICN, BNB.

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

(2) La catégorie « Autres » comprend l'excédent brut d'exploitation et le revenu mixte brut (des indépendants).

En 2017, les revenus réels du travail enregistreraient un net rebond, sous l'effet conjugué du renforcement de la croissance des salaires nominaux, soutenu par la réactivation des mécanismes d'indexation, et d'un léger tassement de l'inflation. Dans la mesure où les ménages belges disposent d'actifs financiers nets importants, l'augmentation supposée des taux d'intérêt à long terme, de même que la majoration des dividendes des entreprises versés, engendrerait une forte remontée des revenus du patrimoine en 2017. Cela étant, une proportion relativement plus élevée de ces revenus étant épargnée, ce sont surtout les revenus du travail et les allocations de remplacement qui déterminent la croissance de la consommation. La consommation privée s'accélérait donc quelque peu en 2017, mais, dans le même temps, le taux d'épargne des particuliers rebondirait lui aussi quelque peu.

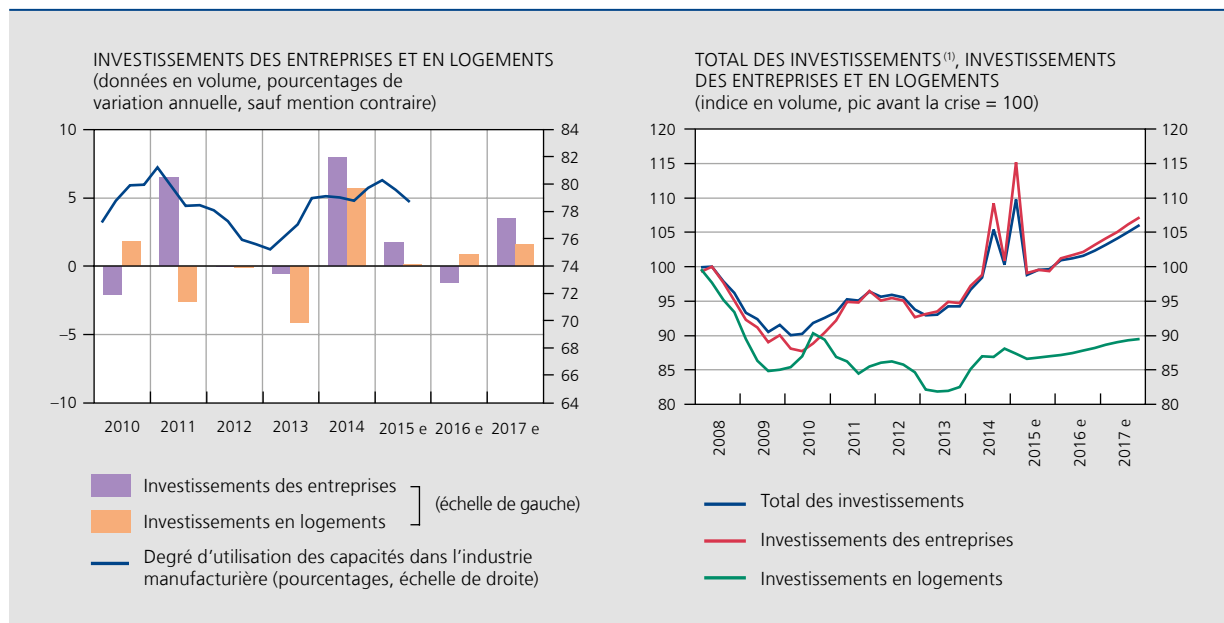
De même, les investissements en logements des ménages ne devraient progresser que modérément. D'après les statistiques trimestrielles actuelles, ces investissements se sont sensiblement repliés au premier semestre, certes après avoir enregistré une croissance vigoureuse en 2014. Ce fléchissement peut en partie s'expliquer par des effets d'anticipation à la suite de la réduction annoncée du bonus logement en Région flamande à compter du 1<sup>er</sup> janvier 2015, qui a incité de nombreux ménages à avancer la construction ou l'achat d'une habitation existante dans la région. Les transactions sur le marché

secondaire peuvent influencer l'évolution des investissements dans la mesure où les droits d'enregistrement acquittés relèvent de cette catégorie, conformément à la méthodologie du SEC 2010. Les prévisions actuelles tablent sur une normalisation très progressive suivie d'un redressement, si bien que la croissance annuelle s'avérerait quasiment nulle en 2015, mais qu'elle repartirait à la hausse les deux années suivantes. Cette reprise sera encore favorisée, en 2016 en particulier, par la faiblesse persistante des taux hypothécaires. Cependant, ces investissements s'établiraient encore, à la fin de 2017, à un niveau inférieur de 10 % environ au pic ayant précédé la grande récession.

Bien que biaisée par les importants achats spécifiques de biens d'investissement à l'étranger évoqués plus haut, la croissance des investissements des entreprises est nettement plus robuste. Ainsi, le recul apparent de ces investissements en 2016 est uniquement dû à un achat spécifique dans l'industrie pharmaceutique effectué au début de 2015. Abstraction faite des facteurs spécifiques, les investissements des entreprises augmenteraient constamment pendant la période de projection, atteignant à la fin de 2017 un rythme d'accroissement annuel proche de 4 %.

La progression des investissements des entreprises sera soutenue par l'élargissement des marges bénéficiaires des entreprises, conjugué à leurs importantes réserves

GRAPHIQUE 5 INVESTISSEMENTS PRIVÉS



Sources : ICN, BNB.

(1) Englobent également les investissements publics.

**TABLEAU 3 PIB ET PRINCIPALES CATÉGORIES DE DÉPENSES**

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

	2013	2014	2015 e	2016 e	2017 e
Dépense de consommation finale des ménages et des ISBL . . . .	0,9	0,4	1,5	1,2	1,3
Dépense de consommation finale des administrations publiques	-0,1	0,6	0,6	0,4	0,4
Formation brute de capital fixe . . . . .	-1,7	7,0	1,8	-0,4	3,0
des administrations publiques . . . . .	-3,7	4,0	5,6	1,6	3,1
en logements . . . . .	-4,1	5,7	0,2	0,9	1,6
des entreprises . . . . .	-0,5	8,0	1,8	-1,2	3,5
<i>p.m. Dépenses intérieures, hors variation des stocks . . . . .</i>	<i>0,0</i>	<i>1,9</i>	<i>1,3</i>	<i>0,6</i>	<i>1,5</i>
Variation des stocks <sup>(1)</sup> . . . . .	-0,7	-0,2	0,5	0,1	0,0
Exportations nettes de biens et de services <sup>(1)</sup> . . . . .	0,7	-0,4	-0,5	0,6	0,2
Exportations de biens et de services . . . . .	1,6	5,4	3,4	4,5	5,3
Importations de biens et de services . . . . .	0,8	5,9	4,0	3,9	5,3
Produit intérieur brut . . . . .	0,0	1,3	1,4	1,3	1,6

Sources: ICN, BNB.

(1) Contribution à la variation du PIB par rapport à l'année précédente, points de pourcentage.

de liquidités, à l'environnement de faibles taux d'intérêt et à l'assouplissement des conditions de financement. Qui plus est, le degré d'utilisation des capacités dans l'industrie manufacturière est, depuis quelque temps déjà, légèrement supérieur à la moyenne de long terme, si bien que la croissance de la demande générera de plus en plus d'investissements d'extension. Les investissements des entreprises devraient d'ailleurs renouer au début de 2016 avec le niveau qu'ils atteignaient avant la grande récession.

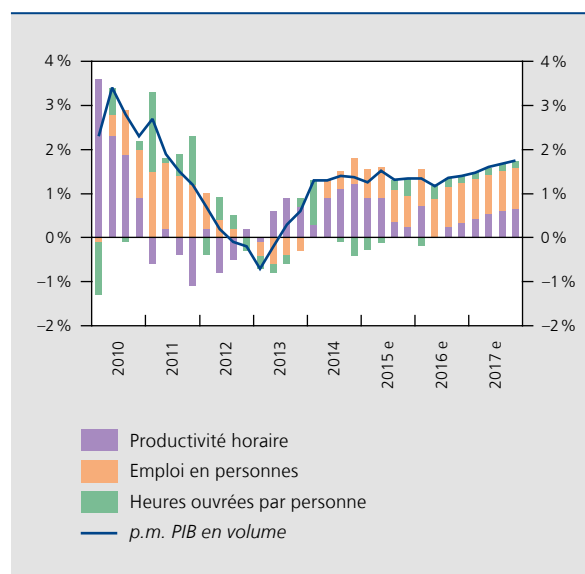
S'agissant des dépenses publiques, la croissance en volume de la consommation des administrations publiques diminuerait en 2016 et en 2017, en raison des mesures de consolidation visant entre autres à réduire les effectifs de personnel. Les investissements publics en volume enregistreraient une accélération prononcée cette année, en raison notamment de l'intensification de la construction d'écoles, en Communauté flamande principalement, avant de ralentir quelque peu en 2016 et en 2017.

### 3. Marché du travail

La reprise de l'activité observée à partir du deuxième trimestre de 2013 a rapidement débouché sur un redressement de l'emploi, qui, de trimestre en trimestre, a progressé de manière relativement constante de quelque 0,1 à 0,2 %, même si ce rebond a dans un premier

**GRAPHIQUE 6 EMPLOI INTÉRIEUR, DURÉE DU TRAVAIL ET PRODUCTIVITÉ**

(contributions à la croissance annuelle du PIB, points de pourcentage; données corrigées des variations saisonnières et des effets de calendrier)



Sources: ICN, BNB.

temps été contrebalancé par une légère diminution du temps de travail moyen par personne. Sur l'ensemble de la période de projection, la demande de main-d'œuvre continuerait de grimper régulièrement et, selon les prévisions actuelles, elle serait à peine altérée par le léger ralentissement conjoncturel qui surviendrait à partir du second semestre de 2015, notamment à la suite des différentes mesures visant à comprimer les coûts de la main-d'œuvre et à rendre les engagements moins onéreux pour les employeurs. Cela implique toutefois que la productivité s'inscrirait en net recul au début de la période de projection et qu'elle ne se redresserait que graduellement, à mesure que la croissance économique gagne en vigueur. Étant donné que le nombre d'heures ouvrées par personne n'augmenterait que de manière marginale, la demande croissante de main-d'œuvre se traduirait presque intégralement par une remontée de l'emploi.

Au total, l'emploi intérieur gonflerait de 114 000 unités au cours de la période 2015-2017, sous l'effet du redémarrage de l'activité, mais également de la politique de modération des coûts salariaux. Tant les indépendants que les salariés contribueront à l'embellie de l'emploi. Contrairement aux années précédentes, les branches

sensibles à la conjoncture seraient le principal moteur de cette croissance, suivies par les autres services. En raison des mesures d'économie prises par les pouvoirs publics, la branche « Administration publique et enseignement » devrait enregistrer une baisse de ses effectifs, rompant avec la tendance ascendante de la dernière décennie. Le vieillissement de la population freine depuis pas mal de temps déjà l'expansion de la population en âge de travailler, mais les répercussions sur la population active sont en partie compensées par la hausse tendancielle du taux de participation. Cette dernière est soutenue par le relèvement du taux de participation des travailleurs âgés, en raison des mesures prises par le gouvernement fédéral en vue de limiter les sorties anticipées du marché du travail, et en particulier la suppression du statut de chômeur âgé et le renforcement des critères d'accès au régime de chômage avec complément d'entreprise. En outre, la recrudescence actuelle de l'afflux net de migrants, et notamment de réfugiés, gonfle quelque peu la population en âge de travailler, mais cet effet ne se manifesterait pas clairement dans les chiffres annuels moyens avant 2016. C'est donc surtout à partir de cette année-là que l'accroissement de la population en âge de travailler et de la population active sera revu à la hausse par rapport aux prévisions de printemps.

**TABLEAU 4 OFFRE ET DEMANDE DE TRAVAIL**

(données corrigées des effets saisonniers, variation en milliers de personnes, sauf mention contraire)

	2013	2014	2015 e	2016 e	2017 e
Population totale	57	55	53	58	56
Population en âge de travailler	12	9	10	16	11
Population active	6	29	13	27	24
Travailleurs frontaliers	-1	-1	0	0	0
Emploi intérieur	-18	16	32	40	42
Salariés	-24	9	23	31	32
Branches sensibles à la conjoncture <sup>(1)</sup>	-25	-4	11	18	22
Administration publique et enseignement	3	5	-2	1	-3
Autres services <sup>(2)</sup>	-1	7	14	12	13
Indépendants	6	7	9	9	10
Demandeurs d'emploi inoccupés	25	14	-18	-13	-18
<i>p.m. Taux de chômage harmonisé<sup>(3)(4)</sup></i>	<i>8,5</i>	<i>8,6</i>	<i>8,7</i>	<i>8,4</i>	<i>8,1</i>
<i>Taux d'emploi harmonisé<sup>(3)(5)</sup></i>	<i>67,2</i>	<i>67,3</i>	<i>67,1</i>	<i>67,3</i>	<i>67,8</i>

Sources: BFP, CE, DGS, ICN, BNB.

(1) Agriculture, industrie, énergie et eau, construction, commerce et horeca, transports et communications, activités financières et services immobiliers et aux entreprises.

(2) Santé, action sociale, services collectifs sociaux, personnels et domestiques.

(3) Sur la base des données de l'enquête sur les forces de travail.

(4) En pourcentage de la population active (15-64 ans), données brutes.

(5) Personnes occupées en pourcentage de la population totale en âge de travailler (20-64).

L'augmentation de la demande de main-d'œuvre reste cependant suffisamment vigoureuse pour contrebalancer cette progression plus vive de la population active. Le nombre de chômeurs commencerait à se replier en 2015, au terme de trois années successives de hausse. Même si cette baisse sera quelque peu modérée en 2016, on dénombrerait néanmoins à la fin de la période de projection environ 49 000 chômeurs de moins qu'au début de 2015. Le taux de chômage harmonisé, qui est établi sur la base des enquêtes sur les forces de travail et des définitions du Bureau international du travail et qui exprime le rapport entre le nombre de personnes sans emploi disponibles pour travailler et activement à la recherche d'un emploi (indépendamment de leur enregistrement ou non sous le statut de chômeur indemnisé auprès de l'ONEM) et la population active, retomberait dès lors de 8,6 % en 2014 à 8,1 % en 2017.

#### 4. Prix et coûts

Comme dans les projections de printemps, l'évolution des coûts salariaux au cours de la première partie de la période couverte par les projections a été marquée par les différentes mesures prises par le pouvoir fédéral pour resserrer l'écart salarial avec les trois principaux pays voisins et pour renforcer la compétitivité des entreprises belges en matière de coûts. Il s'agit en l'occurrence du gel

(en 2015) et (en 2016) de la modération de la croissance salariale conventionnelle, de la suspension temporaire des mécanismes d'indexation (le saut d'index) et d'importants nouveaux allègements, déjà programmés dans le cadre du Pacte pour la compétitivité, des prélèvements sur le travail en 2016, notamment grâce à des baisses supplémentaires des cotisations patronales à la sécurité sociale et à une augmentation de l'exonération de précompte professionnel pour le travail de nuit et en équipe.

Dans le cadre du tax shift, la diminution des coûts salariaux en 2016 a encore été étendue, afin de ramener le taux moyen des cotisations patronales à 25 % en 2018, en prenant particulièrement en compte les bas salaires et les salaires moyens. Des mesures additionnelles ont été prises pour stimuler la création d'emplois dans les PME, notamment grâce à des réductions spécifiques des coûts salariaux, qui, s'agissant d'une mesure groupes-cibles, sont également comptabilisées comme des subventions selon la méthodologie du SEC 2010.

Pour réaliser la baisse du taux des cotisations patronales à 25 %, il a également été décidé de convertir l'actuelle exonération linéaire du versement du précompte professionnel, la réduction dite AIP, de 1 % dans le secteur marchand, en une diminution des cotisations patronales. Contrairement aux mesures précitées, cette décision n'implique pas d'allègement proprement dit des coûts du

**TABLEAU 5** INDICATEURS DE COÛTS ET PRIX  
(pourcentages de variation par rapport à l'année précédente, sauf mention contraire)

	2013	2014	2015 e	2016 e	2017 e
Coûts salariaux dans le secteur privé <sup>(1)</sup>					
Coûts salariaux par heure ouvrée .....	2,5	0,6	0,2	0,2	1,9
dont indexation .....	1,9	0,8	0,1	0,4	1,1
Productivité du travail <sup>(2)</sup> .....	0,4	0,9	0,6	0,3	0,5
Coûts salariaux par unité produite .....	2,1	-0,3	-0,4	-0,1	1,3
<i>p.m. Coûts salariaux par heure ouvrée selon les comptes nationaux</i> <sup>(3)</sup> .....	2,5	0,7	0,3	0,1	1,7
Tendance sous-jacente de l'inflation <sup>(4)</sup> .....	1,4	1,5	1,6	1,4	1,4
Produits énergétiques .....	-4,6	-6,0	-7,7	4,0	3,2
Produits alimentaires .....	3,6	0,8	1,8	2,4	2,0
IPCH .....	1,2	0,5	0,6	1,9	1,7
Indice-santé .....	1,2	0,4	1,1	1,7	1,4

Sources : CE, ICN, SPF Emploi, Travail et Concertation sociale, BNB.

(1) Les coûts salariaux par heure ouvrée ne sont pas présentés ici selon le concept des comptes nationaux, mais selon un concept plus large englobant également les réductions des cotisations groupes-cibles et les subventions salariales. Ce concept offre une meilleure représentation du coût salarial effectif pour les entreprises.

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

(3) À l'exclusion des subventions salariales et des réductions des cotisations groupes-cibles.

(4) Mesurée au moyen de l'IPCH hors produits alimentaires et produits énergétiques.

travail pour les employeurs et n'a donc pas d'incidence macroéconomique, puisqu'il ne s'agit que d'un glissement (statistique) entre les subventions salariales et les cotisations sociales.

Les subventions salariales ne sont toutefois pas incluses dans le concept des coûts salariaux tel que mesuré traditionnellement dans les comptes nationaux. Le tableau 5 ci-dessus présente les deux concepts. C'est la définition plus large, y compris les subventions salariales, qui est pertinente pour les entreprises. Elle montre une progression des coûts salariaux par heure ouvrée au cours de la période 2016-2017 légèrement plus rapide que le concept des comptes nationaux. Lorsqu'on prend en considération le simple glissement comptable de la réduction AIP, qui biaise ce dernier concept, on obtient en effet un montant plus important qu'en tenant compte de la nouvelle extension des subventions salariales qui ne sont pas incluses dans le concept des comptes nationaux.

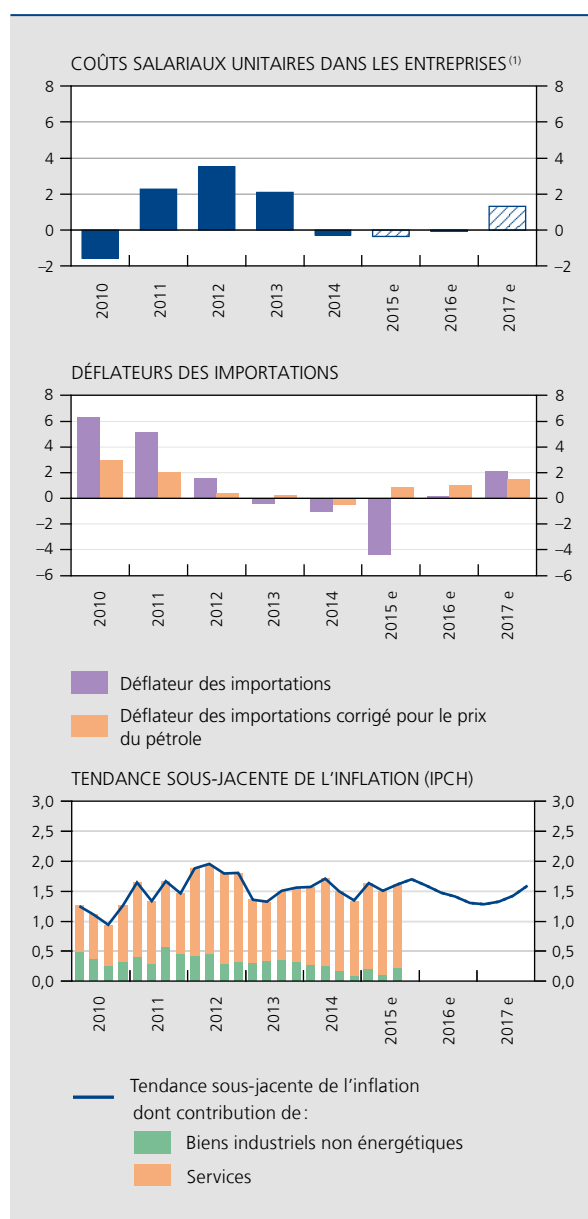
Au total, ces allègements des charges sur le travail devraient comprimer les coûts salariaux par heure ouvrée de 1% environ au cours de la période couverte par les projections, l'effet principal se situant en 2016. Du fait du tax shift, cela représente près du double de l'estimation figurant dans les projections de printemps. Il est néanmoins frappant de constater que les coûts salariaux par unité produite n'ont pas été revus à la baisse dans la même mesure. En effet, l'incidence de la diminution accrue des charges pesant sur le travail est neutralisée en grande partie par deux autres éléments. D'une part, le ralentissement de la croissance de la productivité en 2016, qui accroît celle des coûts salariaux par unité produite. D'autre part, l'accélération de l'inflation est plus marquée, et certains nouveaux impôts indirects, notamment sur le prix de l'électricité, poussent l'indice-santé à la hausse. Dès lors, les effets du saut d'index se manifestent plus vite que ne le prévoyaient les projections de printemps, et les mécanismes d'indexation devraient jouer à nouveau dès la fin du premier trimestre de 2016. En dépit de l'aspect progressif de ce processus, en fonction des règles d'indexation spécifiques à chaque branche d'activité, il en résulte une remontée de l'indexation des salaires dès 2016, mais surtout en 2017.

S'agissant des autres éléments de la croissance salariale, il est supposé, tout comme dans les projections de printemps, que la marge maximale de 0,67% de hausse des salaires conventionnels, issue de la norme salariale imposée par le pouvoir fédéral, sera entièrement utilisée en 2016 après trois ans sans augmentations conventionnelles réelles et dans un contexte d'embellie persistante sur le marché du travail. De même, les estimations du glissement des salaires ne sont guère révisées.

Globalement, les coûts salariaux par unité produite devraient se replier en 2016, et ce pour la troisième année consécutive. En 2017, les coûts salariaux devraient à nouveau nettement gonfler. D'une part, l'effet de l'indexation s'élève déjà à plus de 1% en raison de la remontée de l'inflation. D'autre part, la croissance salariale conventionnelle devrait progresser. Pour 2017, les marges des adaptations conventionnelles réelles ne sont pas encore fixées puisque l'issue des négociations d'un accord interprofessionnel pour cette année-là ne

### GRAPHIQUE 7 COÛTS SALARIAUX ET TENDANCE SOUS-JACENTE DE L'INFLATION

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



Sources : CE, BNB.

(1) Y compris les subventions salariales et les réductions groupées cibles.

sera connue qu'en 2016. Tout comme pour les projections de printemps, les estimations actuelles à cet égard s'appuient sur l'hypothèse technique d'une croissance salariale conventionnelle de 0,9 %. Ce léger rebond des salaires conventionnels, par rapport à la croissance attendue pour 2016, tient compte à la fois de la poursuite du rétablissement du marché du travail et de la poursuite attendue du resserrement de l'écart salarial avec les pays voisins, générant ainsi peu à peu une plus grande marge pour les augmentations salariales réelles.

L'évolution très modérée des coûts du travail devrait en principe se refléter graduellement – avec un certain décalage – dans la formation des prix, et plus particulièrement dans la tendance sous-jacente de l'inflation, qui fait abstraction des prix des composantes volatiles que sont les produits alimentaires et énergétiques. Cette inflation sous-jacente est toutefois demeurée pratiquement inchangée ces dernières années, surtout sur une base annuelle. Au dernier trimestre de 2015, la tendance sous-jacente de l'inflation devrait encore avoisiner 1,7 %. Quant aux composantes extérieures de la structure des coûts, les prix à l'importation ont été gonflés par le plongeon de l'euro après l'été de 2014, lié à (l'anticipation de) l'assouplissement de la politique monétaire dans la zone euro. Il en résulte que ce sont surtout les biens importés ou ceux pour lesquels des inputs intermédiaires importés sont utilisés qui renchérisse sensiblement. C'est principalement le cas des biens industriels non énergétiques et, dans une moindre mesure, des services. En revanche, le pétrole importé est devenu bien meilleur marché, ce qui a entraîné une baisse effective des coûts de l'énergie pour les entreprises belges ainsi que des prix moyens à l'importation en 2015.

En outre, l'inflation sous-jacente est jusqu'à présent également demeurée relativement vive en Belgique par rapport à la zone euro et aux principaux pays voisins, en dépit de l'évolution relativement favorable des coûts du travail. C'est principalement dans le secteur des services que les hausses de prix sont encore persistantes, ce qui peut être lié à certains facteurs structurels, comme un degré de concurrence relativement faible sur certains marchés des services et des gains de productivité relativement bas. L'existence de différents mécanismes d'indexation qui déterminent la formation des prix sur de nombreux marchés et qui n'ajustent les prix que partiellement ou avec retard à la structure sous-jacente des coûts peut également jouer un rôle.

Les prévisions actuelles d'inflation tablent toutefois sur le fait que la pression très modeste des coûts d'origine intérieure et la disparition de l'incidence de la dépréciation de l'euro induiront une érosion progressive de l'inflation

sous-jacente, même si le repli demeure très limité. L'inflation sous-jacente devrait s'infléchir à 1,3 % environ d'ici la fin de 2016, avant de repartir à la hausse, compte tenu du redressement des coûts salariaux. Exprimée en moyenne annuelle, l'inflation sous-jacente restera donc relativement stable au cours de la période couverte par les projections, bien qu'à un niveau légèrement inférieur au niveau actuel.

L'inflation totale est déterminée non seulement par la tendance sous-jacente de l'inflation, mais également par les développements des prix des composantes volatiles, à savoir les produits énergétiques et alimentaires, ainsi que par l'influence de facteurs exogènes, comme la fiscalité indirecte.

À cet égard, les différentes hausses des prélèvements sur la consommation exerceront une incidence directe importante sur le taux d'inflation. C'est ainsi que les accises sur le diesel, l'alcool, le tabac et les boissons rafraîchissantes seront (ou ont déjà été) majorées et que la TVA sur la consommation d'électricité par les ménages est repassée de 6 à 21 % en septembre. Outre ces mesures prises par le pouvoir fédéral dans le cadre du financement du tax shift, certaines mesures adoptées par les pouvoirs publics flamands font également grimper les prix, notamment ceux de l'électricité. Il s'agit là entre autres du prélèvement instauré à partir de 2016 qui vise à éponger la dette historique que les gestionnaires des réseaux de distribution d'électricité ont accumulée en raison de l'octroi obligatoire de subventions aux ménages flamands qui produisent eux-mêmes de l'énergie. En outre, certains prix réglementés, comme les droits d'inscription dans l'enseignement supérieur, ont augmenté. Bien que cette mesure, et d'autres encore, prises par les pouvoirs publics flamands ne fassent remonter les prix qu'en Région flamande, elles participent à la hausse de l'inflation belge moyenne et, dans la mesure où elles sont incluses dans l'indice-santé, ce qui est le cas en l'occurrence, elles entraînent une indexation accrue des salaires et des revenus de remplacement belges.

Les développements des prix de l'énergie et des produits alimentaires exerceront eux aussi un effet haussier sur l'inflation au cours de la période couverte par les projections. Compte tenu des hypothèses de cours du pétrole présentées dans l'encadré 1, l'incidence négative de l'évolution des cours des produits énergétiques sur l'inflation totale s'atténuerait peu à peu, avant de se muer en une contribution positive à partir de 2016. Combinée au relèvement plus vif attendu des prix des produits alimentaires, cette situation entraînerait, malgré une tendance sous-jacente de l'inflation d'abord plane et ensuite orientée à la baisse, une nette accélération de l'inflation. Même si,



cette année, elle ne sera en moyenne guère supérieure au niveau de l'année dernière, la moyenne annuelle atteindrait déjà 1,9 % à partir de 2016, et l'inflation ne diminuerait que légèrement en 2017, pour s'établir à 1,7 %. À cet égard, l'inflation relativement élevée en 2016 serait imputable à hauteur de près d'un tiers aux mesures fédérales et flamandes en matière d'impôts indirects et de prix réglementés. L'indice-santé, qui est déterminé par l'indice des prix à la consommation national, à l'exclusion de l'alcool, du tabac et des carburants, progresserait lui aussi, de 1,1 % en 2015, de 1,7 % en 2016 puis de 1,4 % en 2017.

## 5. Finances publiques

### 5.1 Solde de financement

Selon les estimations les plus récentes, les finances publiques devraient clôturer l'année 2015 sur un déficit de 2,9 % du PIB. Dans le contexte macroéconomique décrit ci-avant, ce déficit s'établirait également à 2,9 % du PIB en 2016, avant de revenir à 2,5 % du PIB en 2017.

Les déficits seraient principalement concentrés au niveau du pouvoir fédéral, mais les communautés et régions ainsi que les pouvoirs locaux en enregistreraient eux aussi de nouveau – qui seraient certes plus légers – au cours

de la période couverte par les projections. En revanche, les comptes de la sécurité sociale s'afficheraient en quasi-équilibre.

La diminution du déficit de financement de l'ensemble des administrations publiques entre 2014 et 2017 est exclusivement attribuable à la baisse des charges d'intérêts. On prévoit en effet que les emprunts publics arrivant à échéance pourront être refinancés à des taux d'intérêt favorables pour les administrations publiques. Les dépenses primaires, quant à elles, se réduiraient de 1,5 point de pourcentage du PIB, sous l'influence du saut d'index et des autres mesures d'économies prises par les pouvoirs publics. Le ratio des recettes baisserait de manière presque identique. Par conséquent, le solde primaire, qui était en équilibre en 2014, demeurerait assez stable au cours de la période couverte par les projections.

Les présentes projections tiennent compte de toutes les mesures budgétaires annoncées et suffisamment précisées, y compris le tax shift décidé par le pouvoir fédéral pour alléger la pression fiscale élevée sur les revenus du travail et la reporter vers d'autres assiettes fiscales. Les dépenses figurant dans les estimations devraient être supérieures aux chiffres budgétaires en raison d'une série de mesures insuffisamment précisées, notamment en ce qui concerne les dépenses de sécurité sociale et le « redesign » des administrations fédérales, et de l'hypothèse selon laquelle la sous-utilisation des crédits serait légèrement

**TABLEAU 6** COMPTES DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES  
(pourcentages du PIB)

	2014	2015 e	2016 e	2017 e
<b>Ensemble des administrations publiques</b>				
Recettes .....	52,0	51,1	50,8	50,4
Dépenses primaires .....	52,0	51,2	51,0	50,5
Solde primaire .....	0,0	-0,1	-0,2	-0,1
Charges d'intérêts .....	3,1	2,8	2,6	2,4
<b>Besoin (-) ou capacité de financement .....</b>	<b>-3,1</b>	<b>-2,9</b>	<b>-2,9</b>	<b>-2,5</b>
<b>Solde de financement par sous-secteur</b>				
Pouvoir fédéral <sup>(1)</sup> .....	-2,5	-2,5	-2,5	-2,0
Sécurité sociale .....	0,0	0,1	0,0	0,0
Communautés et régions <sup>(1)</sup> .....	-0,4	-0,3	-0,3	-0,3
Pouvoirs locaux .....	-0,2	-0,2	-0,1	-0,2

Sources : ICN, BNB.

(1) Ces chiffres tiennent compte des avances sur les additionnels régionaux à l'IPP, même s'il convient, d'après la méthodologie du SEC 2010, de considérer ces avances comme de pures transactions financières et de ne comptabiliser les additionnels régionaux qu'au moment de l'enrôlement.

inférieure celle attendue par le gouvernement. En outre, l'estimation des recettes des administrations publiques est inférieure aux chiffres budgétaires puisqu'on escompte que les recettes de TVA augmenteront moins rapidement, que les recettes supplémentaires anticipées de la lutte contre la fraude fiscale ne peuvent pas être prises en compte par convention au sein de l'Eurosystème et que certaines mesures devraient rapporter moins. Il ressort des projections que des mesures de consolidation additionnelles seront nécessaires pour parvenir aux objectifs budgétaires visant un équilibre structurel en 2018.

## 5.2 Recettes

Les recettes des administrations publiques, exprimées en pourcentage du PIB, reculeraient de 0,9 point de pourcentage en 2015 et continueraient de se contracter de 0,3 point de pourcentage en 2016 comme en 2017. L'évolution des recettes poursuivrait ainsi la décrue entamée en 2014. Ce sont principalement les prélèvements sur les revenus du travail qui diminueraient fortement.

La diminution des recettes en 2015 résulte à la fois d'un affaiblissement des recettes fiscales et parafiscales et d'une baisse des autres recettes. L'impôt des personnes

physiques et les cotisations sociales pâtissent de la contraction de la part des salaires dans le PIB qui découle du saut d'index et du gel des salaires conventionnels réels. S'agissant de l'impôt des personnes physiques, cet effet est renforcé par le relèvement des frais professionnels forfaitaires déductibles qui sont pris en considération dans le calcul du précompte professionnel. Le précompte mobilier diminuerait également en raison de la modification législative concernant les bonis de liquidation, pour lesquels le précompte a été porté de 10 à 25 % en octobre 2014, ce qui avait entraîné une hausse temporaire de ces recettes. En outre, les impôts sur les biens et sur les services ont également diminué. Ceci est principalement imputable à la baisse des recettes de la TVA, provoquée par une nette augmentation des restitutions. Les impôts sur les bénéfices des sociétés ont, quant à eux, augmenté du fait de l'assujettissement de certaines intercommunales à l'impôt des sociétés et d'une moindre incidence des déductions pour intérêts notionnels, à la suite de l'infléchissement des taux d'intérêt de référence et d'une restriction de l'utilisation de ce système par les banques. Comme l'effet de ces mesures ne se manifesterait que partiellement dans les versements anticipés en 2015, les recettes des rôles devraient poursuivre leur progression au cours des prochaines années. Le recul des recettes non fiscales et non parafiscales, pour sa part, résulte notamment d'une

**TABLEAU 7** RECETTES DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES<sup>(1)</sup>  
(pourcentages du PIB)

	2014	2015 e	2016 e	2017 e
Recettes fiscales et parafiscales	44,8	44,2	43,9	43,6
Prélèvements pesant essentiellement sur les revenus du travail	26,2	25,8	24,7	24,4
Impôt des personnes physiques <sup>(2)</sup>	11,6	11,3	10,7	10,6
Cotisations sociales <sup>(3)</sup>	14,5	14,5	14,0	13,8
Impôts sur les bénéfices des sociétés <sup>(4)</sup>	3,2	3,3	3,5	3,5
Prélèvements sur les autres revenus et sur le patrimoine <sup>(5)</sup>	4,4	4,2	4,3	4,3
Impôts sur les biens et sur les services	11,1	10,9	11,4	11,5
dont :				
TVA	6,9	6,8	7,0	7,1
Accises	2,1	2,1	2,2	2,2
Recettes non fiscales et non parafiscales <sup>(6)</sup>	7,2	6,8	6,9	6,9
Recettes totales	52,0	51,1	50,8	50,4

Sources: ICN, BNB.

(1) Conformément au SEC 2010, les recettes des administrations publiques n'incluent ni le produit des droits de douane que celles-ci transfèrent à l'UE, ni les recettes directement perçues par l'UE.

(2) Principalement le précompte professionnel, les versements anticipés, les rôles et les centimes additionnels à l'IPP.

(3) Y compris la cotisation spéciale pour la sécurité sociale et les contributions des non-actifs.

(4) Principalement les versements anticipés, les rôles et le précompte mobilier.

(5) Principalement le précompte mobilier des particuliers, le précompte immobilier (y compris le produit des centimes additionnels), les droits de succession et les droits d'enregistrement.

(6) Revenus de la propriété, cotisations sociales imputées, transferts courants et en capital provenant des autres secteurs et ventes de biens et de services produits.

baisse des revenus que l'État perçoit auprès de différentes institutions financières. En outre, le transfert de la compétence des allocations familiales vers les communautés dans le cadre de la sixième réforme de l'État a conduit à un glissement des cotisations sociales imputées vers les cotisations sociales effectives pour les allocations octroyées au personnel des administrations publiques.

En 2016, l'impôt des personnes physiques devrait pâtir d'une nouvelle hausse des frais professionnels forfaitaires déductibles ainsi que de l'adaptation des barèmes fiscaux en vue de renforcer le pouvoir d'achat, en particulier des travailleurs à faibles et à moyens revenus. En outre, les cotisations patronales à la sécurité sociale seront allégées à partir du 1<sup>er</sup> avril 2016 afin d'améliorer la compétitivité des entreprises et de relancer l'emploi. Les impôts sur les biens et sur les services devraient, quant à eux, grimper sensiblement en raison du relèvement du taux de TVA sur l'électricité et de l'alourdissement des accises sur le diesel, le tabac et l'alcool.

En 2017, la plupart des catégories de recettes devraient rester assez stables par rapport au niveau de 2016. Les cotisations sociales devraient toutefois se replier modestement puisque l'abaissement des cotisations patronales produira alors pleinement ses effets.

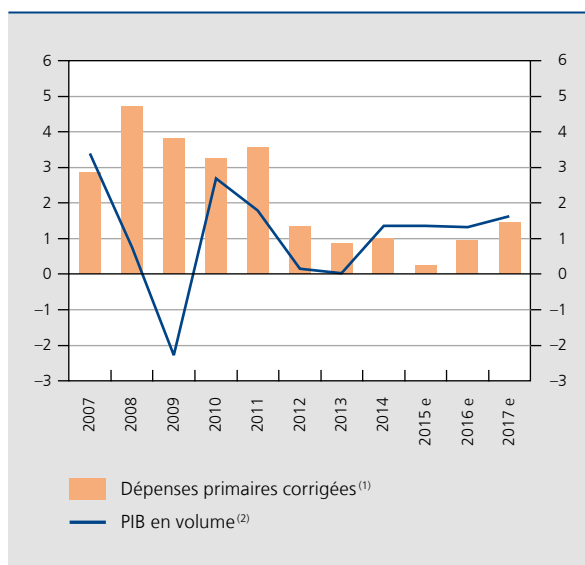
### 5.3 Dépenses primaires

Les dépenses primaires rapportées au PIB devraient sensiblement fléchir en 2015 et, à politique inchangée, les deux années suivantes. En termes nominaux, les dépenses des administrations publiques évolueraient donc à un rythme inférieur à l'expansion de l'activité économique. Le ratio des dépenses primaires reviendrait ainsi de 52 % du PIB en 2014 à 50,5 % en 2017.

Ces développements sont en grande partie le reflet des mesures d'économies décidées par les gouvernements issus des élections de mai 2014. L'effet le plus important résulte du saut d'index, qui limitera sensiblement la hausse des prestations sociales et des salaires dans tous les sous-secteurs des administrations publiques en 2015 et en 2016. Par ailleurs, le pouvoir fédéral a l'ambition de réduire ses frais de fonctionnement, ce qui devrait passer par une contraction de l'emploi public ainsi que par une modération des achats de biens et de services. L'impact de ces mesures serait toutefois partiellement compensé par de nouvelles dépenses attendues pour la gestion de la crise de l'asile, lesquelles ont été intégrées à l'estimation. La croissance des dépenses de la sécurité sociale sera également tempérée par une série de mesures visant à freiner, entre autres, l'évolution du coût des soins de

### GRAPHIQUE 8 DÉPENSES PRIMAIRES DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES ET PIB

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



Sources: ICN, BNB.

(1) Dépenses primaires déflatées par le déflateur du PIB et corrigées de l'incidence des facteurs conjoncturels, non récurrents et budgétairement neutres, ainsi que de l'effet de l'indexation. Ce dernier est l'effet découlant de l'écart entre l'indexation effective (ou théorique pour les années 2015 et 2016, en raison du saut d'index qui a été décidé) des rémunérations de la fonction publique et des prestations sociales, d'une part, et l'évolution du déflateur du PIB, d'autre part.

(2) Données corrigées des effets de calendrier.

santé. Les communautés et les régions ont aussi décidé de procéder à des économies, notamment en matière de frais de fonctionnement dans l'administration et l'enseignement et de subsides. Enfin, les pouvoirs locaux ont également dû prendre des mesures de restriction pour maintenir leurs finances saines.

Corrigées pour tenir compte de l'incidence des facteurs non récurrents et conjoncturels, ainsi que de l'effet de l'indexation, les dépenses primaires réelles afficheraient une modeste progression de 0,2 % en 2015, soit 1 point de pourcentage de moins que celle du PIB en volume. En 2016 et en 2017, la croissance des dépenses corrigées se redresserait quelque peu, à respectivement 1 et 1,5 %, tout en demeurant en deçà de l'évolution du PIB réel.

### 5.4 Endettement

Le taux d'endettement n'a cessé de grimper depuis 2008, pour atteindre 106,7 % du PIB à la fin de 2014. En 2015, la dette publique s'alourdirait encore, passant à 106,9 % du PIB, en raison de la hausse endogène de 0,2 % du PIB. Celle-ci s'explique par le fait que le taux d'intérêt implicite est supérieur à la croissance nominale du PIB, ainsi que par un solde primaire légèrement négatif. L'incidence des

facteurs exogènes sur la dette, ainsi nommés parce qu'ils ont une influence sur la dette mais non sur le solde de financement, serait pour ainsi dire neutre. La gestion de la dette publique comprimerait quelque peu le taux d'endettement, principalement grâce à de considérables primes d'émission. Le remboursement des fonds octroyés par les pouvoirs publics exercerait lui aussi un modeste effet baissier sur le taux d'endettement. C'est notamment le cas pour le nouveau remboursement de capital par KBC et pour le remboursement par la Grèce d'une partie de l'emprunt que celle-ci a obtenu par l'intermédiaire du Fonds européen de stabilité financière. En revanche, le taux d'endettement serait tiré à la hausse par certains facteurs dont l'augmentation attendue des prêts consentis dans le cadre de la politique en matière de logement social.

En 2016, la dette publique s'élargirait encore, pour ressortir à 107,3 % du PIB. Malgré une diminution endogène de la dette de 0,4 % du PIB grâce à la croissance plus vive du PIB nominal, la dette s'alourdirait à cause de l'incidence des facteurs exogènes à hauteur de 0,8 % du PIB. Ces derniers sont en grande partie liés à la gestion de la dette publique et à une nouvelle augmentation attendue des prêts pour le logement social.

En 2017, sous l'effet des facteurs endogènes, le ratio d'endettement retomberait à 106,8 % du PIB. On s'attend effectivement à ce que la progression nominale du PIB dépasse largement le taux d'intérêt implicite de la dette publique. Ce faisant, la dette publique serait orientée à

la baisse pour la première fois depuis l'éclatement de la crise financière.

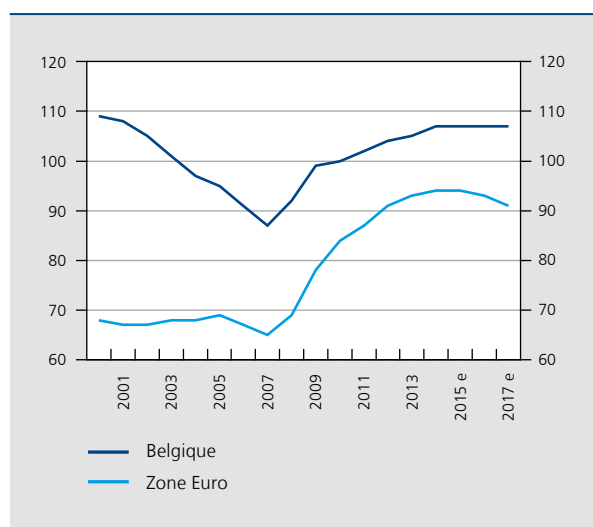
## 6. Conclusion et appréciation des facteurs de risque

Les présentes projections d'automne tablent sur un scénario de reprise progressive qui est en grande partie conforme aux prévisions précédentes. Toutefois, le ralentissement légèrement plus prononcé qu'attendu au second semestre de 2015, et la détérioration des perspectives de commerce international en particulier, ont conduit à revoir quelque peu à la baisse la croissance anticipée pour 2016 et 2017 par rapport aux projections de printemps.

Ces projections sont très proches, en tout cas en ce qui concerne la croissance, de celles des autres institutions, telles les récentes prévisions d'automne de la CE. Certaines institutions internationales, comme l'OCDE et le FMI, tablent encore actuellement sur une croissance un peu plus soutenue en 2016. Lorsque l'on compare les différentes prévisions, il convient de prendre en considération les différentes périodes durant lesquelles elles ont été réalisées et les informations disponibles à ce moment-là. Ainsi, dans les prévisions du BFP pour le Budget économique remontant déjà à septembre 2015, dans lesquelles la croissance en 2016 avait aussi été estimée à 1,3 %, il n'avait pas pu être tenu compte des mesures liées au tax shift. Les différences entre les prévisions sont plus marquées en matière d'inflation. Cette situation tient en partie au fait que les prévisions plus anciennes, n'intègrent pas encore les différentes nouvelles taxes indirectes qui poussent certains prix à la hausse, pas plus que les chiffres mensuels de l'inflation les plus récents, qui s'avèrent un peu plus élevés que prévu.

La nette convergence des estimations macroéconomiques ne peut masquer le fait que de telles estimations sont toujours entachées d'une grande incertitude. S'agissant de l'environnement international, ce sont aujourd'hui encore les risques à la baisse qui priment. Ainsi, une nouvelle intensification des tensions géopolitiques pourrait peser d'avantage sur la croissance européenne. Le risque subsiste également que le ralentissement de la croissance en Chine et dans d'autres pays émergents soit plus prononcé ou dure plus longtemps que ne l'anticipent actuellement les hypothèses internationales. Dans ce cas, la croissance en Belgique pourrait être bridée principalement par des canaux indirects, tels que la croissance chez nos partenaires, des effets de confiance ou une augmentation de la volatilité sur les marchés financiers. En outre, l'approche du début de la normalisation de la politique monétaire

**GRAPHIQUE 9** DETTE BRUTE CONSOLIDÉE DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES  
(pourcentages du PIB)



Sources : CE, ICN, BNB.

**TABLEAU 8** COMPARAISON AVEC LES ESTIMATIONS DES AUTRES INSTITUTIONS  
(pourcentages)

Institution	Date de publication	Croissance du PIB en volume			Inflation (IPCH, sauf mention contraire)		
		2015	2016	2017	2015	2016	2017
Bureau fédéral du Plan	Septembre 2015 <sup>(1)</sup>	1,2	1,3		0,6	1,7	
FMI	Octobre 2015	1,3	1,5	1,5	0,7	1,1	1,3
Consensus Economics	Novembre 2015	1,2	1,4		0,5	1,5	
CE	Novembre 2015	1,3	1,3	1,7	0,6	1,7	1,5
OCDE	Novembre 2015	1,3	1,5	1,6	0,6	1,3	1,4
BNB	Décembre 2015	1,4	1,3	1,6	0,6	1,9	1,7

(1) Budget économique 2015-2016. L'inflation correspond toutefois à l'IPCN, comme estimé dans les projections d'inflation de décembre 2015.

américaine peut influencer sur les marchés financiers. En revanche, une relative dépréciation de l'euro due à une divergence croissante entre les politiques monétaires américaine et européenne est de nature à soutenir la croissance européenne. Enfin, la reprise dans la zone euro demeure fragile et sensible aux effets de confiance négatifs et à des facteurs spécifiques qui peuvent grever la croissance dans certains pays ou dans certaines branches d'activité.

S'agissant des risques domestiques, il convient d'attirer l'attention sur la manière dont les récentes mesures gouvernementales visant à améliorer la compétitivité ont été intégrées aux projections. Comme dans les estimations précédentes, il est supposé que le ralentissement de la croissance des salaires nominaux se répercutera largement dans les prix, fût-ce avec un certain décalage. Si cette répercussion venait à diverger (si elle s'avérait plus rapide ou plus lente, plus ou moins partielle), ou si les agents économiques, tels les employeurs, les investisseurs ou les destinataires étrangers des exportations belges, devaient réagir à la croissance plus faible des salaires et des prix d'une manière autre que ce qui est admis dans ces projections, les évolutions de l'activité, de l'emploi, du solde budgétaire et de l'inflation pourraient s'écarter des présentes projections d'automne. Globalement, les risques domestiques pour la croissance, par solde, semblent orientés à la hausse. Les risques d'une reprise plus marquée de la confiance et d'une croissance trimestrielle un peu plus vive au deuxième semestre de 2015 et au début de 2016 semblent prévaloir, en tout cas à court

terme. Par ailleurs, il n'a pas été tenu compte dans ces prévisions de l'incidence macroéconomique des aspects de redistribution des différentes mesures gouvernementales, surtout dans le cadre du tax shift. Dans la mesure où un pouvoir d'achat en hausse profite relativement plus aux bas ou aux moyens revenus, dont le taux d'épargne est généralement plus faible, la consommation privée peut augmenter plus rapidement que ne le prévoient ces projections. En revanche, d'autres mesures gouvernementales, telles celles qui taxent la consommation, pourraient peser relativement plus lourd sur le pouvoir d'achat des ménages à bas ou à moyens revenus.

Ensuite, il y a lieu de rappeler que ces estimations ne tiennent pas compte d'éventuelles nouvelles mesures budgétaires que les pouvoirs publics seraient amenés à prendre à l'avenir.

Enfin, il est actuellement difficile d'estimer quelles seront les conséquences économiques en Belgique – à court et à plus long termes – du relèvement de la menace terroriste après les attentats de Paris et des importantes mesures de sécurité supplémentaires qui en ont découlé. À court terme, il semble que c'est surtout l'activité dans quelques branches spécifiques telles que l'horeca qui en pâtira, tandis que la consommation des administrations publiques sera vraisemblablement plus élevée que prévu compte tenu des dépenses supplémentaires en matière de sécurité. À plus long terme, les conséquences de ces attentats et leurs implications géopolitiques sont beaucoup plus incertaines.

## Annexe

### PROJECTIONS POUR L'ÉCONOMIE BELGE : SYNTHÈSE DES PRINCIPAUX RÉSULTATS

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

	2014	2015 e	2016 e	2017 e
<b>Croissance</b> (données corrigées des effets de calendrier)				
PIB en volume .....	1,3	1,4	1,3	1,6
Contributions à la croissance:				
Dépenses intérieures, hors variation des stocks .....	1,9	1,3	0,6	1,4
Exportations nettes de biens et services .....	-0,4	-0,5	0,6	0,2
Variation des stocks .....	-0,2	0,5	0,1	0,0
<b>Prix et coûts</b>				
Indice des prix à la consommation harmonisé .....	0,5	0,6	1,9	1,7
Indice-santé .....	0,4	1,1	1,7	1,4
Déflateur du PIB .....	0,7	1,2	1,8	1,7
Termes de l'échange .....	0,0	2,9	0,3	0,1
Coûts salariaux par unité produite dans le secteur privé <sup>(1)</sup> .....	-0,3	-0,4	-0,1	1,3
Coûts salariaux horaires dans le secteur privé <sup>(1)</sup> .....	0,6	0,2	0,2	1,9
Productivité horaire dans le secteur privé .....	0,9	0,6	0,3	0,5
<b>Marché du travail</b>				
Emploi intérieur (variation annuelle moyenne, en milliers de personnes) .....	15,6	31,6	40,4	42,0
Volume total de travail <sup>(2)</sup> .....	0,5	0,7	1,0	1,1
Taux de chômage harmonisé (pourcentages de la population active, 15-64 ans) .....	8,6	8,7	8,4	8,1
<b>Revenus</b>				
Revenu disponible réel des particuliers .....	0,5	1,3	1,1	1,3
Taux d'épargne des particuliers (pourcentages du revenu disponible) .....	12,6	12,4	12,4	12,5
<b>Finances publiques</b>				
Besoin (-) ou capacité de financement des administrations publiques (pourcentages du PIB) .....	-3,1	-2,9	-2,9	-2,5
Solde primaire (pourcentages du PIB) .....	0,0	-0,1	-0,2	-0,1
Dette publique (pourcentages du PIB) .....	106,7	106,9	107,3	106,8
<b>Compte courant</b> (selon la balance des paiements, pourcentages du PIB) .....				
	0,1	0,8	1,4	1,7

Sources: CE, DGS, ICN, BNB.

(1) Y compris les subsides salariaux (principalement les réductions du précompte professionnel) et les réductions de cotisations sociales ciblées.

(2) Nombre total d'heures ouvrées dans l'économie.

# La sensibilité à la crise du financement des PME en Belgique

Ch. Piette

M.-D. Zachary<sup>(\*)</sup>

## Introduction

Le financement des petites et moyennes entreprises (PME) constitue l'une des préoccupations actuelles des décideurs politiques. À la suite des crises financière et des dettes publiques, le financement des entreprises a été mis sous pression ces dernières années, ce qui a ralenti la relance de l'économie. Il est généralement admis que le financement des PME est plus sensible aux situations de crise que celui des grandes firmes. La raison principale en est que les PME sont largement tributaires du crédit bancaire pour développer leurs activités (Wehinger, 2013). Dans la mesure où les banques durcissent leurs critères d'octroi de crédits pendant une crise financière, les PME, qui disposent de moins d'alternatives de financement que les grandes entreprises, devraient en être plus affectées. Une seconde explication potentielle réside dans le relatif manque d'information sur la qualité de crédit des PME, qui peut peser davantage sur le risque perçu par les créditeurs (OECD, 2015) et, partant, sur leur volonté d'étendre le financement à ce type d'entreprises quand la conjoncture est défavorable.

L'article examine si le financement des PME en Belgique a réellement pâti des crises successives depuis 2008 et, dans l'affirmative, quels en sont les facteurs explicatifs. Il se décline en quatre parties. La première présente la structure de financement des sociétés non financières en

Belgique, en distinguant les entreprises selon leur taille. Il se confirme ainsi que les financements d'origine bancaire sont particulièrement importants pour les PME. La deuxième s'interroge sur la question de savoir si l'octroi de crédits aux PME est devenu atypique depuis la crise et tente d'évaluer, notamment au moyen de données d'enquêtes, dans quelle mesure des facteurs d'offre ou de demande peuvent être invoqués. À cet égard, outre les facteurs liés à la demande, la perception du risque inhérent aux PME se révèle un facteur prépondérant, qui a influé sur les conditions de crédit des banques. La troisième partie étudie, sur la base d'une analyse micro-économique, dans quelle mesure la santé financière, et donc le profil de risque, des PME se sont effectivement modifiés durant la crise. La quatrième partie s'efforce de déterminer si l'octroi de crédits a été ajusté en fonction du risque associé aux PME. Il convient de noter que l'analyse développée ici repose prioritairement sur les évolutions en volume des crédits et qu'elle ne s'intéresse qu'indirectement aux effets de prix (taux d'intérêt). Enfin, la conclusion synthétise les principaux résultats.

Pour étayer notre propos, nous avons eu recours à une pluralité de sources de données, tant quantitatives que qualitatives, qui, par leur complémentarité, nous ont donné une vision détaillée des déterminants potentiels de l'évolution des crédits bancaires aux entreprises, qu'il s'agisse de PME ou de grandes firmes. Les comptes financiers nationaux recensent, au niveau macroéconomique, les différents instruments utilisés par les entreprises pour se financer (actions, titres de créance et crédits)<sup>(1)</sup>. Ces données, si elles permettent d'identifier spécifiquement la catégorie des sociétés non financières, n'auto-risent pas une ventilation des entreprises selon leur taille.

(\*) Les auteurs remercient Annick Bruggeman, Christophe Van Nieuwenhuyze et David Vivet pour leurs commentaires et suggestions, ainsi que Christel Lequeux pour son assistance technique.

(1) Les données des comptes financiers sont exploitables à partir de 1999 et ont une périodicité trimestrielle. Elles inventorient tant les encours (stocks à un moment donné) que les transactions effectuées (flux durant une période donnée) par instrument financier et par secteur institutionnel.



Pour prendre en compte ce critère, nous avons exploité deux sources de données microéconomiques, à savoir la Centrale des bilans et la Centrale des crédits aux entreprises<sup>(1)</sup>. La Centrale des bilans collecte les comptes et bilans que la quasi-totalité des sociétés actives en Belgique sont tenues de déposer chaque année. Les variables qui ont retenu notre attention sont celles relatives aux dettes financières des entreprises ainsi que quelques ratios comptables autorisant le calcul d'un indicateur de leur santé financière (à savoir le score Z de Altman – cf. infra). La Centrale des crédits recense quant à elle de manière exhaustive les crédits octroyés par les banques résidentes aux sociétés non financières<sup>(2)</sup>. Enfin, les données qualitatives, pour lesquelles des résultats ventilés par taille d'entreprise sont disponibles, nous ont permis d'affiner notre analyse. Nous avons tiré parti des résultats (1) de l'enquête SAFE (Survey on the Access to Finance of Enterprises), qui interroge les PME et les grandes entreprises<sup>(3)</sup> sur leurs sources et leurs besoins de financement, sur leur accès à ces différentes sources, ainsi que sur les facteurs explicatifs des développements rapportés; (2) de l'enquête BLS<sup>(4)</sup> (Bank Lending Survey), qui questionne les banques sur leurs conditions d'octroi de crédits et sur la demande émanant des entreprises, ainsi que sur les facteurs qui sous-tendent leurs évolutions; et, enfin, (3) pour la Belgique, de l'enquête de la Banque sur les conditions de crédit des entreprises. Cette dernière enquête s'adresse aux firmes et s'intéresse aux conditions du crédit bancaire, ainsi qu'aux critères spécifiques qui l'accompagnent (taux d'intérêt, frais annexes, volumes, garanties exigées).

Les sources sont donc multiples, ce qui présente également certaines limites. L'une d'elles concerne notamment la définition d'une PME, qui n'est pas univoque selon toutes les sources utilisées. Dans l'enquête SAFE et dans l'enquête de la BNB, une PME est définie par le nombre d'employés qu'elle occupe et correspond à une entreprise qui compte moins de 250 travailleurs. Dans l'enquête BLS, il s'agit d'une entreprise dont le chiffre d'affaires annuel est inférieur ou égal à 50 millions d'euros, tandis que, dans les données de la Centrale des crédits ainsi que dans celles de la Centrale des bilans, une PME est une société qui dépose des comptes annuels suivant le schéma abrégé (petites firmes) ou dont le chiffre d'affaires annuel est inférieur ou égal à 37,2 millions

d'euros (entreprise de taille moyenne). S'il est supérieur à ce montant pendant deux exercices consécutifs, la société est considérée comme grande. Faute d'alternative, nous avons été contraints de nous plier au critère retenu pour chaque source de données.

## 1. Structure de financement des sociétés non financières en Belgique

Dans la zone euro, et en Belgique en particulier, les fonds d'origine bancaire constituent la source de financement la plus importante et la plus pertinente pour les entreprises. C'est ce que révèlent, d'une part, les enquêtes qualitatives réalisées auprès des entreprises et, d'autre part, l'analyse de leurs comptes annuels.

L'enquête SAFE, menée conjointement par la Banque centrale européenne (BCE) et la Commission européenne (CE), donne des informations sur la situation financière des entreprises ainsi que sur les besoins et conditions de financement auxquels elles sont soumises. À l'échelle de la zone euro, les résultats obtenus autorisent des comparaisons entre les PME et les grandes firmes. L'objectif est de mieux comprendre les problèmes que rencontrent les entreprises non financières, qu'elles soient petites, moyennes ou grandes, en termes d'accès au financement auprès des banques ou d'autres sources.

Les données de cette enquête font clairement apparaître que les produits bancaires constituent la source de financement la plus pertinente pour les entreprises de la zone euro, et ce tant pour les PME que pour les grandes firmes. Une large part d'entre elles (54 % des PME et 60 % des grandes entreprises selon la dernière vague de l'enquête en date au moment de la rédaction de ces lignes, soit celle portant sur la période s'étendant d'octobre 2014 à mars 2015) considèrent que les crédits bancaires sont une source de financement idéale pour leurs activités. Une majorité de ces entreprises (55 % des PME et 58 % des grandes firmes) déclarent également faire usage de lignes de crédit ou recourir au découvert bancaire, ou à tout le moins en avoir l'intention. En termes d'importance, c'est le crédit commercial qui est ensuite mis en avant, et cela par 34 % des PME et par 32 % des grandes firmes. En revanche, les sources de financement issues des marchés (affacturage, actions et titres de créance) sont moins souvent citées et utilisées.

Par rapport à la situation de la zone euro dans sa globalité, les PME belges plébiscitent davantage encore le crédit bancaire, qui est la source de financement la plus citée ou utilisée par ces firmes (cf. graphique 1): 58 % d'entre elles l'estiment tout à fait judicieux. Les lignes de crédit

(1) Ces deux bases de données peuvent être mises en relation grâce au numéro d'entreprise (numéro unique octroyé à chaque firme).

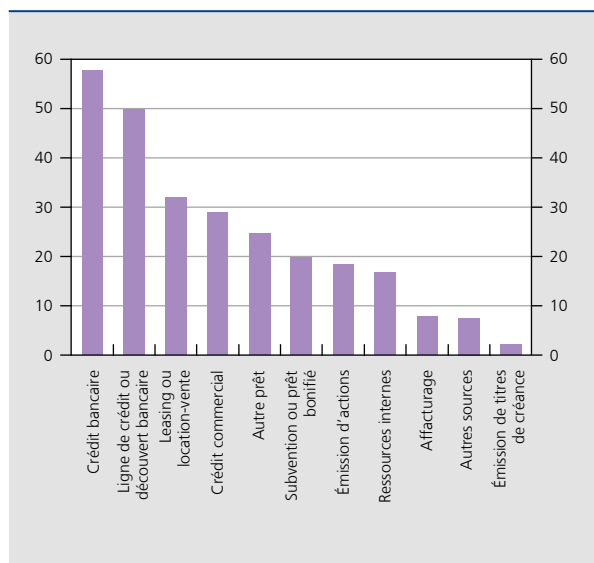
(2) Pour chaque crédit enregistré, on dispose notamment de l'importance de la ligne de crédit (crédit autorisé), du montant utilisé par l'entreprise, du nom de la banque qui l'a accordé et des défauts de paiement éventuels (à partir d'avril 2012 pour cette dernière variable).

(3) Les résultats pour cette catégorie d'entreprises ne sont cependant pas publiés pour la Belgique.

(4) Les enquêtes BLS et SAFE sont réalisées dans tous les États membres de la zone euro.

### GRAPHIQUE 1 SOURCES DE FINANCEMENT JUGÉES PERTINENTES PAR LES PME EN BELGIQUE

(pourcentages du nombre d'entreprises répondantes; données pour le second semestre de 2014)



Source: BCE (enquête SAFE).

ou les découverts bancaires sont également jugés très pertinents (50 % des PME de Belgique y avaient fait appel au cours des six mois précédant l'enquête ou considéraient que cette source de financement était appropriée). En revanche, elles semblent moins compter que leurs homologues de la zone euro sur les subventions ou prêts bonifiés, de même que sur leurs ressources internes.

L'importance du crédit bancaire pour les PME se reflète dans leurs comptes annuels<sup>(1)</sup> (cf. tableau 1). Il faut cependant noter qu'un peu plus d'un tiers d'entre elles ne font appel ni aux prêts octroyés par des établissements de crédit, ni à d'autres formes d'endettement financier. Il s'agit généralement d'entreprises de taille relativement modeste, qui financent leurs activités principalement au moyen de leurs fonds propres. Leurs réserves et l'accumulation de leurs bénéfices reportés, en particulier, constituent une plus large proportion du total de leur bilan. En ce qui concerne les entreprises qui se financent en partie par des dettes financières, la part des dettes contractées auprès des établissements de crédit est bien plus élevée parmi les petites entreprises, où elles représentent en moyenne 27,5 % du total bilanciel, que pour les entreprises de taille moyenne (15,9 %) et

(1) Les données comptables utilisées ici couvrent une période s'étendant jusqu'à l'année 2013, les comptes annuels relatifs à l'exercice 2014 n'étant pas encore disponibles pour toutes les entreprises au moment de la finalisation du présent article. Pour un exposé sur la santé financière des entreprises en 2014, les lecteurs intéressés peuvent consulter la contribution de D. Vivet publiée dans cette même Revue économique (pp. xx-xx).

les grandes entreprises (13,4 %). Il ressort en effet des comptes annuels que ces dernières recourent davantage que les PME aux emprunts obligataires et aux emprunts subordonnés. Par ailleurs, les dettes envers des entreprises liées représentent également une part non négligeable de leurs sources de financement. Enfin, outre les fonds propres et les dettes financières, les entreprises, quelle que soit leur taille, rapportent d'autres types de dettes au passif de leurs bilans, qui en constituent aussi une part substantielle. Elles comprennent, entre autres, les dettes commerciales à court terme, ainsi que les dettes fiscales, salariales et sociales.

## 2. Évolution du financement bancaire en contexte de crise

Durant les récentes crises financière et économique, des changements ont été observés dans les sources de financement auxquelles les entreprises belges ont fait appel ou ont eu accès. Le type d'endettement, entendu ici comme l'ensemble des emprunts bancaires et des obligations émises auxquels les entreprises ont eu recours, s'est quelque peu modifié à cette occasion. Afin de suivre l'évolution du crédit bancaire et des titres de créance, on peut se fonder conjointement sur les données issues des comptes financiers (données d'encours et de flux relatives aux crédits bancaires et aux titres de créance pour toutes les entreprises) et sur celles de la Centrale des crédits, qui permettent, pour ce qui est du crédit bancaire, de ventiler les entreprises par taille.

La période prise en compte dans le cadre de l'analyse a été déterminée en fonction de la disponibilité des données. Elle s'étend de 2000 à 2015. Afin de fournir une vue synthétique des données, plusieurs sous-périodes ont été délimitées, sur la base de l'activité économique. Au cours de ce laps de temps, deux périodes de récession ou de croissance économique faible (2001–2005 et 2009–2015) et une période de haute conjoncture (2006–2008) peuvent être identifiées. Les années 2001 à 2005 font suite à la crise des valeurs technologiques (bulle internet): il s'agit d'une période de restauration progressive de l'activité après la « récession » de 2000–2001. Les années 2006 à 2008 sont considérées comme une période d'embellie conjoncturelle: l'indicateur de conjoncture y est supérieur à la moyenne durant pratiquement tout l'intervalle. Enfin, la période 2009–2015 subit les retombées de la crise financière de 2008, la crise des dettes souveraines et l'atonie qui y a succédé.

Les développements en termes de crédit bancaire et d'émission de titres de créance sont résumés par le taux de croissance annualisé de ces deux types d'instruments

**TABLEAU 1** STRUCTURE DU PASSIF DES ENTREPRISES BELGES<sup>(1)</sup>

(pourcentages du total du bilan, sauf mention contraire; données pour 2013)

Rubriques du passif	Petites entreprises			Entreprises de taille moyenne			Grandes entreprises		
	Sans dettes financières	Avec dettes financières	Total	Sans dettes financières	Avec dettes financières	Total	Sans dettes financières	Avec dettes financières	Total
<b>Capitaux propres et provisions</b> .....	<b>59,6</b>	<b>37,9</b>	<b>42,7</b>	<b>70,8</b>	<b>45,3</b>	<b>49,7</b>	<b>67,7</b>	<b>43,6</b>	<b>46,3</b>
Capital, primes d'émission et plus-values de réévaluation .....	31,5	24,4	26,0	45,5	31,6	33,9	36,4	23,5	24,9
Réserves et bénéfices reportés .....	26,1	11,5	14,7	22,0	11,4	13,3	19,9	14,0	14,7
Autres <sup>(2)</sup> .....	2,0	2,0	2,0	3,4	2,3	2,5	11,5	6,1	6,7
<b>Dettes</b> .....	<b>40,4</b>	<b>62,1</b>	<b>57,3</b>	<b>29,2</b>	<b>54,7</b>	<b>50,3</b>	<b>32,3</b>	<b>56,4</b>	<b>53,7</b>
Dettes financières auprès des établissements de crédit et leasing <sup>(3)</sup> .....	0,0	27,5	21,4	0,0	15,9	13,2	0,0	13,4	11,9
Autres dettes financières .....	0,0	6,1	4,8	0,0	17,8	14,8	0,0	24,9	22,1
dont:									
Emprunts à plus d'un an subordonnés <sup>(4)</sup> .....	n.	n.	n.	0,0	2,6	2,2	0,0	4,5	4,0
Emprunts obligataires à plus d'un an non subordonnés <sup>(4)</sup> .....	n.	n.	n.	0,0	1,6	1,4	0,0	2,3	2,0
Autres dettes <sup>(5)</sup> .....	40,4	28,5	31,1	29,2	21,0	22,4	32,3	18,1	19,7
<b>Total du bilan</b> (millions d'euros) .....	<b>51 460</b>	<b>181 119</b>	<b>232 579</b>	<b>64 671</b>	<b>312 150</b>	<b>376 821</b>	<b>79 728</b>	<b>629 567</b>	<b>709 296</b>
<i>p.m.</i> <b>Dettes envers des entreprises liées</b> <sup>(4)</sup> .....	n.	n.	n.	13,1	27,3	24,9	11,6	33,4	30,9
<i>Nombre d'entreprises (unités)</i> .....	105 499	197 302	302 801	6 195	9 929	16 124	608	1 630	2 238
<i>Moyenne du total du bilan (milliers d'euros)</i> .....	488	918	768	10 439	31 438	23 370	131 132	386 238	316 933

Source : BNB (Centrale des bilans).

(1) Données agrégées construites sur la base des comptes annuels déposés par les entreprises belges auprès de la Centrale des bilans. Les entreprises actives dans l'agriculture, la pêche, les industries extractives, les activités financières et d'assurance, ainsi que dans les secteurs considérés comme non marchands (administration publique, enseignement, santé, action sociale, etc.) n'ont pas été prises en compte. Par ailleurs, les entreprises dont les comptes annuels présentent des incohérences, c'est-à-dire lorsque certaines identités comptables ne sont pas vérifiées, ont été exclues de l'échantillon.

(2) Subsides en capital, provisions et impôts différés.

(3) Inclut les dettes à plus d'un an échéant dans l'année.

(4) Cette rubrique n'est pas rapportée dans les comptes annuels établis suivant le schéma abrégé.

(5) Cette rubrique comprend notamment les dettes commerciales, les acomptes reçus, les dettes fiscales, salariales et sociales, ainsi que le compte de régularisation.

durant chacune de ces sous-périodes (cf. tableau 2). Plusieurs enseignements peuvent en être tirés. Le caractère procyclique du crédit bancaire y est patent: le taux de croissance annualisé pour l'ensemble des entreprises, quelle que soit leur taille, est en effet plus faible pendant les périodes de basse conjoncture (2001-2005 et 2009-2015) que durant celle de haute conjoncture (2006-2008). De 2006 à 2008, le taux de croissance annualisé a atteint 10,3 %, contre 1,5 % en moyenne de 2009 à 2015. De 2001 à 2005, il a même été négatif (-0,5 %). On constate par ailleurs, s'agissant des titres de créance, que le taux de croissance a été légèrement négatif les années qui ont suivi le déclenchement de la crise des valeurs technologiques (-1,1 %), mais que l'émission de titres a fortement augmenté dans les années 2009 à 2015, ce qui s'est reflété dans leur taux de croissance, lequel s'est établi à un niveau élevé (19,3 %), supérieur à celui enregistré pendant la période de haute conjoncture (15 %). Durant la crise financière, les entreprises ont donc continué de faire appel avec succès aux marchés financiers, et les titres de créance ont constitué, du moins pour les plus grandes d'entre elles, une source de financement alternative au crédit bancaire.

Enfin, les données de crédit ventilées par taille montrent que, pendant la période de haute conjoncture, la croissance du crédit bancaire a été soutenue pour tous les types d'entreprises. En outre, plus la taille était grande, plus le taux était élevé. Les grandes entreprises ont donc le plus profité de la disponibilité du crédit bancaire durant cette période. En revanche, pendant les années de basse conjoncture ou de crise, les taux de croissance

ont chuté. Ils sont devenus négatifs pour les grandes entreprises, alors qu'ils sont demeurés positifs, fût-ce à un faible niveau, pour les petites et moyennes entreprises (du moins au moment de la crise financière et dans les années qui ont suivi pour cette dernière catégorie).

Le caractère procyclique de l'octroi de crédits s'explique principalement par les fluctuations de la demande de crédits: les entreprises sollicitent habituellement moins (plus) de fonds en période de faible (forte) croissance économique. Durant les périodes de basse conjoncture, la plupart des entreprises doivent en effet revoir à la baisse leurs perspectives de croissance et de bénéfices, si bien que leur propension à investir s'amenuise et que la charge de remboursement de leurs dettes s'alourdit. En outre, des facteurs d'offre peuvent eux aussi contribuer au caractère procyclique de l'évolution de l'octroi de crédits. En effet, les banques se montrent d'ordinaire plus exigeantes durant les périodes de basse conjoncture que durant les phases d'expansion puisque, dans l'ensemble, les risques de crédit sont alors plus importants, tandis que les actifs qui peuvent être donnés en garantie affichent généralement une valeur moindre. Cela ne se traduit toutefois pas uniquement ou nécessairement par une contraction des volumes de crédits, les créanciers pouvant aussi choisir d'élargir les marges d'intérêt ou de réclamer des garanties supplémentaires.

Le repli des crédits bancaires durant la crise financière et les années qui ont suivi a été plus marqué pour les grandes entreprises que pour les PME. Toutefois,

**TABLEAU 2** ÉVOLUTION DE L'OCTROI DE CRÉDITS BANCAIRES ET DE L'ÉMISSION DE TITRES DE CRÉANCE  
(taux de croissance annualisé<sup>(1)</sup>, pourcentages, 2000T1-2015T2)

	Moyenne			
	2000-2015	2001-2005	2006-2008	2009-2015
Crédits bancaires utilisés				
Ensemble des sociétés non financières	3,0	-0,5	10,3	1,5
Par taille				
Petites entreprises	5,3	5,2	9,7	2,5
Moyennes entreprises	4,0	-2,3	12,4	4,2
Grandes entreprises	-0,5	-6,3	14,8	-4,0
Titres de créance	11,8	-1,1	15,0	19,3
Total des crédits bancaires <sup>(2)</sup> et des titres de créance	4,1	-0,4	10,4	4,5

Source: BNB (Centrale des crédits aux entreprises, comptes financiers, bilans des établissements de crédit).

(1) Le taux de croissance annualisé est déterminé de la façon suivante: une moyenne est calculée à partir des taux de croissance trimestrielle ( $Encours_{T-1}/Encours_{T-1-1}$ ). Cette moyenne est ensuite annualisée. En ce qui concerne les crédits bancaires, le trimestre marqué par une rupture de série dans les données de la Centrale des crédits aux entreprises, à savoir le deuxième trimestre de 2012, n'est pas pris en compte.

(2) Selon le Schéma A (bilan des établissements de crédit).

comme l'indiquent les données des comptes financiers, un certain nombre d'entreprises ont pu se tourner vers d'autres sources de financement, dont le coût était relativement favorable. À la fin du deuxième trimestre de 2015, l'encours des crédits bancaires utilisés par les grandes firmes se chiffrait à 25,9 milliards d'euros,

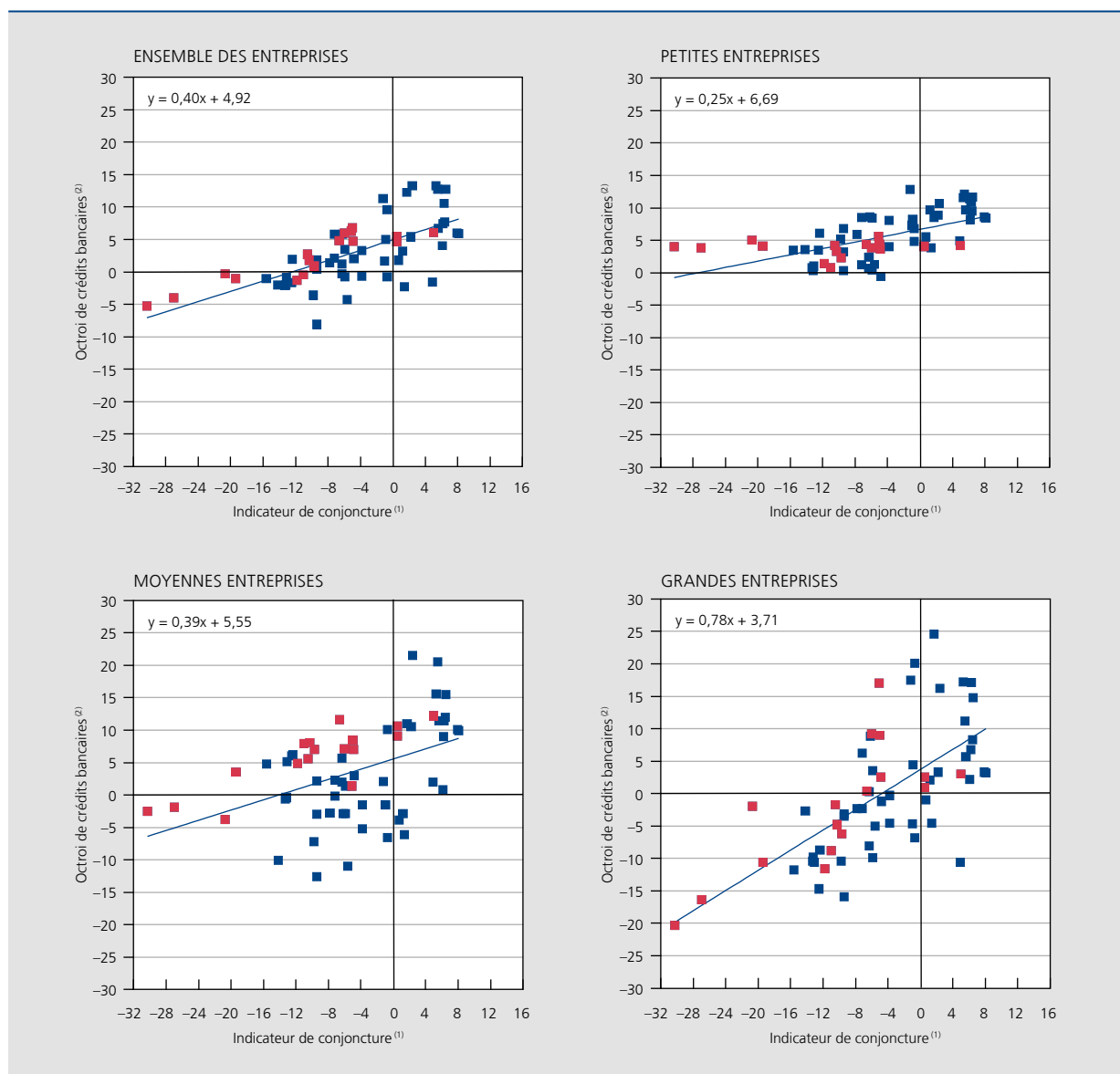
contre 33,5 milliards en décembre 2008, tandis que l'encours des obligations figurant au passif des entreprises atteignait 45,3 milliards d'euros (pour l'ensemble des sociétés non financières<sup>(1)</sup>) au premier trimestre de 2015, contre 15,5 milliards en décembre 2008.

Afin de tenter de distinguer les effets conjoncturels liés à ces changements de ceux spécifiques à la crise financière (2008T3-2009T2) ou à la crise des dettes souveraines qui a touché la zone euro (2009T4-2012T3),

(1) En pratique, la majorité des titres de créance sont toutefois émis par de grandes entreprises qui peuvent faire valoir la taille, les compétences et la réputation nécessaires.

## GRAPHIQUE 2 CONJONCTURE ET CROISSANCE DES CRÉDITS BANCAIRES

(période 2000T1 – 2015T2)



Source : BNB (Centrale des crédits aux entreprises et enquêtes de conjoncture).

(1) Courbe synthétique de conjoncture (indicateur lissé), moyenne sur trois mois, avancée de trois trimestres.

(2) Variation des crédits utilisés par les sociétés non financières (octroyés par les banques résidentes), calculée comme la moyenne de la croissance trimestrielle sur quatre trimestres, qui est ensuite annualisée (abstraction faite de la rupture de série en 2012T2).

Note : La période marquée par les crises (2008T3-2013T3) apparaît en rouge.

**TABLEAU 3** INCIDENCE DE LA CRISE FINANCIÈRE MONDIALE ET DE LA CRISE DES DETTES SOUVERAINES DANS LA ZONE EURO SUR LA CROISSANCE DES CRÉDITS BANCAIRES

(coefficients de régression ;  
période d'estimation : 2000T1-2015T2)

	Petites entreprises	Moyennes entreprises	Grandes entreprises
Constante (pourcentages) . . .	6,67 ***	5,51 ***	3,68 ***
Conj(-3) <sup>(1)</sup> . . . . .	0,35 ***	0,65 ***	0,92 ***
Conj(-3) × Dummy(-3) <sup>(1)</sup> . . .	-0,18 **	-0,46 ***	-0,26
Effet combiné . . . . .	0,17	0,19	

(1) « *Conj* » correspond à la moyenne trimestrielle de la courbe synthétique de conjoncture (indicateur lissé) et « *Dummy* » est une variable binaire pour la crise financière mondiale et la crise des dettes souveraines dans la zone euro, qui équivaut à 1 durant la période 2008T3-2012T3. Pour ce qui est des seuils de significativité, « \*\*\* » (\*\*) indique que le coefficient estimé est différent de zéro avec une significativité de 1 % (5 %).

nous avons dans un premier temps mis l'indicateur de conjoncture en relation avec le taux de croissance des crédits entre 2000 et 2015 pour les différentes catégories d'entreprises. Pour tenir compte de la réaction différée de l'octroi de crédits par rapport aux développements conjoncturels, nous avons imposé un retard de trois trimestres à la croissance des crédits par rapport à celle de l'économie représentée par l'indicateur conjoncturel. Ce délai a été choisi en raison de la meilleure corrélation qu'il fait apparaître entre les deux variables. La réaction différée de la croissance des crédits aux fluctuations conjoncturelles s'explique par les faits que, d'une part, les entreprises attendent parfois durant plusieurs mois qu'un retournement de conjoncture se confirme avant de se mettre en quête de nouvelles sources de financement et que, d'autre part, les banques ont besoin de temps pour traiter les demandes de crédit. Enfin, cela tient également au constat qu'une partie de l'encours des crédits bancaires a une maturité de plusieurs années. Cela signifie que les volumes des crédits ne peuvent être adaptés à la (dégradation de la) conjoncture qu'à leur échéance, ce qui rend l'évolution des crédits plus persistante. Dans un deuxième temps, nous nous sommes intéressés à la sous-période caractérisée par les crises financière et des dettes publiques (2008T3-2012T3) et avons tenté de déterminer dans quelle mesure la sensibilité conjoncturelle du crédit bancaire en Belgique a été affectée par les crises, en estimant une régression simple pour les trois catégories d'entreprises à l'aide d'une variable binaire égale à 1 sur l'ensemble de la période 2008T3-2012T3.

La première partie de l'analyse confirme les résultats synthétiques présentés précédemment (cf. graphique 2).

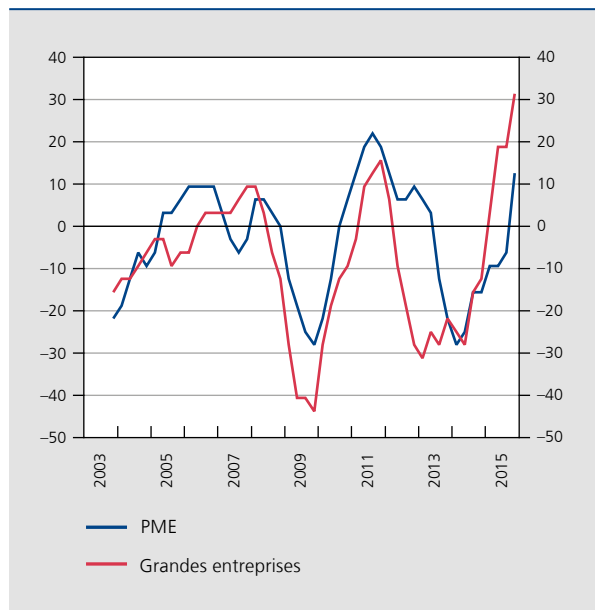
Les évolutions conjoncturelles expliquent en partie les variations de l'octroi de crédits (taux de croissance annualisé) observées pour l'ensemble des entreprises entre 2000 et 2015. Quand la conjoncture est meilleure, le taux de croissance des crédits est généralement plus élevé, dénotant le caractère procyclique de l'octroi de crédits (coefficients de régression positifs). Le constat est valable pour chaque catégorie de taille d'entreprise. La force de la relation augmente toutefois avec la taille de l'entreprise, ce qui indique une sensibilité différente en fonction de ce critère. Selon ces données, les crédits octroyés aux grandes entreprises sont donc plus sensibles à la conjoncture en Belgique que ceux destinés aux PME.

Dans la seconde partie de l'analyse, les régressions corroborent le fait que la sensibilité conjoncturelle du crédit bancaire augmente avec la taille de l'entreprise. Pendant les périodes 2000T1-2008T2 et 2012T4-2015T2, une progression de 1 point de pourcentage de l'indicateur conjoncturel est allée de pair avec une variation moyenne de la croissance du crédit de 0,3 point de pourcentage pour les petites entreprises, de 0,6 point de pourcentage pour les entreprises de taille moyenne et de 0,9 point de pourcentage pour les grandes entreprises (cf. tableau 3). Dans l'intervalle couvert par les deux crises, soit de 2008T3 à 2012T3, les écarts se sont par ailleurs encore creusés. Ainsi, la sensibilité conjoncturelle de l'octroi de crédits aux petites et moyennes entreprises est retombée à 0,2, tandis que le recul de 0,3 enregistré pour les grandes entreprises a été statistiquement non significatif.

Le pourcentage de variation annuelle des crédits aux petites entreprises a certes fortement diminué pendant la crise, mais les résultats ci-dessus suggèrent que le recul de la croissance des crédits a été moins prononcé qu'attendu compte tenu de l'évolution conjoncturelle. Cette situation est peut-être liée aux faits que les petites entreprises ont besoin d'un minimum de crédits bancaires pour pouvoir poursuivre leurs activités (en l'absence de sources de financement alternatives) et que la demande de crédits devient donc moins élastique en cas de conjoncture exceptionnellement faible, comme cela a été le cas durant la période 2008T3-2009T2.

La plus faible contraction de la demande de prêts par les PME par rapport aux grandes entreprises durant les périodes de basse conjoncture se reflète également dans les résultats de l'enquête BLS, dans le cadre de laquelle les banques sont interrogées sur l'évolution de leurs conditions de crédit ainsi que sur les changements au niveau de la demande. S'agissant de ces derniers, plusieurs différences peuvent être mises en évidence en fonction de la taille des entreprises. La demande de crédits bancaires des grandes entreprises s'essouffle plus rapidement et plus profondément dans les moments de crise, alors que celle des PME se maintient pendant un temps, avant

**GRAPHIQUE 3 DEMANDE DE CRÉDITS BANCAIRES EN BELGIQUE**  
(pourcentages nets pondérés<sup>(1)</sup>, moyennes sur quatre trimestres)



Sources : BCE, BNB (enquête BLS).

(1) Un pourcentage positif (négatif) correspond à une augmentation (diminution) de la demande de crédits émanant des entreprises.

de ralentir elle aussi, mais ce repli est en général de moindre ampleur et de plus courte durée (cf. graphique 3).

Les banques attribuent aussi ces mouvements à la baisse au fait que les entreprises peuvent éventuellement recourir à d'autres sources de financement (émission d'actions et d'obligations). Cette explication concerne toutefois dans une large mesure les grandes entreprises, les PME n'ayant qu'un accès limité aux marchés financiers. Afin de financer leurs activités, ces dernières n'ont donc d'autre choix que de maintenir leur demande de crédits bancaires, même si les conditions d'offre peuvent leur sembler peu attractives.

Après nous être attardés sur les déterminants de la demande de crédit par les entreprises, nous allons à présent examiner l'autre volet de la relation prêteur-emprunteur, à savoir les conditions liées à l'offre de crédit. Les enquêtes qualitatives nous dévoilent à la fois le point de vue des entreprises (enquête SAFE et enquête de la BNB sur les conditions de crédit) et celui des banques (enquête BLS).

Même si les PME belges semblent en moyenne subir peu de contraintes dans leur accès au financement<sup>(1)</sup> (selon l'enquête SAFE), l'offre de crédit pose toutefois des problèmes à un

(1) Selon l'enquête SAFE, globalement moins de 10 % des PME belges citent le financement comme étant le problème le plus important qu'elles rencontrent. Elles sont plus nombreuses à rapporter que l'engagement de personnel, les coûts salariaux ou de production et la recherche de clients sont plus contraignants.

certain nombre d'entre elles. Ainsi, s'agissant des termes et des conditions entourant la prise d'un financement bancaire, les PME citent prioritairement comme freins au crédit le haut niveau des coûts autres que le taux d'intérêt ainsi que les garanties exigées par les établissements de crédit. Ces garanties exigées ont notamment été jugées particulièrement importantes par les entreprises lors des enquêtes réalisées entre le second semestre de 2011 et le premier semestre de 2013 (soit, en tenant compte d'un décalage temporel, pendant la crise des dettes publiques et les mois qui ont suivi). Ces perceptions se sont concrètement traduites durant cette période par une augmentation du pourcentage de PME qui se sont vu refuser un prêt bancaire, qui l'ont décliné pour des raisons de coûts, qui ont été découragées d'en contracter un nouveau ou qui n'ont reçu qu'une part limitée de la somme qu'elles avaient demandée.

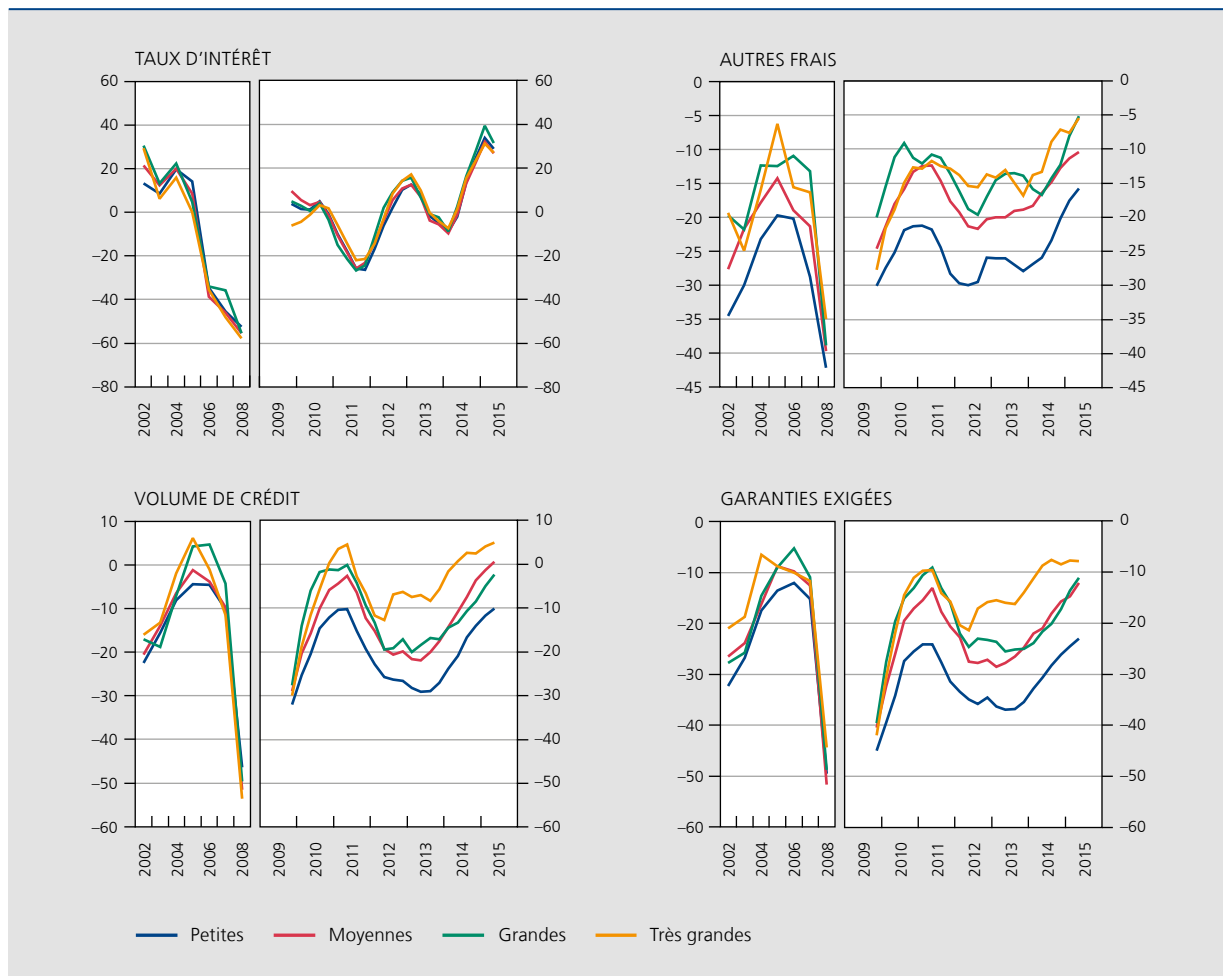
En outre, ces résultats sont étayés par l'enquête sur les conditions de crédit conduite par la Banque, qui fournit des informations différenciées selon la taille des entreprises (cf. graphique 4). Ainsi, selon cette enquête, il apparaît que les petites entreprises sont plus négatives que les autres en ce qui concerne tous les critères, monétaires ou non, associés à un emprunt, à l'exception du taux d'intérêt : elles sont systématiquement plus nombreuses à dénoncer une détérioration tant des autres frais que du volume de crédit et des garanties exigées. Elles rapportent donc globalement des conditions de crédit moins favorables que les grandes entreprises. Il convient toutefois de noter que l'appréciation générale de ces conditions s'est améliorée pour l'ensemble des entreprises au cours de la période récente, bien que l'effet lié à la taille reste sensible.

Les informations fournies par les enquêtes auprès des entreprises sont complétées par celles tirées de l'enquête BLS. Ainsi, les résultats de cette dernière enquête révèlent que les banques modulent différemment leur offre de crédit selon le type d'entreprise. Pour justifier les changements survenus dans leurs conditions de crédit, elles peuvent invoquer trois types de facteurs explicatifs : leurs coûts de financement et leurs contraintes de bilan, la pression concurrentielle et la perception du risque. Elles sont en outre également amenées à se positionner sur le(s) déterminant(s) spécifique(s) lié(s) à l'emprunt (taux d'intérêt, autres frais, volume ou durée du crédit, garanties, clauses particulières) qui a (ont) été modifié(s) (cf. graphique 5).

Il s'avère que le resserrement de l'offre de crédit aux PME durant la crise a surtout été dicté par une augmentation de la perception du risque, ce qui a donné lieu à l'application de marges d'intérêt plus élevées et à une demande de garanties supplémentaires, plutôt qu'à une diminution des volumes de crédit. Pour les grandes entreprises, en revanche, le durcissement a surtout été provoqué par une hausse des coûts de financement



**GRAPHIQUE 4 APPRÉCIATION DES CONDITIONS DE CRÉDIT PAR LES ENTREPRISES EN BELGIQUE : VENTILATION SELON LA TAILLE**  
(pourcentages nets<sup>(1)</sup>, moyennes sur quatre trimestres<sup>(2)</sup>)



Source : BNB (enquête trimestrielle sur les conditions de crédit des entreprises).

(1) Pourcentages nets des réponses des chefs d'entreprise indiquant une amélioration (+) ou une détérioration (-) par rapport au trimestre précédent.

(2) Données annuelles entre 2002 et 2008, données trimestrielles à partir du premier trimestre de 2009.

et par les contraintes bilancielles, ce qui s'est traduit par un accroissement des marges d'intérêt et par la limitation du montant et de la durée des crédits.

À la fin de la période (2014–2015), on remarque que la perception par les banques des risques relatifs aux PME s'est nettement améliorée, fût-ce dans une moindre mesure que pour les grandes entreprises, ce qui a également contribué à l'assouplissement général des conditions de crédit.

### 3. Effets de la crise sur la santé financière des PME

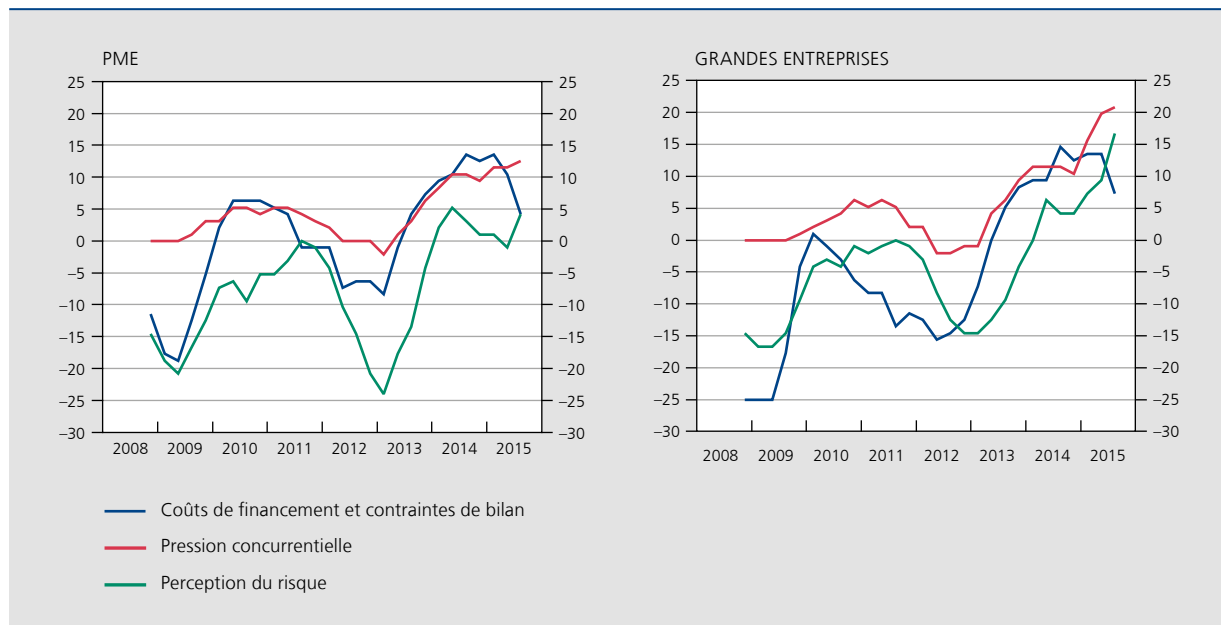
Une observation importante tirée des données d'enquêtes concerne la perception, par les banques belges, d'un

risque de crédit accru à la suite de la crise. Toujours selon ces mêmes données, ce problème aurait été plus aigu pour les prêts aux PME, ce qui donne à penser que la crise a davantage affecté la santé financière de ces dernières et, partant, leur solvabilité.

La santé financière des PME et son évolution depuis le début de la crise peuvent être examinées de manière plus approfondie au moyen d'indicateurs basés sur leurs comptes annuels. Une option consiste à calculer une probabilité de défaillance pour chaque entreprise, c'est-à-dire la probabilité que celle-ci fasse faillite dans les années à venir. Un indicateur de ce type, synthétisant un large éventail de variables financières, a été développé par la Banque (Vivet, 2011) et est à présent utilisé dans les dossiers d'entreprise produits par la Centrale des bilans. L'analyse qui suit se fonde pour l'essentiel sur un

## GRAPHIQUE 5 CONDITIONS D'OCTROI DE CRÉDITS BANCAIRES EN BELGIQUE : FACTEURS EXPLICATIFS

(pourcentages nets<sup>(1)</sup>, moyennes sur quatre trimestres)



Sources : BCE, BNB (enquête BLS).

(1) Un pourcentage positif (négatif) correspond à un facteur qui a contribué à l'assouplissement (au durcissement) des conditions d'octroi de crédits.

indicateur calculé à partir d'un nombre plus restreint de ratios financiers et pouvant de ce fait couvrir un échantillon plus large d'entreprises. Il s'agit du « score Z » mis au point par Altman (1968), qui est une mesure de santé financière internationalement reconnue et fréquemment utilisée dans la littérature économique. Le score Z repose sur une combinaison linéaire<sup>(1)</sup> de quatre indicateurs bilanciaux<sup>(2)</sup>, à savoir :

- le fonds de roulement, c'est-à-dire la différence entre les actifs circulants et les dettes à un an au plus. Il peut aussi être vu comme la part des actifs liés aux activités en cours (les stocks, les créances toutes échéances confondues et les placements de trésorerie) financée par des capitaux propres et des dettes à long terme. Cet indicateur sert à signaler d'éventuels problèmes de réserves de liquidité insuffisantes pour honorer des remboursements d'emprunts à brève échéance ;

- les bénéfices (ou les pertes) reporté(e)s, qui mesurent les rendements accumulés par l'entreprise au cours de son existence. Ils sont généralement plus importants pour les entreprises les plus anciennes, ce qui explique par ailleurs que la santé financière de ces dernières est souvent plus robuste que celle des entreprises créées plus récemment ;

- le bénéfice d'exploitation, c'est-à-dire le bénéfice de l'entreprise avant la prise en compte des charges et des produits financiers ou exceptionnels et avant le prélèvement de l'impôt des sociétés. Il s'agit en quelque sorte d'une mesure de la rentabilité « réelle » des moyens de production ;

- le rapport entre les capitaux propres et les dettes, tant à court qu'à long termes, qui constitue une mesure de la solvabilité.

(1) Les coefficients de la combinaison linéaire qui détermine la valeur du score Z pour chaque entreprise sont estimés sur la base d'une analyse discriminante multiple. Il s'agit d'une méthode statistique permettant d'estimer la fonction de plusieurs variables répartissant le plus correctement possible les observations parmi différents groupes préalablement identifiés. En l'occurrence, l'échantillon utilisé pour estimer les coefficients est la population des entreprises belges qui ont publié leurs comptes annuels en 2009, d'où ont été extraites les données permettant de calculer les quatre variables prises en compte. Ces entreprises ont été réparties en deux groupes : celles qui ont fait faillite avant le 1<sup>er</sup> janvier 2015 et celles qui ont poursuivi leurs activités au-delà de cette date. Le score ainsi calculé peut dès lors être considéré comme représentatif de la probabilité de défaillance à moyen terme.

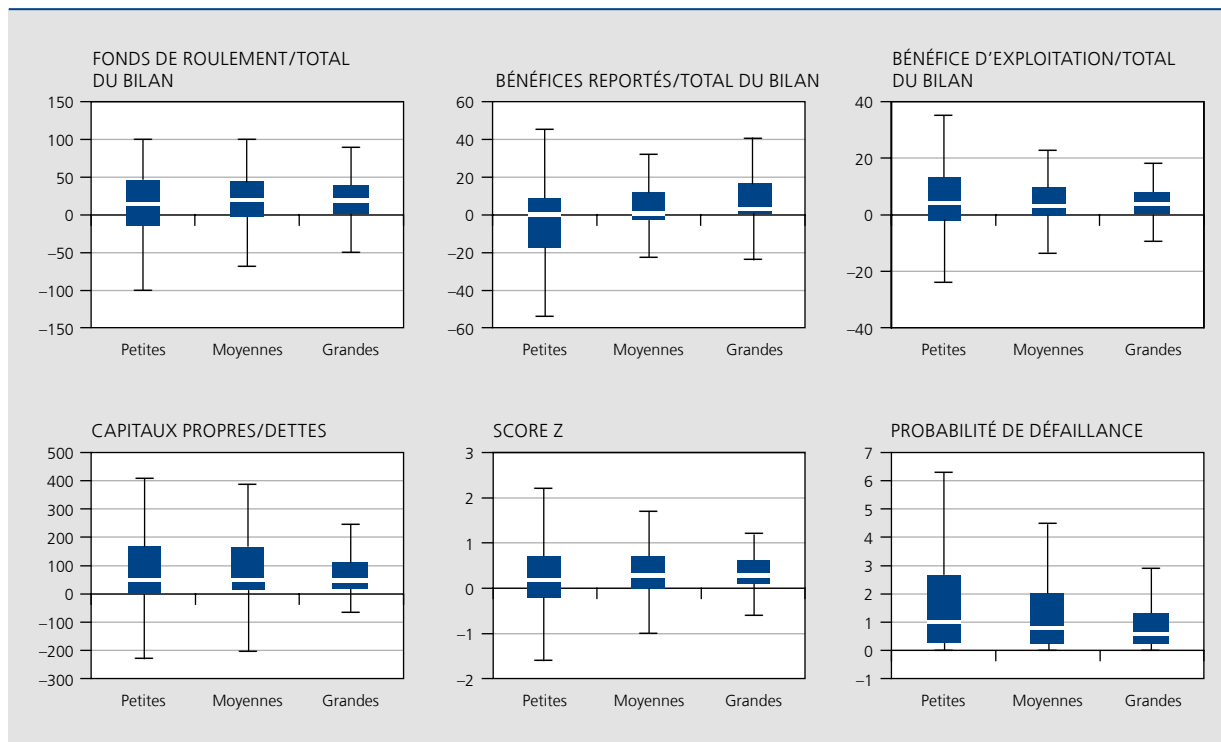
(2) Le score Z tel qu'élaboré par Altman (1968) comporte un cinquième indicateur, à savoir le chiffre d'affaires de l'entreprise divisé par le total de ses actifs. Le chiffre d'affaires n'étant pas mentionné dans les comptes annuels établis suivant le schéma abrégé que doivent compléter les petites sociétés, il n'est pas possible de l'inclure dans le calcul des scores Z pour la majorité des entreprises belges.

Les trois premiers indicateurs répertoriés ci-dessus sont exprimés en pourcentage du total des actifs. L'interprétation du score Z est très simple : plus le score attribué à une entreprise est élevé, plus sa situation financière peut être considérée comme saine.

Les distributions des scores Z, ainsi que de leurs quatre composantes, calculées pour les entreprises belges sur la base de leurs comptes annuels déposés en 2013, sont

## GRAPHIQUE 6 INDICATEURS DE SANTÉ FINANCIÈRE<sup>(1)</sup>

(pourcentages, données pour 2013)



Sources : BNB (Centrale des bilans) et calculs propres.

(1) Dans ce graphique, les distributions de chaque indicateur pour une catégorie donnée sont représentées sous la forme de « boîtes à moustaches ». Les bords inférieurs et supérieurs de chaque boîte correspondent respectivement aux premier et troisième quartiles de la distribution, tandis que la ligne à l'intérieur permet d'en situer la médiane. Les extrémités des « moustaches », dont la longueur est déterminée sur la base de l'écart interquartile, correspondent quant à elles aux « valeurs adjacentes ». Il s'agit des observations minimales et maximales une fois la distribution expurgée de ses valeurs extrêmes.

représentées au graphique 6. D'une manière générale, les valeurs centrales de ces distributions ne montrent pas d'écart significatif entre les petites, les moyennes et les grandes entreprises, les médianes propres à chacune de ces catégories se situant à des niveaux relativement proches. Les bénéfices reportés sont néanmoins plus souvent négatifs pour les petites entreprises. Les différences entre ces trois groupes sont bien plus marquées en ce qui concerne la dispersion observée pour chaque indicateur, qui se révèle systématiquement plus large pour les petites entreprises et plus restreinte pour les grandes. Cette hétérogénéité se reflète naturellement dans les scores Z, et on la retrouve également dans l'indicateur de probabilité de défaillance établi suivant la méthode développée par Vivet (2011).

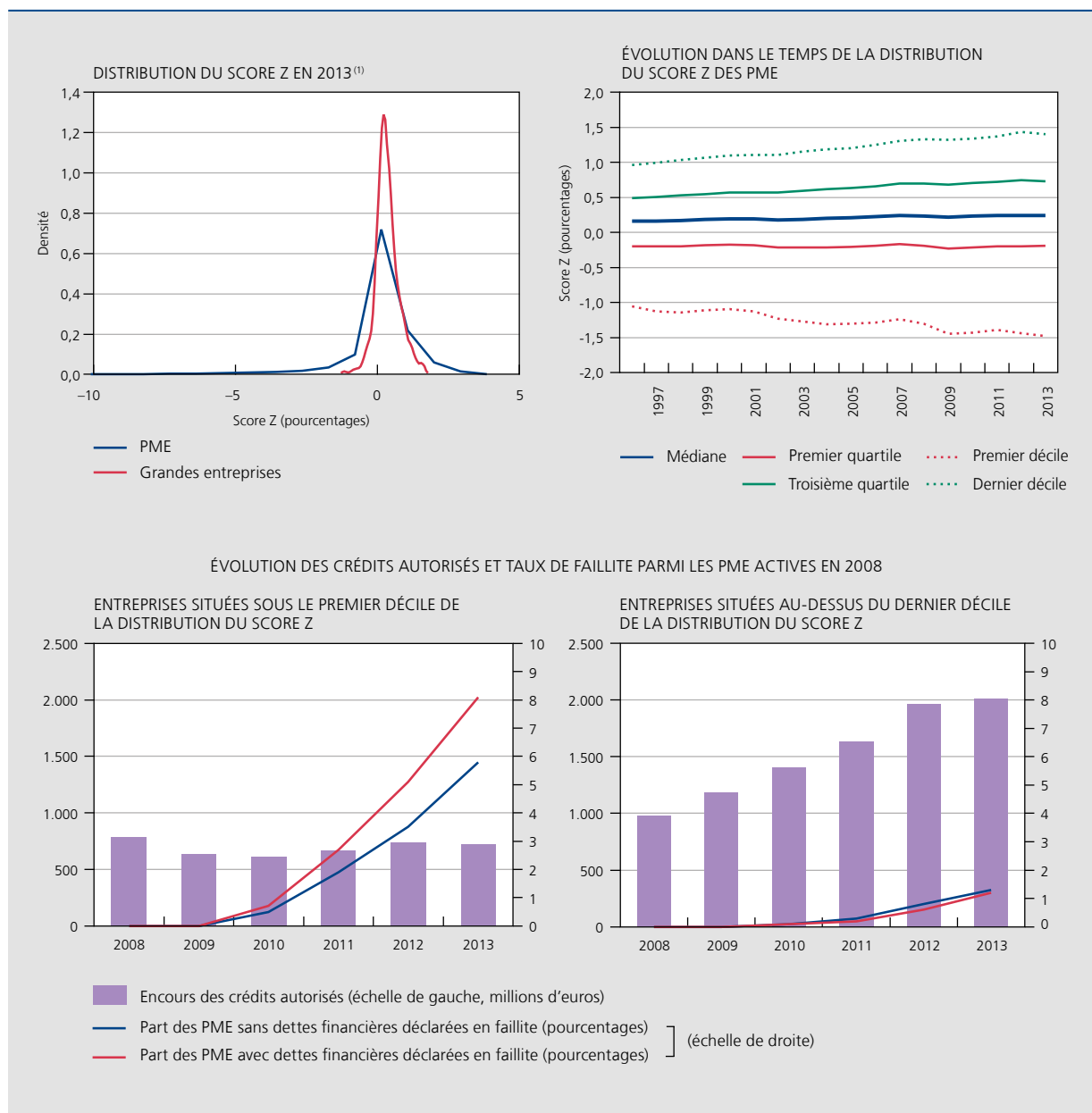
Les niveaux de santé financière des PME s'avèrent donc plus disparates que ceux des grandes entreprises. Cela signifie notamment que, même si certaines PME peuvent se prévaloir d'une situation financière très saine, c'est surtout

parmi elles qu'on trouve les emprunteurs les plus risqués du point de vue des établissements de crédit, c'est-à-dire ceux qui sont les plus susceptibles de se retrouver à un moment donné en défaut de paiement<sup>(1)</sup>. Un examen plus détaillé des entreprises dont le score Z se situe sous le premier décile de la distribution, qu'on peut considérer comme étant les plus fragiles, montre que celles-ci sont généralement de plus petite taille – en ce qui concerne tant le total du bilan que le nombre de salariés – que celles figurant au-dessus du dernier décile, soit les entreprises les plus saines. Ces différences de taille sont toutefois relativement ténues. À titre d'illustration, sur la base de cette définition, les entreprises les plus précaires employaient en moyenne 6,1 salariés en 2013 et les plus robustes 7,7 personnes. Les écarts sont bien plus prononcés lorsqu'on considère les niveaux de productivité tels qu'approchés sur la base de la valeur ajoutée par employé : celle-ci s'élevait en moyenne à quelque 13 000 euros pour les entreprises les plus fragiles, contre 133 000 pour les entreprises les plus saines.

(1) Cela est par ailleurs confirmé par une proportion de prêts non performants supérieure à la moyenne pour les PME (cf. De Backer et al., 2015).

Compte tenu de ce lien apparent entre, d'une part, la productivité des entreprises (et, de manière plus générale, leur

**GRAPHIQUE 7 SANTÉ FINANCIÈRE DES PME ET ÉVOLUTION DES CRÉDITS AUTORISÉS**



Sources : SPF Économie (Banque-Carrefour des Entreprises), BNB (Centrale des bilans et Centrale des crédits aux entreprises) et calculs propres.  
 (1) Les observations situées sous le premier centile et au-dessus du dernier centile des distributions ne sont pas représentées dans ce graphique.

performances économiques) et, d'autre part, leur santé financière, la crise a vraisemblablement détérioré la santé financière de plusieurs d'entre elles. L'évolution dans le temps de la distribution des scores Z des PME, représentée au graphique 7, suggère que ce sont principalement celles dont la situation est la plus précaire, selon leur score Z en 2008, qui ont vu leur état se dégrader après cette année, tandis que la position des entreprises les plus solides est demeurée globalement stable, et s'est même améliorée dans certains cas. En réalité, comme l'indique l'évolution du premier décile de la distribution du score Z, les entreprises les

plus fragiles tendent à le devenir davantage au fil des années, et la crise semble avoir un peu accéléré ce mouvement en 2009.

C'est d'ailleurs au sein de ce groupe que le taux de faillite a été plus élevé au cours des années qui ont suivi le début de la crise, en particulier parmi celles ayant contracté des dettes financières, ce qui illustre le caractère risqué des crédits qui leurs sont accordés. En effet, 8,1% des PME qui pouvaient être considérées comme les plus faibles en 2008 et qui affichaient des dettes financières au

passif de leurs bilans, ont été déclarées en faillite dans les cinq années qui ont suivi. Le taux de faillite de celles qui n'avaient pas souscrit d'emprunt a été moindre (5,8%), ce qui laisse supposer que l'octroi de crédits à des entreprises plus fragiles augmente leur risque de défaillance. Une telle relation entre l'endettement et le taux de faillite n'est pas observée parmi les PME les plus saines.

Ces différences en termes de santé financière, et donc aussi de niveau du risque de crédit, semblent être prises en compte par les banques belges dans le cadre de leur politique de prêt. Les entreprises les plus solides ont en effet davantage bénéficié de la croissance des crédits autorisés après le début de la crise, tandis que l'encours des crédits octroyés aux entreprises les plus fragiles s'est quelque peu contracté en 2009 et en 2010.

#### 4. Déterminants microéconomiques des crédits octroyés aux PME

Les données décrites dans la partie précédente montrent clairement l'existence d'un lien entre la santé financière des entreprises – et donc leur profil de risque – et l'évolution des crédits dont elles bénéficient. La dégradation de la situation financière de certaines entreprises durant la période de crise a dès lors vraisemblablement pesé sur l'évolution de l'encours des crédits octroyés par les banques aux PME. Il faut toutefois procéder à une analyse économétrique pour évaluer dans quelle mesure les banques auraient modifié leur politique en matière de risque de crédit après l'éclatement de la crise. Celle qui a été réalisée dans le cadre du présent article comporte deux parties :

- la première porte sur les déterminants de l'évolution annuelle des crédits accordés à chaque PME qui disposait déjà d'une ligne de crédit ou d'un emprunt auprès d'au moins une banque au cours de l'année précédente. L'on utilise pour cela un modèle linéaire simple, estimé par la méthode des moindres carrés ordinaires, avec pour variable dépendante le taux de croissance du montant des crédits autorisés ;
- la seconde concerne la conclusion de nouveaux contrats entre les PME et les banques. La variable dépendante du modèle (de type « logit ») utilisé à cette fin est la probabilité qu'une PME reçoive, au cours d'une année donnée, un prêt d'une banque avec laquelle elle n'avait jusque-là aucune relation de crédit.

Les deux modèles reprennent les mêmes variables explicatives. Celle à laquelle on s'intéresse en premier lieu est la santé financière, toujours approchée au moyen du score Z. Une variable d'interaction, c'est-à-dire le produit du score

Z et d'une variable binaire valant 0 jusqu'en 2008 et 1 à partir de 2009, a aussi été incluse dans chaque modèle. Elle permet de déterminer si un changement est survenu dans la relation entre la santé financière des entreprises et les crédits qui leur sont octroyés. D'autres variables susceptibles d'exercer une influence sur les prêts accordés par un établissement de crédit à une PME ont également été prises en considération dans la spécification des deux modèles économétriques, à savoir :

- le nombre d'employés, pour tenir compte d'éventuels effets liés à la taille ;
- la productivité du travail, pour mesurer les performances économiques ;
- l'âge, soit le nombre d'années d'activité. Cette variable est utilisée dans la spécification afin de tenir compte du fait que la demande de crédits pourrait être plus forte parmi les entreprises les plus jeunes, c'est-à-dire celles qui sont les plus susceptibles de développer de nouvelles activités et qui auraient de ce fait plus fréquemment besoin de nouveaux fonds pour financer des investissements ;
- une variable binaire propre à chaque année, pour capturer l'évolution du cadre macroéconomique et macrofinancier ;
- une variable binaire propre à chaque branche d'activité (au niveau NACE à deux chiffres), pour isoler d'éventuels effets sectoriels.

Les deux modèles ont été estimés pour une période allant de 1999 à 2011. Les données des années ultérieures n'ont pas pu être exploitées en raison des changements méthodologiques apportés en 2012 à la collecte des données de la Centrale des crédits<sup>(1)</sup>. Dans les équations, le nombre d'employés et la productivité du travail sont exprimés sous forme logarithmique.

Les résultats des estimations pour les deux modèles sont repris au tableau 4. De manière générale, les élasticités estimées pour le score Z confirment l'importance que revêt la santé financière d'une entreprise en ce qui concerne les crédits que les banques lui octroient. Ainsi, toutes autres choses étant égales par ailleurs, une hausse de 1 point de pourcentage du score Z d'une entreprise donnée se traduisait, en moyenne jusqu'en 2008, par une augmentation de 3,6 points de pourcentage de la

(1) Ce changement a notamment porté sur la prise en compte de l'ensemble des crédits octroyés aux sociétés non financières alors que, auparavant, seuls les crédits d'un montant d'au minimum 25 000 euros devaient être repris dans la base de données.

**TABEAU 4** PARAMÈTRES ESTIMÉS POUR LES MODÈLES ÉCONOMÉTRIQUES <sup>(1)</sup>

(estimations par moindres carrés ordinaires pour la croissance des crédits et par maximum de vraisemblance pour la probabilité d'un nouveau crédit)

Variables explicatives	Variable dépendante	
	Croissance annuelle des crédits autorisés à une entreprise	Probabilité qu'une entreprise reçoive un nouveau crédit <sup>(2)</sup>
Score Z avant 2009 . . . . .	3,615	0,713
Score Z après 2009 . . . . .	3,292	1,063
Nombre d'employés . . . . .	0,003	0,011
Valeur ajoutée par employé	-0,013	0,005
Âge de l'entreprise . . . . .	-0,115	-0,129
<b>Nombre d'observations</b>	<b>686 491</b>	<b>1 146 692</b>

(1) Les paramètres relatifs au score Z, au nombre d'employés et à la valeur ajoutée par employé s'interprètent comme l'impact moyen d'une augmentation d'un point de pourcentage de chacune de ces variables explicatives sur la variable dépendante. Les paramètres relatifs à l'âge de l'entreprise s'interprètent quant à eux comme l'effet d'une année d'activité supplémentaire sur la variable dépendante. Le score Z, le nombre d'employés et la valeur ajoutée par employé sont intégrés avec un retard d'une période dans la spécification afin de prévenir d'éventuels problèmes d'endogénéité. La spécification de chaque équation comporte en outre des variables binaires visant à capturer les effets propres à chaque année et à chaque branche d'activité, dont les coefficients estimés ne sont pas repris ici. Tous les paramètres mentionnés dans ce tableau sont significatifs à un niveau de 1 %.

(2) Effets marginaux calculés sur la base des valeurs moyennes pour l'ensemble de l'échantillon.

croissance annuelle du montant total des crédits qui lui sont octroyés. Contrairement à ce qui aurait pu être supposé, cette élasticité s'est légèrement réduite, passant à 3,3 à partir de 2009. Une interprétation possible de ce résultat pourrait tenir à une politique un peu moins restrictive en termes de risque de crédit de la part des banques vis-à-vis des PME qu'elles comptaient déjà parmi leurs clients. Le modèle ne permettant pas de dissocier les effets d'offre et de demande, ce coefficient plus faible pourrait également refléter une demande de crédits un peu plus soutenue qu'avant la crise. En tout état de cause, la diminution de cette élasticité est limitée, soulignant le fait que le profil de risque des PME reste un déterminant majeur de l'évolution des montants mis à leur disposition par les établissements de crédit. La dégradation de la santé financière d'un groupe relativement restreint d'entreprises (cf. supra) a dès lors vraisemblablement exercé un effet négatif sur l'évolution globale des crédits.

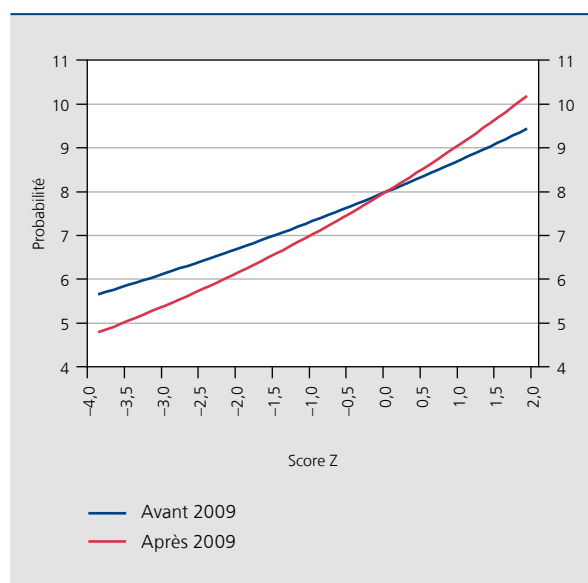
Les estimations relatives à l'établissement de nouvelles relations de crédits renvoient quant à elles une image très différente. Si l'octroi de crédit par les banques à de nouveaux clients est également fortement conditionné par le niveau de risque de ces derniers, l'importance de cet aspect s'est renforcée après le début de la crise. Selon le modèle, cela s'est traduit par le fait que les établissements

de crédit ont dès lors davantage favorisé les entreprises en bonne santé financière dans l'attribution de nouveaux prêts, au détriment des entreprises plus fragiles. Cet effet, dont l'estimation est illustrée au graphique 8, a toutefois été relativement modéré, et l'impact négatif sur les créations de nouvelles relations de crédit a essentiellement concerné les PME caractérisées par une santé financière extrêmement faible, à savoir celles affichant un score Z fortement négatif.

Bien que statistiquement significatives, les élasticités estimées pour les autres variables dans les deux modèles sont assez faibles. Le lien estimé entre la croissance des crédits et la productivité des entreprises est négatif dans la première équation, ce qui donne à penser que les performances économiques n'exercent guère d'influence – à tout le moins pas de manière directe – sur les décisions des banques en matière d'octroi de crédits et que celles-ci sont dès lors bel et bien influencées en premier lieu par le profil de risque des emprunteurs. Par ailleurs, comme attendu, l'octroi de crédits aux PME est négativement corrélié avec leur âge.

Enfin, les paramètres estimés pour les variables binaires annuelles (non mentionnés dans le tableau 4) se sont pour la plupart avérés significatifs. Ceci confirme l'importance des effets conjoncturels dans l'évolution des prêts accordés aux entreprises, et sans doute

**GRAPHIQUE 8** PROBABILITÉ D'OCTROI D'UN NOUVEAU CRÉDIT EN FONCTION DU SCORE Z <sup>(1)</sup>  
(pourcentages)



(1) Les probabilités sont estimées sur la base du modèle décrit dans la deuxième colonne du tableau 4, en fixant la valeur des autres variables à leurs moyennes observées sur l'ensemble de l'échantillon.

également celle des facteurs propres au secteur bancaire tels que ceux liés aux contraintes de bilan, parallèlement aux considérations relatives au risque de crédit propre à chaque entreprise.

## Conclusion

La plupart des PME sont tributaires du crédit bancaire pour financer leurs activités et sont plus souvent amenées à utiliser cette source de financement que les entreprises de plus grande taille, qui peuvent quant à elles recourir à d'autres instruments en se tournant vers les marchés de capitaux. Ce manque d'alternatives explique notamment que, dans le contexte de la crise financière qui a éclaté en 2008 avec la chute de Lehman Brothers, la demande de crédits bancaires émanant des PME ait faibli moins sensiblement que celle des grandes entreprises, et ce en dépit de conditions d'octroi devenues plus contraignantes. Les banques belges, ayant perçu une augmentation des risques liés aux crédits aux PME, ont en effet réduit leur offre, notamment en jouant sur les garanties exigées.

Plusieurs éléments évoqués dans cette étude indiquent en effet que le facteur de risque a bel et bien joué un rôle majeur dans les politiques de prêt des banques belges, et la détérioration de la situation financière d'un nombre relativement restreint de PME a dès lors vraisemblablement quelque peu pesé sur l'octroi de crédits bancaires ces dernières années. Il apparaît néanmoins que les entreprises en meilleure santé financière ont vu le montant de leurs crédits autorisés s'accroître.

Dans l'ensemble, à niveau de risque inchangé, les banques belges ne semblent toutefois pas s'être montrées plus restrictives vis-à-vis de leur clientèle existante après le déclenchement de la crise, ce qui suggère qu'elles privilégieraient le maintien de relations de long terme avec celle-ci. En revanche, il ressort des résultats présentés dans cet article qu'elles sont également devenues un peu moins enclines à prendre des risques en ce qui concerne l'octroi de crédits à des PME avec lesquelles elles n'entretenaient pas encore de relation commerciale, en favorisant davantage celles affichant un meilleur profil de risque.

## Bibliographie

Altman E. I. (1968), « Financial Ratios, Discriminant Analysis and the Prediction of Corporate Bankruptcy », *The Journal of Finance*, 23(4), 589-609.

De Backer B., Ph. Du Caju, M. Emiris et Ch. Van Nieuwenhuyze (2015), « Déterminants macroéconomiques des créances douteuses », BNB, *Revue économique*, décembre, 49-69.

OECD (2015), *New Approaches to SME and Entrepreneurship Financing: Broadening the Range of Instruments*, February.

Rubbrecht I. et D. Vivet (2015), « Résultats et situation financière des entreprises en 2014 », BNB, *Revue économique*, décembre, 145-174.

Vivet D. (2011), *Développement d'un indicateur de santé financière basé sur les comptes annuels des sociétés*, BNB, Working Paper Document 213.

Wehinger G. (2013), « SMEs and the credit crunch: Current financing difficulties, policy measures and a review of literature », *OECD Journal: Financial Market Trends*, (2), 115-148.



# Déterminants macroéconomiques des créances douteuses

B. De Backer

Ph. Du Caju

M. Emiris

Ch. Van Nieuwenhuyze<sup>(\*)</sup>

## Introduction

Les risques de crédit liés à la santé financière du secteur privé non financier sont généralement considérés comme modérés en Belgique, étant donné le taux d'endettement privé peu problématique et l'important patrimoine financier net des ménages (cf. EC, 2015 et Bruggeman et Van Nieuwenhuyze, 2013). Les indicateurs du risque de crédit effectivement réalisé, comme les créances douteuses (*non-performing loans* – NPL) qui apparaissent dans les bilans bancaires, ou les retards de paiement des ménages (Centrale des crédits aux particuliers – CCP) semblent confirmer la qualité relativement élevée des actifs des banques en Belgique, tout en affichant une augmentation depuis la crise, qui s'est par ailleurs accompagnée d'une nouvelle hausse du taux d'endettement privé.

Dans ce contexte, le présent article tente d'évaluer et d'expliquer le niveau et l'évolution du risque de crédit (ex post) pour les banques, mesurés à l'aide des créances douteuses et, spécifiquement pour les ménages, sur la base des retards de paiement, en associant ceux-ci tant à des facteurs liés à l'environnement macroéconomique qu'à des variables structurelles du marché du crédit comme le ratio prêt-valeur (*loan-to-value* – LTV) ou celui du service de la dette sur le revenu (*debt-service-to-income* – DSTI). Si ces variables s'avèrent significatives pour le risque de crédit, cela implique qu'une politique macroprudentielle peut être judicieuse.

Un inconvénient de cette analyse est la disponibilité limitée des données et l'absence d'une définition uniforme au niveau international pour les créances douteuses. L'ampleur des créances douteuses s'explique en partie par des définitions comptables au niveau national et est donc difficilement comparable à l'échelle internationale. Récemment, l'Autorité bancaire européenne (ABE) a néanmoins proposé une définition harmonisée (cf. UE, 2014); en ce qui concerne la Belgique, les données sont, d'après cette définition, exploitables à partir du troisième trimestre de 2014, ce qui ne permet toutefois pas de procéder à une analyse de séries temporelles. Les données relatives aux créances douteuses selon la définition nationale existent, en revanche, sur une longue période (depuis le deuxième trimestre de 1993), mais elles ne permettent pas d'effectuer une ventilation par type de crédit. Une analyse par secteur ou par type de crédit de l'évolution du risque de crédit réalisé n'est possible que pour les ménages, sur la base des données de la CCP, mais seulement à partir de 2006.

L'article se décline en quatre parties. La première compare le niveau et l'évolution des créances douteuses en Belgique avec ceux observés dans les autres pays de la zone euro. La deuxième donne un aperçu des différentes sources de données relatives au risque de crédit réalisé en Belgique. La troisième examine dans quelle mesure les retards de paiement recensés sur le marché du crédit hypothécaire peuvent s'expliquer par l'environnement macroéconomique et par des facteurs structurels du marché du crédit (ratio LTV, ratio DSTI, modèles économiques des banques). La quatrième expose les implications des créances douteuses (effets de retour éventuels sur

<sup>(\*)</sup> Les auteurs remercient A. Francart pour sa collaboration.

l'environnement macroéconomique) et évalue leur évolution future en s'appuyant sur une analyse des développements récents de la solvabilité des débiteurs.

## 1. Créances douteuses: comparaison internationale

La qualité des actifs s'est sensiblement détériorée au sein de la zone euro depuis la crise. Selon des données bancaires consolidées de la BCE<sup>(1)</sup>, la plus importante progression des créances douteuses s'est produite dans les pays périphériques de la zone euro, et le ratio de créances douteuses (c'est-à-dire les créances douteuses rapportées aux crédits totaux) a atteint à la mi-2014 (dernières données disponibles) des niveaux extrêmement hauts à Chypre (53 %), en Grèce (27 %) et en Irlande (22 %) par rapport à la moyenne de 5,8 % de la zone euro. De manière générale, la qualité des crédits est meilleure dans les pays du cœur de la zone euro, dont la Belgique fait partie (5,6 %). En outre, on observe que la progression des créances douteuses

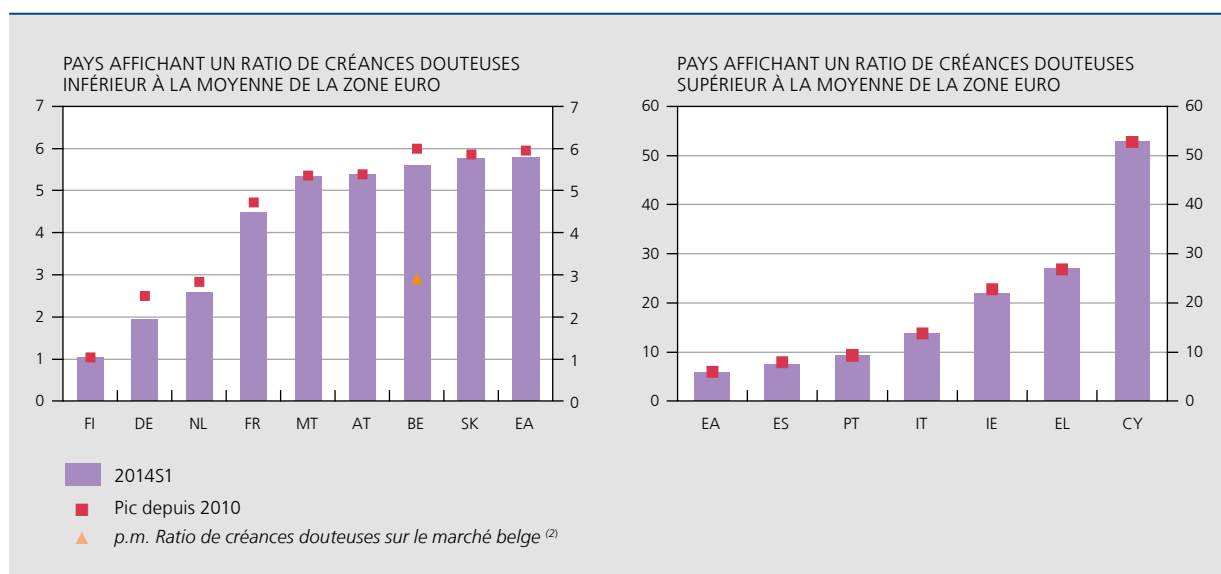
s'est poursuivie dans les pays dont le ratio de créances douteuses est élevé, tandis qu'un léger recul s'est dans certains cas déjà amorcé dans les pays où ce ratio est plus faible.

L'évaluation complète (*comprehensive assessment* – CA) des plus grandes banques de la zone euro, dont la BCE a publié les résultats en octobre 2014, a toutefois révélé que ces données sous-estimaient encore le risque de crédit. Ainsi, d'après l'examen de la qualité des actifs (*asset quality review* – AQR), qui recourt à une définition uniforme des créances douteuses se rapprochant de celle, plus stricte, de l'ABE, le volume total de créances douteuses des banques participantes s'est finalement établi à 879 milliards d'euros, soit 136 milliards d'euros de plus que les estimations antérieures (cf. ECB, 2014).

S'agissant de ces données, il convient également de préciser qu'elles portent sur le risque de crédit au niveau des groupes bancaires (c'est-à-dire les données consolidées, en ce compris les activités des filiales et succursales à l'étranger): elles ne reflètent donc pas nécessairement le risque de crédit sur le marché national. En ce qui concerne la Belgique, les données sur base sociale (c'est-à-dire en faisant abstraction des activités des filiales à l'étranger, mais en incluant celles des succursales) montrent que le risque de crédit sur le marché national est nettement inférieur, le ratio moyen de créances

(1) Les données internationales de la BCE utilisées dans le cadre du présent article courent jusqu'en juin 2014 inclus et ne s'appuient pas encore sur la définition de l'ABE, ce qui permet d'établir une comparaison au fil du temps. La BCE prévoit de publier à la fin de 2015 des données trimestrielles conformes à la définition de l'ABE (commençant au quatrième trimestre de 2014).

**GRAPHIQUE 1** RATIO DE CRÉANCES DOUTEUSES: COMPARAISON INTERNATIONALE<sup>(1)</sup>  
(créances douteuses, pourcentages des crédits totaux)



Source: BCE.

(1) Données consolidées (groupes bancaires nationaux, c'est-à-dire y compris leurs filiales et succursales à l'étranger) pour les pays de la zone euro pour lesquels ces données sont disponibles.

(2) Données sur base sociale (non consolidée: établissements de crédit de droit belge, hors filiales à l'étranger), juin 2014.

douteuses étant de 2,9%. Cette différence substantielle s'explique par l'exposition de certaines banques belges à des risques de crédit élevés sur les marchés étrangers, comme par exemple KBC par l'intermédiaire de sa filiale KBC Ireland (cf. NBB, 2014). Comme le présent article vise à modéliser le risque de crédit sur le marché belge, nous nous limiterons principalement, sauf pour les comparaisons internationales, aux données sur base sociale.

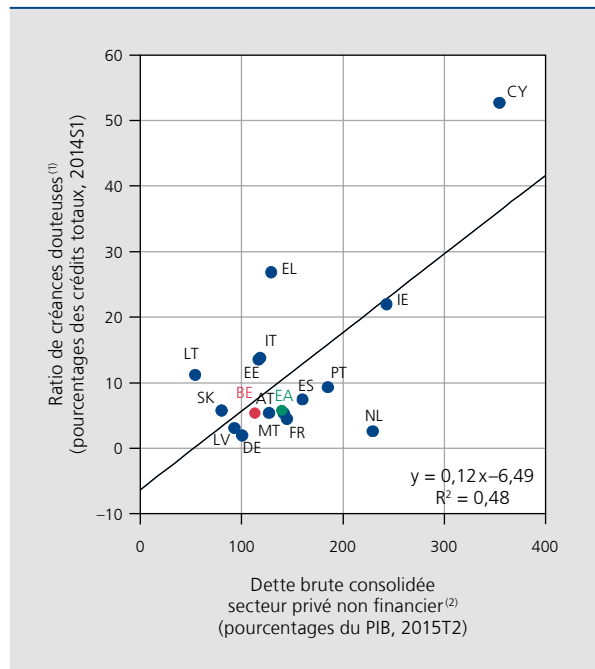
La crise a illustré que le risque de crédit dans la zone euro était lié à l'environnement macroéconomique. Ce sont notamment les pays périphériques, où la récession économique a frappé le plus durement et où les positions bilanciels du secteur privé étaient les plus faibles, qui ont enregistré les ratios de créances douteuses les plus hauts. C'est ce qui ressort également d'une analyse transversale qui confronte le ratio de créances douteuses des différents pays à la dette brute consolidée du secteur privé non financier.

On observe une nette relation positive entre l'ampleur du taux d'endettement du secteur privé non financier

dans les pays de la zone euro et le niveau du ratio de créances douteuses<sup>(1)</sup>. Pour ces deux variables, nous nous appuyons sur les dernières données disponibles (c'est-à-dire celles du premier semestre de 2014 pour le ratio de créances douteuses et celles du deuxième trimestre de 2015 pour le taux d'endettement). Une hausse de 10 points de pourcentage du taux d'endettement du secteur privé non financier s'accompagne – en moyenne – d'une augmentation de 1,2 point de pourcentage du ratio de créances douteuses. La Belgique n'affiche pas de profil particulier, en ce sens que la valeur du ratio de créances douteuses est celle à laquelle on peut s'attendre, selon la relation estimée, au regard du taux d'endettement du secteur privé non financier<sup>(2)</sup>.

Avant d'aborder la troisième partie du présent article, qui analyse plus en détail les déterminants structurels et cycliques du risque de crédit en Belgique, nous donnons un aperçu des données disponibles relatives au risque de crédit (ex post) en Belgique.

**GRAPHIQUE 2 NIVEAU D'ENDETTEMENT DU SECTEUR PRIVÉ NON FINANCIER ET RATIO DE CRÉANCES DOUTEUSES**



Sources: BCE, BNB.

(1) Données consolidées. À l'exception du Luxembourg, de la Finlande et de la Slovaquie.

(2) Pour la Belgique, l'endettement brut consolidé a été diminué des crédits octroyés par le secteur non bancaire étranger et par le secteur « institutions financières captives et prêteurs non institutionnels », puisque cela concerne principalement le financement intragroupe. Les données ne permettent pas d'effectuer une correction similaire pour les autres pays, mais l'ampleur de ce type de financement est limitée dans la plupart des pays.

## 2. Sources de données et définitions relatives aux défauts de paiement en Belgique

Il existe en Belgique deux types de données publiquement disponibles qui permettent de mesurer le risque de crédit (ex post):

- les données comptables bancaires: les créances douteuses (NPL), c'est à dire les crédits qui ne sont plus rentables ou qui ne vont vraisemblablement pas générer le rendement prévu contractuellement, sont portées au bilan des banques en tant que NPL;
- la Centrale des crédits aux particuliers: outre l'ensemble des crédits à la consommation et des crédits hypothécaires contractés par les particuliers (centrale positive), cette centrale enregistre également les retards accusés par les particuliers dans le remboursement de leurs crédits (centrale négative); il appartient aux banques et aux autres dispensateurs de crédit de notifier les arriérés de paiement à la Centrale des crédits<sup>(3)</sup>.

(1) Les pays affichant un ratio de créances douteuses élevé contribuent largement à cette relation positive. Néanmoins, même si on exclut de l'analyse les outliers, comme Chypre, qui présente un ratio de créances douteuses supérieur à 50%, la relation positive demeure intacte, fût-ce dans une moindre mesure.

(2) Une analyse non rapportée indique également une relation transversale significative entre les variations du ratio de créances douteuses et la croissance du PIB réel. La forte corrélation entre le ratio de créances douteuses et la situation conjoncturelle est également illustrée, pour la Belgique, dans la troisième partie du présent article.

(3) Suivant l'exemple de la Centrale des crédits aux particuliers, la Centrale des crédits aux entreprises enregistre également les arriérés de paiement depuis avril 2012. Les séries n'existent toutefois pas depuis assez longtemps pour pouvoir être utilisées aux fins de notre analyse.

La section qui suit fournit de plus amples détails sur ces deux sources ainsi que sur les définitions utilisées, en particulier sur les critères retenus pour établir l'existence de créances douteuses et/ou d'arriérés de paiement.

## 2.1 Créances douteuses

La définition des créances douteuses varie selon que les banques procèdent à un reporting sur une base consolidée (qui englobe les filiales et succursales étrangères) ou sur une base non consolidée (qui ne tient pas compte des filiales étrangères, mais bien des succursales). Les données consolidées sont établies conformément aux normes IFRS (International Financial Reporting Standards), et les données non consolidées selon les règles comptables belges BE GAAP (Belgian Generally Accepted Accounting Principles).

Même si les données consolidées se prêtent mieux que les données non consolidées à des comparaisons internationales, des différences notables ont toutefois été constatées dans la manière dont les banques ont interprété les règles comptables pour l'enregistrement des créances douteuses. Par ailleurs, des cas de sous-reporting ont souvent été relevés, comme l'a également montré le CA mené par la BCE. Dès lors, depuis janvier 2015, une définition uniforme et plus étendue des créances douteuses est appliquée dans l'UE, conformément à la norme de l'ABE.

D'après la définition de l'ABE, une créance douteuse est un crédit :

- soit qui présente un retard de paiement (capital et/ou intérêts) de plus de 90 jours ;
- soit dont il est peu vraisemblable qu'il soit remboursé sans l'activation de la garantie.

Compte tenu des modifications méthodologiques apportées récemment, ces données présentent l'inconvénient non négligeable de ne pas proposer de longue série temporelle cohérente (en Belgique à partir de 2014T3), et, plus important encore pour cette analyse, elles englobent les activités des filiales et succursales étrangères et ne sont donc pas représentatives des risques de crédit sur le marché national.

Les données sur base sociale (c'est-à-dire non consolidée et abstraction faite des activités des filiales étrangères) sont mieux à même de refléter ces risques. Elles sont par

ailleurs disponibles sur une longue période (sur une base trimestrielle, à partir de 1993T2).

Les BE GAAP (schéma A) définissent une créance douteuse comme un crédit qui présente :

- soit un caractère non recouvrable ou douteux, c'est à dire « les risques à problème sur des contreparties dont l'incapacité d'honorer leurs engagements a été établie ou est quasi certaine, ainsi que les risques faisant l'objet d'un litige pour lequel il est certain ou quasi certain que son issue aboutira au non-recouvrement des créances contestées ou à l'impossibilité d'exercer les droits de recours contestés » ;
- soit une évolution incertaine, c'est à dire « les risques à problème sur des contreparties dont il a été établi ou est prévu qu'elles éprouvent ou éprouveront des difficultés à honorer leurs engagements mais dont l'incapacité n'a pas été établie, ni n'est quasi certaine, ainsi que les risques faisant l'objet d'un litige dont l'issue est incertaine ».

En sus des données agrégées, nous recourons également, aux fins du présent article, à des données non consolidées par établissement de crédit<sup>(1)</sup>, que nous avons cependant regroupées dans un souci de confidentialité et qui ne permettent donc pas d'identifier les établissements sur lesquels elles portent.

La définition des créances douteuses selon les BE GAAP est en principe moins large que celle de l'ABE ; ainsi, elle ne prévoit pas le critère des 90 jours. Un autre inconvénient des données obtenues selon les BE GAAP est qu'elles ne sont pas ventilées par type de débiteur ou de crédit, ce qui rend l'évaluation de la relation avec l'environnement macroéconomique moins précise que, par exemple, au niveau sectoriel ou à celui des emprunteurs individuels.

## 2.2 Centrale (négative) des crédits aux particuliers

Les données de la CCP fournissent en revanche bel et bien le niveau sectoriel souhaité des arriérés de paiement sur le marché national, mais uniquement pour les particuliers et seulement depuis 2006 (depuis 2007 sur une base mensuelle). Outre les arriérés de paiement en euros, la centrale enregistre également le nombre de contrats et le nombre de personnes en défaut de paiement.

Les banques et les autres dispensateurs de crédit sont tenus de déclarer les arriérés de paiement à la Centrale des crédits. À cette fin, la centrale a établi des critères par type de crédit, qui reposent principalement sur celui des

(1) À la mi-2014, 39 établissements de crédit de droit belge avaient procédé au reporting sur une base non consolidée de leur bilan.

90 jours. Dans le cas du crédit hypothécaire, tout défaut de paiement doit être notifié à la Centrale des crédits :

- lorsqu’une somme due n’a pas été payée ou l’a été incomplètement trois mois après la date de son échéance;
- lorsqu’une somme due n’a pas été payée ou l’a été incomplètement un mois après une mise en demeure par lettre recommandée.

De la même manière, les critères d’enregistrement des défauts de paiement portant sur les autres types de crédit, tels que les ventes et les prêts à tempérament et les ouvertures de crédit, comportent également un critère de 90 jours.

### 2.3 Probabilité de défaut

En s’appuyant sur ces sources de données, il est possible d’effectuer une approximation de la probabilité de défaut (*probability of default* – PD), qui joue un rôle essentiel dans l’estimation, par une banque, des pertes qu’elle encourt sur son portefeuille de crédits. Conformément à la terminologie prônée par Bâle II, la perte anticipée (*expected loss* – EL) est fonction de la probabilité de défaut, de l’estimation des pertes en cas de défaut (*loss given default* – LGD) et de l’exposition au moment du défaut (*exposure at default* – EAD) :

$$EL = PD * LGD * EAD$$

C’est surtout dans le cas de la PD qu’il est pertinent de déterminer dans quelle mesure cette variable est influencée par l’environnement macroéconomique. Ainsi, dans le cadre des tests de résistance (cf. par exemple Ferrari et al., 2011), on établit généralement un lien entre la probabilité de défaut et un scénario reflétant l’environnement macroéconomique, plus spécifiquement sur la base d’un modèle de risque de crédit. L’estimation des pertes en cas de défaut (LGD) est souvent supposée dépendre des usages comptables, alors que l’exposition au moment du défaut (EAD) est fréquemment considérée comme étant constante.

(1) Comme indiqué précédemment, la circonspection est toutefois de mise à l’égard de ces chiffres, dans la mesure où l’interprétation de ce qu’est une créance douteuse peut varier sensiblement non seulement d’un pays et d’une banque à l’autre, mais aussi d’une période à l’autre. Le constat selon lequel le risque de crédit était retombé à un étage juste avant la crise montre que les banques se sont peut-être montrées optimistes dans l’estimation de ce risque (par exemple pour la composante des « crédits présentant une évolution incertaine »), si bien que cette valeur ne reflétait très vraisemblablement pas le risque de crédit réel sur le marché. L’application d’un taux d’amortissement différent (faisant sortir une créance douteuse du bilan) peut également constituer une explication. Il n’y a toutefois pas d’informations disponibles sur les taux d’amortissement pour la Belgique.

(2) Notons que la définition de l’ABE porte non seulement sur les crédits, mais aussi sur les titres de créance tels que les obligations. Dans ce cas, l’ensemble des crédits et des titres de créance problématiques sont également qualifiés d’« expositions non performantes » (*non-performing exposures* – NPE).

(3) Cf. Piette et Zachary (2015) de la présente Revue économique.

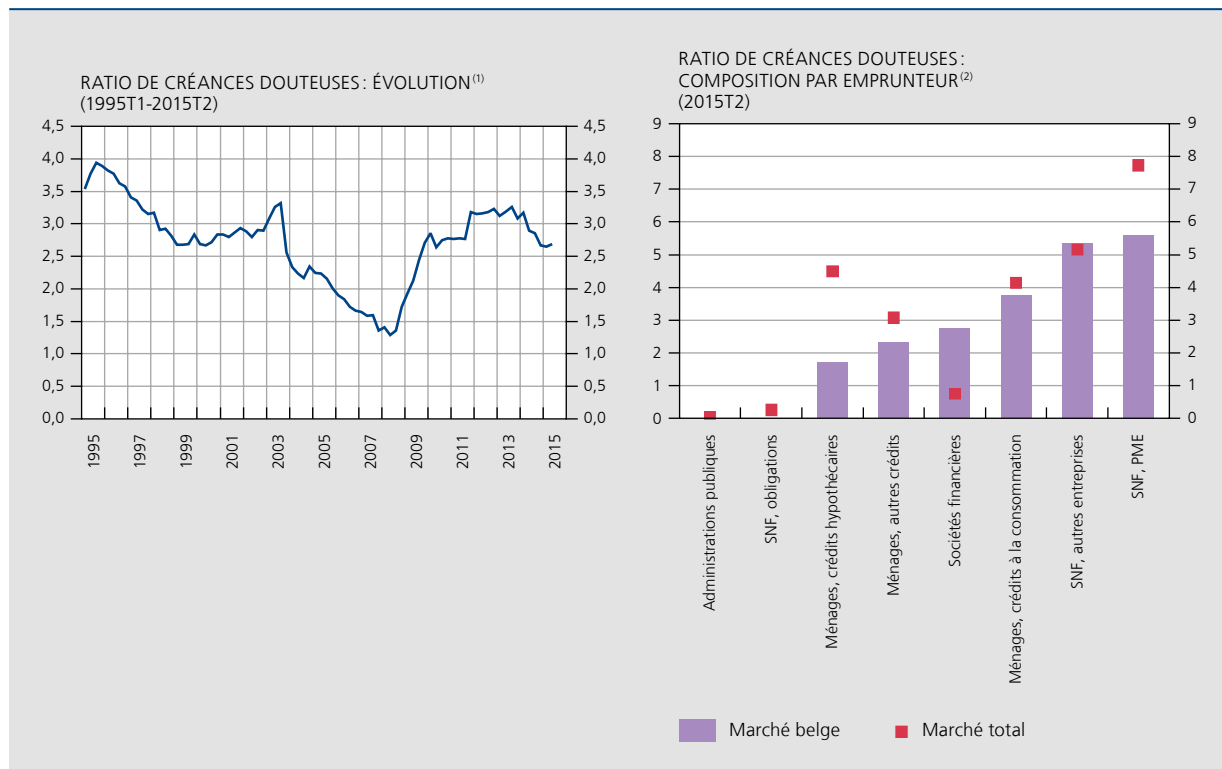
Notre mesure (simple) de la PD s’obtient, dans le cas des données comptables bancaires, en établissant le rapport entre les créances douteuses et l’encours total des crédits, ces deux variables étant exprimées en euros (ratio de créances douteuses). Dans le cas de la CCP, nous prenons le rapport entre le nombre de crédits en défaut de paiement et le nombre total de crédits. Dans la suite du présent article, lorsqu’il sera question du « risque de crédit » cela signifiera la PD ainsi obtenue.

Le ratio de créances douteuses (PD) calculé sur la base des données non consolidées montre l’évolution du risque de crédit sur le marché belge depuis le milieu des années 1990. Il en ressort que la qualité du crédit s’est redressée, notamment au cours de la période précédant l’UEM et pendant les années antérieures à l’éclatement de la crise financière. Le ratio de créances douteuses est progressivement retombé de son plafond de quelque 4 % en 1995 à un seuil historique de 1,3 % en juin 2008, ce qui peut en partie s’expliquer par l’environnement macroéconomique favorable caractérisé par une croissance économique relativement vive et par un repli des taux d’intérêt et du taux de chômage<sup>(1)</sup>. Cette tendance s’est aussi manifestée à l’échelon international; aux États-Unis et au Royaume-Uni également, le ratio de créances douteuses a diminué (BCE, 2005). La crise financière a cependant induit un revirement, le ratio des créances douteuses passant alors assez rapidement de 1,3 % au deuxième trimestre de 2008 à 3,3 % au troisième trimestre de 2013, ce qui n’en reste pas moins un meilleur niveau que celui qui avait pu être observé au milieu des années 1990. Depuis la fin de 2013, on a pu entrevoir une nouvelle amélioration, fût-elle légère, et, à la fin de juin 2015, le ratio de créances douteuses se chiffrait à 2,7 %.

La ventilation des données consolidées montre pour sa part que le ratio de créances douteuses dépend fortement du secteur institutionnel (ménages, sociétés non financières (SNF), etc.) et du marché (marché belge ou étranger) auxquels appartient le débiteur.

Sur le marché belge, le ratio de créances douteuses a varié au deuxième trimestre de 2015 de près de 0 % pour les emprunts publics et les obligations<sup>(2)</sup> émises par des sociétés non financières à 5,6 % pour les crédits octroyés aux PME. Le risque de crédit relativement important associé aux crédits accordés aux PME se retrouve également sur le marché étranger et n’a rien de surprenant au regard du profil de risque généralement plus élevé et de la plus grande sensibilité aux crises des PME les plus vulnérables<sup>(3)</sup>. Le risque de crédit semble par ailleurs plus marqué pour les crédits auxquels sont associées des garanties plus faibles. Ainsi, le crédit hypothécaire affiche un ratio de créances douteuses relativement bas de 1,7 %,

**GRAPHIQUE 3 RATIO DE CRÉANCES DOUTEUSES DANS LE SECTEUR BANCAIRE BELGE: ÉVOLUTION ET COMPOSITION PAR EMPRUNTEUR**  
(créances douteuses en pourcentage des crédits totaux)



Source : BNB.

(1) Données non consolidées.

(2) Données consolidées.

qui le place nettement en deçà de celui du crédit à la consommation (3,8 %).

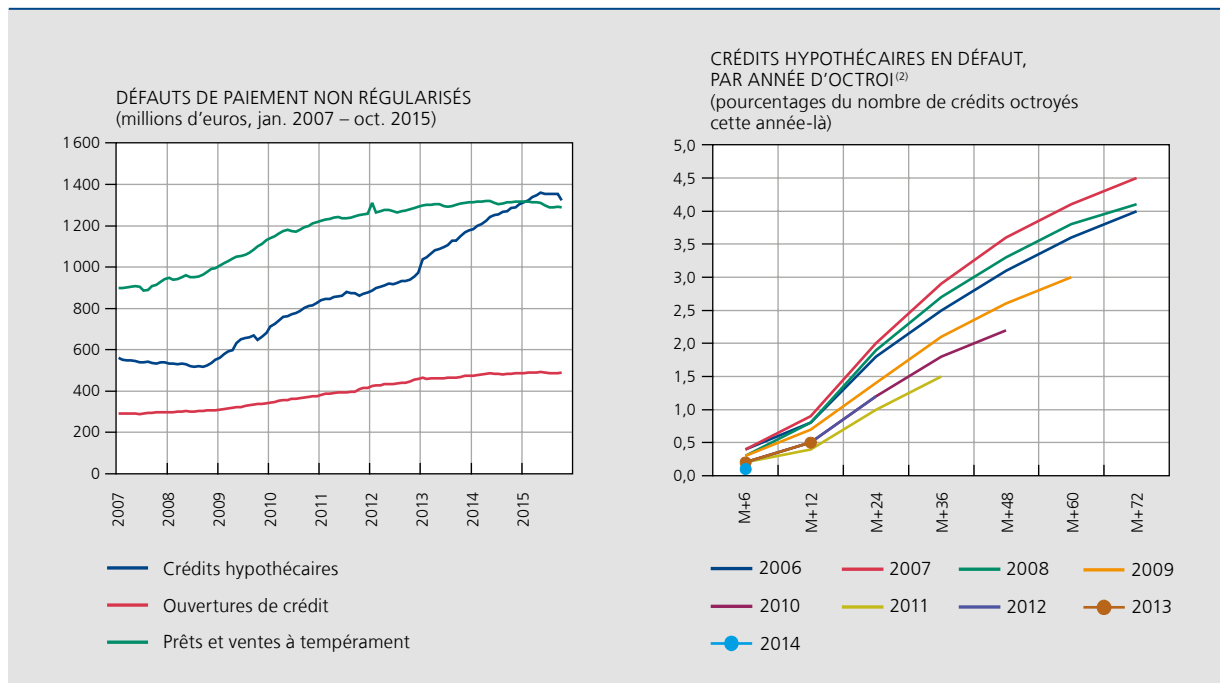
Au deuxième trimestre de 2015, le risque de crédit sur le marché étranger dépassait celui qui pouvait être observé en Belgique pour la quasi totalité des secteurs, à l'exclusion des sociétés financières. Une ventilation plus poussée montre que ce constat n'est pas à mettre tant au compte des établissements de crédit qu'à celui du secteur financier non bancaire (y compris les holdings non financiers et les entreprises relevant de ce qui est généralement désigné comme le système bancaire parallèle (*shadow banking*)). Le risque de crédit sur les crédits hypothécaires est celui pour lequel l'écart entre le marché intérieur et le marché étranger est le plus notable, ce qui reflète la situation macroéconomique disparate, singulièrement sur le marché du logement, en Europe. Les pays comme l'Irlande ou les Pays Bas, dont les marchés du logement ont enregistré une évolution néfaste, pèsent relativement lourd dans le portefeuille étranger des banques belges (cf. NBB, 2015).

Considérant les ménages séparément, les fluctuations du risque de crédit en Belgique peuvent être illustrées par

les données de la CCP, bien qu'uniquement à partir de 2006 (à compter de 2007 sur une base mensuelle). Une ventilation peut également être opérée par type de crédit (les crédits hypothécaires, d'une part, et les crédits à la consommation comme les prêts et ventes à tempérament et les ouvertures de crédit, d'autre part). Compte tenu des montants nominaux de l'encours total des arriérés de paiement, le crédit hypothécaire s'avère depuis peu être le type de crédit qui présente les arriérés les plus volumineux (1,32 milliard d'euros en octobre 2015) comparativement aux défauts de paiement sur les prêts et sur les ventes à tempérament (1,29 milliard d'euros) et à ceux qui portent sur des ouvertures de crédit (0,49 milliard d'euros).

Cela étant, non seulement les encours des arriérés de paiement traduisent l'élévation du risque de crédit ou de la probabilité de défaut, mais ils sont aussi déterminés – et ce dans une large mesure – par la croissance du nombre de crédits hypothécaires et par l'évolution du montant moyen octroyé par crédit.

La probabilité de défaut calculée sur la base des données de la CCP est illustrée par le graphique de droite. Celui-ci



Source : BNB (Centrale des crédits aux particuliers).

(1) Pour les crédits hypothécaires, un défaut de paiement est enregistré lorsqu'une somme due n'a pas été payée ou l'a été incomplètement (a) trois mois après la date de son échéance ou (b) un mois après une mise en demeure par lettre recommandée. Pour les ventes et prêts à tempérament, il y a défaut de paiement (a) lorsque trois termes n'ont pas été payés ou l'ont été incomplètement, (b) lorsqu'un terme échu n'a pas été remboursé ou l'a été incomplètement durant trois mois, ou (c) lorsque les montants de termes restant encore à échoir sont devenus immédiatement exigibles. Enfin, pour les ouvertures de crédit, le défaut de paiement est enregistré (a) lorsqu'un montant en capital et/ou le coût total arrive à échéance conformément aux conditions du contrat de crédit et qu'il n'a pas été remboursé ou l'a été incomplètement dans un délai de trois mois, (b) lorsque le capital est devenu entièrement exigible et que le montant dû n'a pas été remboursé ou l'a été incomplètement, ou (c) lorsque le montant total à rembourser ne l'a pas été dans le mois suivant l'expiration du délai de zéroage.

(2) Les crédits sont regroupés selon leur année d'octroi. Les courbes montrent, pour chaque année, le nombre de crédits en défaut, en pourcentage du nombre total original de crédits, après un certain nombre de mois suivant l'octroi des crédits. Les régularisations de crédit éventuelles ne sont pas prises en compte.

montre la fraction des contrats de crédit conclus durant une période déterminée qui accusent des arriérés de paiement dans un délai donné. La probabilité de défaut est cumulative et n'est pas corrigée, ce qui signifie qu'il n'a pas été tenu compte d'une éventuelle régularisation des crédits pour lesquels des arriérés de paiement avaient été enregistrés au cours d'une période précédente. Il ressort du graphique que le risque de crédit a atteint son maximum pour les crédits octroyés en 2007. Depuis lors, une légère amélioration de la qualité du crédit s'est profilée. Ainsi, la probabilité de défaut après douze mois pour les crédits hypothécaires consentis en 2007 s'élevait à 0,9%, contre 0,5% pour les crédits accordés en 2013<sup>(1)</sup>. Ce constat vaut pour toutes les échéances durant lesquelles le premier défaut de paiement a été constaté.

Les informations détaillées concernant la probabilité de défaut sur les crédits hypothécaires permet de coupler celle-ci avec précision aux déterminants

macroéconomiques et structurels, ce qui fera l'objet de la troisième partie.

### 3. Évaluation et déterminants des crédits (hypothécaires) défaillants en Belgique

Dans cette partie, nous essayons d'expliquer les PD calculées ci-avant en les couplant à la fois à des facteurs liés à l'environnement macroéconomique et à une série de variables structurelles du marché du crédit. Les facteurs structurels rassemblent les caractéristiques des crédits (par exemple les mesures du risque/instruments macro-prudentiels tels que les ratios LTV ou DSTI), de même que celles des banques (par exemple leur taille). Les variables macroéconomiques regroupent quant à elles les variables conjoncturelles comme le chômage, la croissance économique, les taux d'intérêt, etc. Nous examinons notamment si des ratios LTV et DSTI plus élevés et un environnement macroéconomique plus atone impliquent effectivement un risque de crédit plus important et, en d'autres termes,

(1) Il faut attendre la fin de 2015 pour disposer de chiffres définitifs sur le nombre de crédits octroyés en 2014 présentant des arriérés de paiement après douze mois.



si une politique macroprudentielle fondée sur ces variables peut s'avérer judicieuse.

Afin de mesurer la relation entre la PD et les facteurs structurels/macroéconomiques de manière aussi précise que possible, nous nous intéressons plus particulièrement au marché du crédit hypothécaire, pour lequel nous disposons à la fois des données de la PD (données de la CCP) et des données d'autres sources pour ce qui est des caractéristiques structurelles du marché du crédit, comme les enquêtes HFCS (Household Finance and Consumption Survey) et PHL (Prêts Hypothécaires – Hypothecaire leningen).

### 3.1 Déterminants structurels et macroéconomiques

Les données de l'enquête HFCS<sup>(1)</sup> permettent de cartographier des caractéristiques structurelles, comme le profil de risque de l'encours de l'endettement hypothécaire. Pour cela, nous calculons une série de mesures du risque au niveau des ménages<sup>(2)</sup>. Les ménages éprouvent des difficultés pour rembourser leur prêt hypothécaire lorsque le flux de leurs revenus est trop faible pour régler leurs échéances périodiques et lorsque leurs actifs financiers (liquides) ne suffisent pas pour financer ces dernières ou pour rembourser (une partie de) l'encours de leur dette, dans l'éventualité où leurs sources de revenus viendraient brutalement à se tarir. Si en outre la valeur du bien immobilier donné en garantie n'est pas significativement supérieure à celle du prêt, la banque encourt un risque de perte. C'est la raison pour laquelle nous calculons trois mesures du risque macroprudentiel pour évaluer le profil de risque de la charge de l'endettement hypothécaire des ménages, qui relie la dette hypothécaire respectivement aux revenus, aux actifs financiers et à la valeur immobilière.

– Le ratio DSTI divise le flux des remboursements mensuels du prêt hypothécaire par le flux des revenus mensuels bruts du ménage au moment de l'enquête. Ce ratio indique de quelle part de ses revenus un ménage a besoin pour pouvoir respecter ses échéances périodiques;

- Le ratio des actifs liquides sur la dette (*liquid-assets-to-debt* – LATD) divise la valeur des actifs liquides d'un ménage (dépôts, obligations, actions cotées et fonds) par l'encours de sa dette hypothécaire au moment de l'enquête. Ce ratio indique quelle part (en pourcentage) de l'encours de sa dette hypothécaire un ménage pourrait rembourser immédiatement grâce à ses actifs financiers, par exemple en cas de soudaine perte de revenus;
- Le ratio LTV divise l'encours de la dette hypothécaire d'un ménage par la valeur du bien immobilier (estimée par le ménage lui-même) au moment de l'enquête.

Lorsque les ratios d'endettement liés aux revenus ou aux actifs liquides dépassent certains seuils critiques, le risque que les ménages ne puissent pas acquitter leurs dettes est plus grand (cf. Du Caju et al., 2014). Pour évaluer le risque de crédit, nous nous concentrons sur les ménages ayant contracté une dette hypothécaire<sup>(3)</sup> dont le ratio d'endettement est excessif, et plus particulièrement sur la part de l'encours total de l'endettement hypothécaire qu'ils représentent. Un ratio d'endettement est qualifié d'excessif lorsque, respectivement, les ratios DSTI > 40 %, LATD < 10 % et LTV > 80 %.

Si nous examinons la capacité de rembourser une dette hypothécaire à l'aide des flux de revenus actuels (DSTI), il apparaît que 18,2 % (12,7 %) de l'endettement hypothécaire sont représentés en Belgique par des ménages qui, au moment de l'enquête, consacraient plus de 40 % (50 %) de leurs revenus à régler leurs dettes, contre 14,9 % (10 %) dans la zone euro. Le segment à risque selon des ratios d'endettement liés aux revenus s'avère donc plus vaste en Belgique que dans la zone euro. Ce résultat confirme que la capacité de remboursement des ménages belges est sensible à la perte de revenus, notamment pour cause de chômage, comme l'ont expliqué Du Caju et al. (2014).

Il se fait toutefois que la part de l'endettement hypothécaire à risque, selon des ratios d'endettement liés à des actifs (ratio LATD faible et ratio LTV élevé), est plus faible en Belgique que dans la zone euro. En ce qui concerne la couverture de l'endettement hypothécaire par des actifs financiers liquides, il appert en effet que, en Belgique, au moment de l'enquête, 46 % (35,1 %) de l'endettement hypothécaire étaient couverts à hauteur de moins de 10 % (5 %) par des actifs liquides des ménages, contre 57 % (41,4 %) dans la zone euro. En outre, en Belgique, 20,2 % (10 %) de l'encours de l'endettement hypothécaire consistaient en des prêts assortis d'un ratio LTV supérieur à 80 % (90 %) au moment de l'enquête, contre 26,5 % (18,2 %) dans la zone euro. Par analogie, il apparaît également que les segments moins risqués

(1) L'enquête HFCS (Household Finance and Consumption Survey) est une enquête organisée par le SEBC qui s'intéresse au comportement financier des ménages de la zone euro (cf. Du Caju (2013) pour un commentaire détaillé). Pour la première vague de l'enquête, les entretiens ont été menés en 2010 dans la plupart des pays – y compris en Belgique. Au total, plus de 62 000 ménages de la zone euro ont été interrogés, dont 2 364 en Belgique. Les caractéristiques structurelles de la ventilation des actifs et des dettes restent relativement stables au fil du temps, de sorte qu'une analyse fondée sur les données de 2010 reste pertinente. L'enquête a également été menée en Allemagne, en Grèce, en Espagne, en France, en Italie, à Chypre, au Luxembourg, à Malte, aux Pays-Bas, en Autriche, au Portugal, en Slovaquie, en République tchèque et en Finlande. Lorsque nous parlons de la zone euro dans son ensemble, ce sont ces quinze pays que nous visons.

(2) Dans le cadre de cette enquête, toutes les mesures du risque sont évaluées au moment de l'entretien, et donc pas lorsqu'un prêt est contracté ou une transaction immobilière effectuée.

(3) À titre d'information, selon les données de l'enquête HFCS de 2010, 69,7 % des ménages belges possèdent leur propre logement, contre 60,1 % dans la zone euro, tandis que 30,5 % des ménages belges ont un crédit hypothécaire en cours, contre 23,1 % dans la zone euro.



**TABLEAU 1** PART DANS L'ENCOURS TOTAL DE L'ENDETTEMENT HYPOTHÉCAIRE (2010)(selon les ratios DSTI<sup>(1)</sup>, LATD<sup>(2)</sup> et LTV<sup>(3)</sup>)

Segments à risque	Belgique	Zone euro	Segments moins risqués	Belgique	Zone euro
DSTI > 40 %	18,2	14,9	DSTI < 30 %	75,1	76,1
DSTI > 50 %	12,7	10,0	DSTI < 20 %	51,1	55,1
LATD < 10 %	46,0	57,0	LATD > 25 %	34,2	24,3
LATD < 5 %	35,1	41,4	LATD > 50 %	21,4	13,3
LTV > 80 %	20,2	26,5	LTV < 70 %	71,6	66,0
LTV > 90 %	10,0	18,2	LTV < 60 %	63,2	55,8

Source : BNB (HFCS 2010).

(1) Le flux d'échéances hypothécaires mensuelles du ménage divisé par le flux de ses revenus mensuels bruts au moment de l'enquête.

(2) La valeur des actifs liquides du ménage (la somme des dépôts, obligations, actions cotées et fonds) divisée par l'encours de sa dette hypothécaire au moment de l'enquête.

(3) L'encours de la dette hypothécaire du ménage divisé par la valeur du bien immobilier (estimée par le ménage lui-même) au moment de l'enquête.

(ratio LATD élevé et ratio LTV faible) de l'endettement calculé selon ces ratios sont plus vastes en Belgique que dans la zone euro.

Si nous examinons plus en détail la couverture de l'encours de l'endettement hypothécaire des ménages par leurs actifs financiers liquides (LATD) et par la valeur de leur bien immobilier (LTV), il appert que celle-ci est limitée pour une large part de l'endettement. Ainsi, selon les données de l'enquête HFCS de 2010, 35,1 % de l'endettement hypothécaire belge étaient couverts à hauteur de moins de 5 % par des actifs liquides, dont 9,9 points de pourcentage se caractérisaient en outre par un ratio LTV supérieur à 80 %. Dans la zone euro, 41,4 % de l'endettement hypothécaire étaient couverts à hauteur de moins de 5 % par des actifs liquides, dont 15,5 points de pourcentage affichaient un ratio LTV supérieur à 80 %. À l'autre extrémité de l'éventail, il apparaît que, en Belgique, 14,9 % de l'encours total de l'endettement hypothécaire sont le fait de ménages possédant suffisamment d'actifs liquides pour rembourser immédiatement leur dette (LATD > 100 %). Ils détiennent toutefois ces actifs en vue de financer d'autres dépenses (inattendues) ou en raison du rendement de ceux-ci, lequel peut dépasser les coûts du prêt, notamment en raison du traitement fiscal réservé aux règlements de dettes. Dans la zone euro, 8,9 % à peine de l'encours

total de l'endettement hypothécaire sont ainsi entièrement couverts par des actifs liquides.

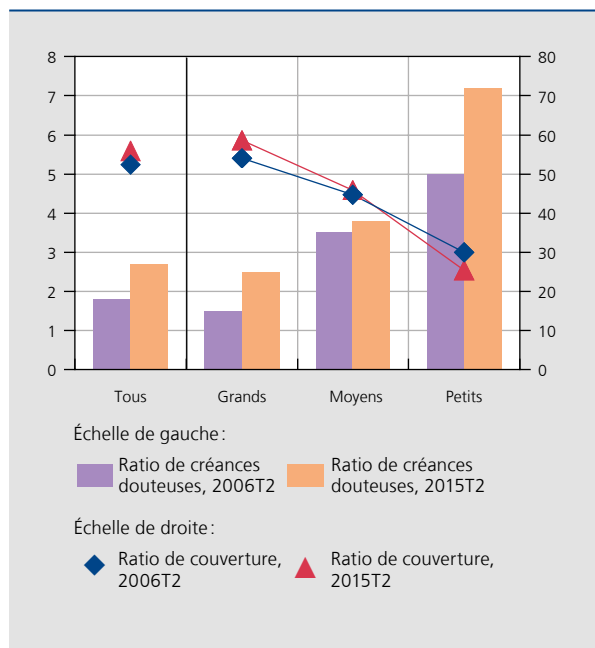
En résumé, les résultats tirés de l'enquête HFCS montrent l'importance des aspects de distribution pour estimer le risque de crédit. Ils révèlent qu'une large part des ménages ayant une dette hypothécaire consacrent une grande partie de leurs revenus à rembourser leurs dettes et qu'ils ne disposent guère de réserves financières pour compenser une perte de revenus. Ces ménages représentent une proportion substantielle de l'endettement hypothécaire total et sont sensibles aux chocs de chômage. Ces résultats valent tant pour la Belgique que pour la zone euro, si ce n'est que, en Belgique, une plus large proportion de l'encours de l'endettement hypothécaire est entièrement couverte par des actifs financiers liquides et que la part de l'encours de l'endettement qui est à peine couverte est plus faible en Belgique que dans la zone euro.

Les caractéristiques des banques (modèles économiques), comme leur taille ou les secteurs et les marchés qu'elles ciblent, peuvent elles aussi fournir des indications quant au risque de crédit. Une analyse du ratio des créances douteuses par établissement de crédit individuel (en se fondant sur des données non consolidées) révèle que, en moyenne, le ratio des créances douteuses affiche une relation inverse par rapport à la taille de la banque. Sur la base de données agrégées pour les banques classées en différents groupes (grandes/moyennes/petites)<sup>(1)</sup>, le ratio de créances douteuses durant le deuxième trimestre de 2015 est allé de 2,5 % pour les grandes banques à 3,8 % pour celles de taille moyenne et à 7,2 % pour les petites. C'est,

(1) Les banques ont été réparties sur la base d'une classification par groupes d'établissements pairs (*peer group*) qui prend en compte quelques critères quantitatifs, comme le total bilanciel. Compte tenu de la forte variabilité du ratio des créances douteuses entre les banques, le ratio de créances douteuses d'une banque individuelle peut largement s'écarter de celui qui a été calculé pour le groupe sur la base des chiffres agrégés. L'écart type du ratio des créances douteuses entre les banques individuelles est d'ailleurs plus important pour les petites banques que pour celles de taille moyenne ou les grandes.

**GRAPHIQUE 5** TAILLE DE L'ÉTABLISSEMENT DE CRÉDIT ET QUALITÉ DES ACTIFS<sup>(1)</sup>

(pourcentages)



Source : BNB.

(1) Ratio de créances douteuses pour le portefeuille de crédits total. Données sur base sociale.

globalement, pour les petites banques que le risque de crédit a le plus augmenté depuis 2006.

Il est possible que le ratio de créances douteuses relativement élevé enregistré pour les petites banques (ou pour un certain nombre d'entre elles) soit le signe que celles-ci opèrent dans des niches où le risque de crédit est plus sensible (plus de crédits axés sur les entreprises ou sur les crédits à la consommation que de crédits hypothécaires, par exemple, ou plus grand nombre de crédits hypothécaires risqués). Outre que leur risque de crédit est plus élevé, ces banques couvrent par ailleurs en moyenne moins bien leurs risques en constituant des provisions. Cela ressort du « ratio de couverture » (*coverage ratio*), qui exprime les provisions en pourcentage des ratios NPL. Pour les petites banques, celui-ci ne s'établit qu'à 25 %, alors qu'il atteint respectivement 46 et 59 % pour les banques de taille moyenne et les grandes. La couverture des petites banques a même encore légèrement diminué depuis 2006. La couverture plus faible est peut-être liée

(1) Les données relatives aux ratios DSTI et LTV sont ici issues de l'enquête PHL et sont mesurées au moment où le crédit est accordé. C'est l'une des raisons pour lesquelles ces données peuvent différer de celles de l'enquête HFCS, qui mesure ces valeurs pour le marché belge à un moment donné (2010), qui ne correspond donc pas forcément au moment où le crédit a été octroyé.

(2) Il convient de remarquer que le ratio LTV peut, au travers de la LGD (lorsque la garantie est activée), être un élément déterminant de la perte de crédit finale subie.

à une position en capital moins robuste, ce qui fait que ces banques sont moins facilement tentées de subir des pertes sur leurs crédits. Certains auteurs (Salas et Saurina, 2002) mettent en exergue l'importance de la situation en matière de capital, tant pour ce qui est de la taille des ratios de créances douteuses qu'en ce qui concerne leur couverture, et évoquent un éventuel « pari pour la résurrection » (*gambling for resurrection*), dans le cadre duquel des banques vont encore accroître le risque de crédit qui pèse sur leur portefeuille en cas de hausse de leurs ratios de créances douteuses (Keeton et Morris, 1987).

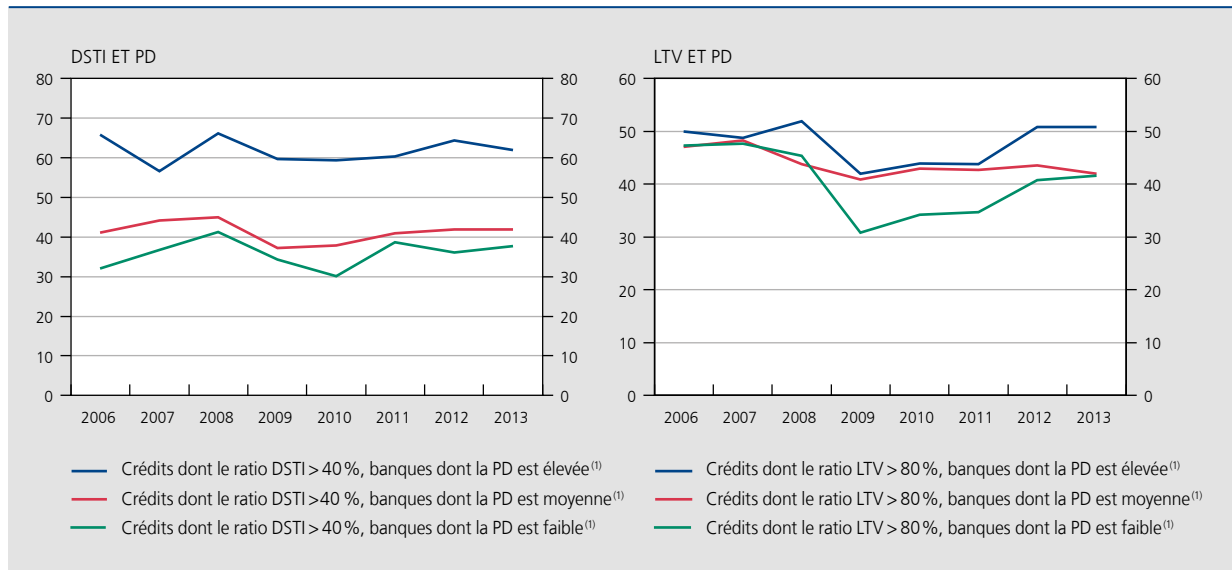
Il convient de remarquer que les petites banques ne détiennent qu'une part de marché négligeable. À la fin de juin 2015, les grandes banques s'arrogeaient environ 80 % du marché du crédit, contre à peine 1 % pour les petites. Bien que les risques pesant sur la qualité générale du crédit sur le marché belge soient limités, une évaluation de la qualité des actifs pourrait être indiquée tant pour les petites banques que pour les grandes.

D'un point de vue macroprudentiel, il est intéressant d'examiner dans quelle mesure la différence au niveau du ratio de créances douteuses ou de la PD est imputable aux caractéristiques du portefeuille de crédits (par exemple ratio DSTI, ratio LTV).

Sur la base des données de la CCP (PD) et de l'enquête PHL (ratio DSTI, ratio LTV)<sup>(1)</sup>, nous regroupons dès lors les banques en différents percentiles en fonction de leur PD sur le crédit hypothécaire (le premier percentile affiche la PD la plus faible, le dernier percentile la plus haute). Nous illustrons ensuite pour ces percentiles (p25, p50, p75) le pourcentage de crédits assortis de ratios DSTI et LTV élevés (respectivement > 40 % et > 80 %) au cours de la période 2006-2013. S'agissant du ratio DSTI, nous trouvons la relation attendue, à savoir que les banques dont la PD du portefeuille de crédits hypothécaires est faible (élevée) détiennent un pourcentage relativement bas (haut) de crédits assortis d'un ratio DSTI élevé. Le lien entre la PD et le ratio LTV est moins manifeste.

Il ne faut pas sous-estimer l'importance de ces liens. La relation positive entre le ratio DSTI et la PD montre qu'il est possible de réduire le risque de crédit (PD), et donc de favoriser la stabilité financière et la résilience des banques, en contraignant le ratio DSTI. Le rapport entre le ratio LTV et la PD est moins évident et indique que le ratio DSTI est très probablement un instrument macroprudentiel plus efficace que le ratio LTV pour limiter les pertes de crédit par une baisse de la PD<sup>(2)</sup>. Les divergences dans les méthodes d'évaluation du bien immobilier et le fait que le ratio DSTI constitue une mesure directe de la charge d'endettement, ce qui est beaucoup moins le cas du ratio

**GRAPHIQUE 6 LIEN ENTRE LE RATIO DSTI, LE RATIO LTV ET LA QUALITÉ DES ACTIFS**  
(pourcentages)



Source : BNB.

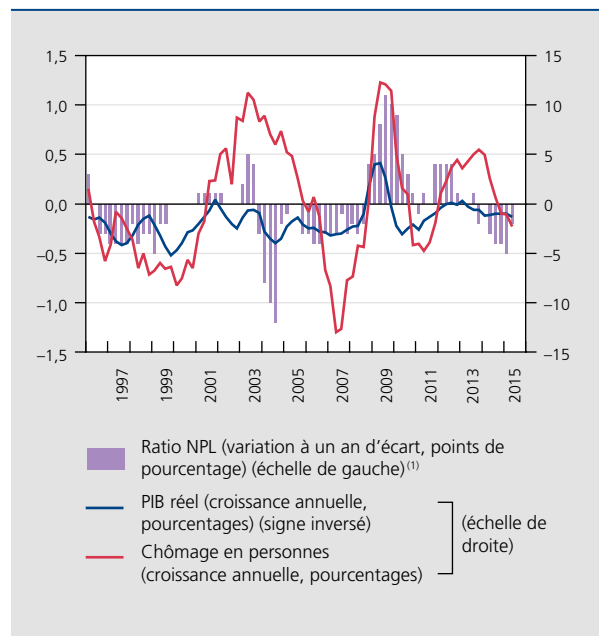
(1) Sur leur portefeuille de crédits hypothécaires (données de la CCP). Une PD faible/moyenne/élevée correspond respectivement aux percentiles 25/50/75. À l'exclusion des banques pour lesquelles les données relatives aux ratios DSTI/LTV font défaut pour une ou plusieurs années dans l'enquête PHL.

LTV (pas d'information sur les revenus), pourraient expliquer ces constats.

Outre les variables structurelles (caractéristiques des crédits, caractéristiques des banques), le ratio de créances douteuses (PD) est bien entendu indissociable de l'environnement macroéconomique, comme cela a d'ailleurs déjà été signalé dans la première partie. En Belgique, l'évolution du ratio de créances douteuses est étroitement corrélée à des indicateurs macroéconomiques tels que la croissance réelle du PIB (0,57) et le chômage (0,38). Le ratio NPL a un comportement anticyclique : il diminue en cas d'amélioration conjoncturelle, alors qu'il augmente en cas de détérioration (cf. aussi Marcucci et Quagliariello, 2008).

Même si les données agrégées du ratio des créances douteuses ne permettent pas de mesurer précisément la relation avec l'environnement macroéconomique (il est par exemple admis que la sensibilité à l'environnement macroéconomique est différente selon qu'on considère les ratios de créances douteuses des ménages ou ceux des entreprises), ces données présentent néanmoins l'avantage – comme on l'a déjà dit – d'être disponibles sur une longue période, et donc de couvrir plusieurs cycles. Dans la suite de l'article, nous mesurerons la contribution des variables macroéconomiques et des variables structurelles, si ce n'est que, s'agissant de la PD

**GRAPHIQUE 7 COMPORTEMENT ANTICYCLIQUE DU RATIO NPL**  
(pourcentages)



Source : BNB.

(1) Données sur base sociale.

des crédits hypothécaires, celles-ci ne sont disponibles qu'à partir de 2006, de sorte que la relation avec l'environnement macroéconomique est presque entièrement déterminée par le dernier cycle.

### 3.2 Analyse économétrique de la probabilité de défaut des crédits hypothécaires

Afin de nous faire une idée générale des déterminants du risque de crédit réalisé (ex post), nous examinons dans la présente section l'importance, d'un point de vue économétrique, des variables macroéconomiques ainsi que de celles liées aux facteurs structurels (à savoir les caractéristiques du crédit telles que les ratios DSTI et LTV et les caractéristiques de la banque telles que sa taille). Pour ce faire, nous nous concentrons sur le marché du crédit hypothécaire, pour lequel nous disposons à la fois de données concernant la PD et d'informations relatives aux facteurs structurels.

Pour rappel, la proportion de contrats de crédit hypothécaire en défaut a atteint son maximum en 2007. Parmi les 263 250 crédits accordés cette année-là, 0,76 % ont été enregistrés comme étant en défaut de paiement dans un délai de neuf mois. Durant les années qui ont suivi, la qualité de crédit s'est améliorée, ce qui s'est traduit par un taux de défaut plus bas.

Par ailleurs, nous remarquons que le taux de défaut des crédits hypothécaires aux particuliers diffère également

d'une banque à l'autre et que cette variabilité est même plus grande que celle qui s'observe d'une année à l'autre. En effet, si la moyenne des taux de défaut était de 0,46 % en 2013, un quart des banques ont affiché cette année-là des taux de défaut relativement élevés (supérieurs à 0,33 %), tandis que les taux de défaut d'un autre quart des banques ont été relativement faibles (inférieurs à 0,04 %).

Enfin, notons que ce constat d'une importante variabilité des taux de défaut entre banques combinée à une moindre variabilité d'une année à l'autre reste valable pour les contrats dont le défaut de paiement a été enregistré dans un délai de plus de neuf mois.

Ces variations des taux de défaut sont-elles induites par des changements dans les conditions macroéconomiques ou s'agit-il plutôt de l'effet d'une modification du profil de risque des portefeuilles de crédits hypothécaires des banques? Nous tentons de répondre à ces questions à l'aide d'un modèle économétrique qui explique les différents taux de défaut mensuels<sup>(1)</sup> entre les banques et la variation de ces taux à travers le temps par deux types de déterminants, à savoir ceux relatifs à l'environnement macroéconomique, d'une part, et ceux qui concernent les caractéristiques structurelles/macprudentielles, d'autre part.

(1) Le taux de défaut du modèle économétrique est le taux de défaut sur un mois défini comme la proportion de contrats en défaut après X mois parmi les contrats n'ayant pas fait défaut jusqu'à (X-1) mois.

**TABLEAU 2** TAUX DE DÉFAUT DES CRÉDITS HYPOTHÉCAIRES AUX PARTICULIERS

Nouveaux contrats		... pour lesquels un premier défaut de paiement est enregistré ...		
Année	Nombre de nouveaux contrats de crédit hypothécaire aux particuliers	... dans les neuf mois		
		Proportion	1 <sup>er</sup> quartile	3 <sup>e</sup> quartile
(pourcentages)				
2006	317 438	0,54	0,08	0,70
2007	263 250	0,76	0,18	0,59
2008	258 902	0,67	0,14	0,71
2009	290 421	0,49	0,14	0,48
2010	350 397	0,38	0,09	0,39
2011	402 271	0,28	0,04	0,34
2012	321 261	0,46	0,05	0,63
2013	294 785	0,46	0,04	0,33

Source : BNB (Centrale des crédits aux particuliers).

Plus précisément, nous utilisons le modèle Tobit<sup>(1)</sup> suivant :

$$PD_{kt}^i = c + \alpha_i + \gamma_k + \sum_{j=1}^{J_{Macro}} \beta_j * X_{kt}^i(j) + \sum_{j=1}^{J_{Prud}} \beta_j * X_k^i(j)$$

où  $PD_{kt}^i$  représente le taux de défaut sur un mois relatif à tous les contrats accordés par la banque  $i$  pendant l'année  $k$  et qui ont fait défaut  $t$  mois plus tard,  $X_{kt}^i(j)$  représente la  $j^{\text{ième}}$  variable macroéconomique ( $j = 1, \dots, J_{Macro}$ ),  $X_k^i(j)$  représente la  $j^{\text{ième}}$  variable macroprudentielle ( $j = 1, \dots, J_{Prud}$ ),  $\alpha_i$  représente un effet fixe associé à l'âge du crédit au moment du défaut et  $\gamma_k$  représente un effet fixe associé à l'année où le crédit a été octroyé. Les coefficients  $\beta_j$  mesurent la sensibilité du taux de défaut à une variation de 1 point de pourcentage d'une variable explicative en faisant l'hypothèse que les autres variables restent inchangées au niveau de leur moyenne.

Plus spécifiquement, l'analyse prend en considération les conditions macroéconomiques suivantes (observées au moment où le crédit a fait défaut)<sup>(2)</sup> :

- le taux d'intérêt directeur principal: une hausse du taux d'intérêt directeur principal se répercute sur les taux hypothécaires des crédits à taux variable. Les emprunteurs dont le taux du crédit est variable voient la charge de leur dette s'alourdir, ce qui augmente la probabilité d'un défaut de paiement. Le signe attendu de la relation entre le taux d'intérêt directeur et les taux de défaut est donc positif ;
- le taux de chômage: un rebond du taux de chômage accroît la probabilité que l'emprunteur se retrouve sans emploi et éprouve des difficultés pour rembourser son prêt. Le signe attendu de la relation entre le chômage et les taux de défaut est également positif ;
- le prix de l'immobilier résidentiel: une hausse du prix de l'immobilier résidentiel augmente la probabilité que l'emprunteur puisse refinancer son prêt à de meilleures conditions et diminue donc la probabilité de défaut. Le signe attendu de la relation entre les prix de l'immobilier et les taux de défaut est donc négatif.

Les variables macroprudentielles que nous considérons mesurent certaines caractéristiques du portefeuille de crédits hypothécaires des banques au moment où le crédit a été accordé. Les données se réfèrent aux années 2006 à

2013 et sont tirées de l'enquête PHL, qui couvre 15 banques au cours de cette période.

Plus particulièrement, nous construisons les variables suivantes comme les déterminants macroprudentiels des taux de défaut :

- la part du portefeuille de crédits hypothécaires dont le ratio DSTI est supérieur à 40 % ;
- la part du portefeuille de crédits hypothécaires dont le ratio LTV dépasse 80 %<sup>(3)</sup> ;
- la part du portefeuille de crédits hypothécaires dont la maturité est supérieure à 20 ans ;
- la part du portefeuille de crédits hypothécaires dont le taux d'intérêt est variable.

Ces variables font partie de celles qui sont fréquemment prises en considération dans le cadre de la politique macroprudentielle relative au secteur de l'immobilier. L'hypothèse est qu'elles captent, par banque, le profil de risque du portefeuille de crédits hypothécaires au moment où les crédits ont été accordés et qu'un profil plus risqué impliquerait des taux de défaut plus élevés.

Outre ces variables, le modèle inclut trois autres variables bancaires :

- la part de marché sur le marché du crédit hypothécaire : a priori, le signe attendu de la relation entre la part de marché et les taux de défaut peut être positif ou négatif. Un signe négatif indiquerait qu'une banque détenant une faible part sur le marché du crédit hypothécaire a tendance à afficher des taux de défaut plus élevés, potentiellement parce qu'elle se concentre sur une niche plus risquée du marché immobilier ;
- la croissance du portefeuille de crédits hypothécaires par rapport à la croissance moyenne de ce portefeuille pour le secteur bancaire: l'effet sur le taux de défaut est positif si l'augmentation de la part de marché d'une banque en particulier donne lieu à une hausse de la proportion de crédits octroyés à des emprunteurs plus risqués ;
- le taux d'intérêt moyen sur le portefeuille de crédits hypothécaires: ce taux est une moyenne pondérée des taux d'intérêt correspondant à différents contrats de crédit hypothécaire<sup>(4)</sup>. Les pondérations, à savoir les parts dans le portefeuille de crédits, sont spécifiques à chaque banque. Le taux d'intérêt moyen construit de cette façon dépend à la fois de la structure du portefeuille de chaque banque et de celle des taux d'intérêt selon leur échéance. L'effet sur les taux de défaut sera positif si cette variable reflète une prime de risque.

(1) Le modèle Tobit décrit une relation entre une variable dépendante – dite « censurée » parce que contrainte d'une manière ou d'une autre (ici le taux de défaut sur un mois ne peut prendre que des valeurs comprises dans l'intervalle de 0 à 100 %) – et des variables indépendantes (les différentes variables macroéconomiques et structurelles)

(2) D'autres variables mesurant les conditions macroéconomiques, notamment le PIB au moment du défaut, ont été prises en considération. Pour des raisons techniques (multi-colinéarité entre les variables), le nombre de variables que nous pouvons introduire simultanément dans le modèle Tobit est limité.

(3) Nous avons estimé des modèles en incluant des variables macroprudentielles construites à partir d'autres seuils, par exemple LTV > 90 % ou DSTI > 50 %. Les résultats restent valables.

(4) Les données sur les taux d'intérêt sont reprises de l'enquête MIR. Il s'agit de moyennes pondérées des taux d'intérêt appliqués par les établissements de crédit belges à leurs nouveaux contrats de prêt hypothécaire : contrats assortis d'une fixation initiale du taux (1) inférieure à un an, (2) supérieure à un an et inférieure à cinq ans, (3) supérieure à cinq ans et inférieure à dix ans, (4) supérieure à dix ans.

**TABLEAU 3** DÉTERMINANTS MACROÉCONOMIQUES ET BANCAIRES DU TAUX DE DÉFAUT DES CRÉDITS HYPOTHÉCAIRES AUX PARTICULIERS <sup>(1)</sup>

	Coefficient (écart-type (β <sub>j</sub> ))	Écart-type des déterminants (pourcentages)	Impact sur le taux de défaut (points de pourcentage)
<b>Déterminants macroéconomiques au moment où le crédit a fait défaut:</b>			
Taux d'intérêt directeur principal .....	0,006943 *** (0,002317)	0,9	0,006
Croissance du prix de l'immobilier résidentiel .....	-0,003176 ** (0,001477)	3,0	-0,010
Taux de chômage .....	0,002994 (0,003068)	0,5	0,002
<b>Déterminants bancaires l'année où le crédit a été accordé:</b>			
Taux d'intérêt moyen .....	0,075311 *** (0,009698)	0,5	0,041
Part du portefeuille dont la maturité > 20 ans .....	0,003037 *** (0,000247)	10,4	0,032
Part du portefeuille dont le ratio DSTI > 40 % .....	0,000453 *** (0,000103)	19,2	0,025
Part de marché (sur le marché du crédit hypothécaire) .....	-0,001458 *** (0,000188)	7,8	-0,011
Part du portefeuille dont le ratio LTV > 80 % .....	0,000381 *** (0,000153)	9,3	0,009
Part du portefeuille dont le taux d'intérêt est variable .....	0,000770 *** (0,000067)	32,1	0,004
Croissance des crédits hypothécaires par rapport à la moyenne du secteur bancaire .....	0,000074 * (0,000043)	32,3	0,002
<b>Variable dépendante:</b>			
Taux de défaut sur un mois (moyenne, pourcentages) .....	0,0628		
<b>Log-vraisemblance</b> .....	11 364		
<b>Nombre d'observations</b> .....	2 100		

Source : BNB.

(1) Les paramètres du modèle Tobit ont été estimés par maximum de vraisemblance sur un échantillon couvrant la période 2006-2013 pour 15 banques et 72 mois (âge au moment du défaut). (\*\*\*) , (\*\*) et (\*) indiquent la significativité des coefficients au seuil de, respectivement, 1, 5 et 10 %. La dernière colonne représente le produit entre les coefficients (β<sub>j</sub>) et les écarts-types des déterminants correspondants.

L'estimation de ce modèle économétrique, dont les résultats sont présentés au tableau 3, permet de tirer trois types d'enseignement.

Le premier est que la variation des taux de défaut s'explique tant par les conditions macroéconomiques lors du défaut que par les caractéristiques du portefeuille de crédits hypothécaires des banques au moment où le crédit a été accordé.

Afin d'évaluer l'importance économique de ces diverses variables, la dernière colonne du tableau reprend le coefficient estimé multiplié par une variation standard (de la taille d'un écart type) de la variable. Il apparaît que, parmi les facteurs macroéconomiques, les plus importants sont le taux d'intérêt directeur principal et le prix de l'immobilier. Une baisse du taux de croissance annuel du prix de l'immobilier résidentiel

d'un écart type, égale à 3 %, a le plus grand impact relatif, puisqu'elle fait grimper le taux de défaut prédit par le modèle de 0,01 point de pourcentage. Une hausse du taux d'intérêt directeur principal d'un écart type, égale à 0,9 %, augmente le taux de défaut sur un mois de 0,006 point de pourcentage.

Parmi les déterminants bancaires, le taux d'intérêt moyen s'avère être la variable qui contribue le plus à expliquer les taux de défaut. Si on considère deux banques ayant par ailleurs le même profil de risque, celle dont une plus grande proportion du portefeuille est assortie de taux élevés risque d'afficher un taux de défaut supérieur.

Deux autres caractéristiques bancaires qui exercent un impact relatif sensible sur les taux de défaut sont la part

du portefeuille de crédits hypothécaires dont la maturité est supérieure à 20 ans et celle dont le ratio DSTI est supérieur à 40 %. Notons que l'élasticité du taux de défaut par rapport à la part du portefeuille de crédits hypothécaires dont le ratio LTV est supérieur à 80 % est inférieure à celle relative à la part du portefeuille dont le ratio DSTI est supérieur à 40 %, ce qui confirme les relations présentées dans le graphique 6 de la section 3.1.

Également en concordance avec les résultats de la section 3.1, l'effet de la part de marché de la banque sur le taux de défaut est négatif. Cela signifie que, plus la banque est petite sur le marché du crédit hypothécaire, plus elle affiche des taux de défaut élevés. Par ailleurs, même si les coefficients associés aux deux caractéristiques restantes (la part du portefeuille dont le taux d'intérêt est variable et la croissance du portefeuille de crédits hypothécaires par rapport à la moyenne du secteur bancaire) sont significatifs, leur importance est moindre.

Le deuxième enseignement qu'on peut tirer de cet exercice concerne les différences entre les taux de défaut des banques. Deux facteurs sont à prendre en compte afin d'épingler les caractéristiques des portefeuilles des banques qui contribuent le mieux à expliquer les différences entre les taux de défaut des banques : la sensibilité des taux de défaut aux variables considérées, exposée dans le tableau précédent, et l'hétérogénéité de ces variables observée entre les banques, présentée dans le tableau inclus dans le graphique 8. L'hétérogénéité des variables entre les banques peut être mesurée par l'écart entre le troisième quartile (repris dans la ligne « p75 ») et le premier quartile (« p25 ») de leur distribution.

À première vue, le taux d'intérêt moyen apparaît comme la variable qui aide le mieux à expliquer la variabilité des taux de défaut entre les banques. Cela est dû essentiellement à la sensibilité des taux de défaut à cette variable puisque le taux d'intérêt moyen ne varie guère d'une banque à l'autre : la différence entre le troisième et le premier quartiles de taux d'intérêt moyen est de 0,8 point de pourcentage.

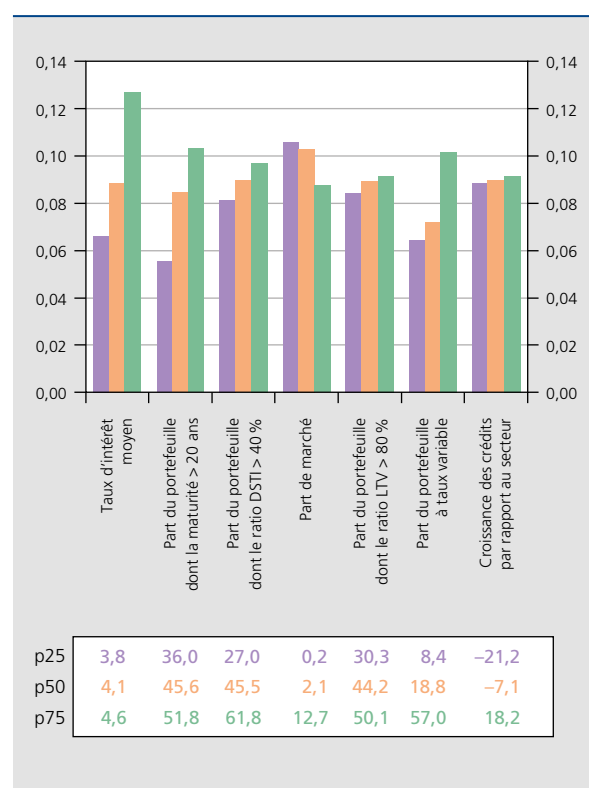
La part du portefeuille de crédits dont la maturité est supérieure à 20 ans et celle du portefeuille de crédits à taux variable sont deux caractéristiques prudentielles à l'origine de l'hétérogénéité des taux de défaut entre les banques. Même si la sensibilité du taux de défaut à la part du portefeuille bancaire de crédits à taux variable est plus faible, l'hétérogénéité de cette variable entre les banques est très marquée : un quart des banques détiennent une part du portefeuille à taux variable inférieure à 8,4 %, tandis que, de l'autre côté de la distribution, la part d'un quart des banques est supérieure à 57 %. Les divergences

entre les banques relatives à la part du portefeuille de crédits de maturité supérieure à 20 ans sont bien moindres.

Le niveau des parts de marché explique mieux la variabilité des taux de défaut que l'évolution de cette variable. Entre les deux déterminants macroprudentiels restants, la part du portefeuille de crédits hypothécaires dont le ratio DSTI est supérieur à 40 % génère plus de variabilité entre les banques que celle dont le ratio LTV est supérieur à 80 %. On observe d'ailleurs une plus grande hétérogénéité du ratio DSTI que du ratio LTV.

La troisième leçon qui peut être tirée de ce modèle porte sur les facteurs explicatifs de l'évolution des taux de défaut d'une année à l'autre. Afin d'illustrer le rôle relatif des variables macroéconomiques et bancaires dans celle-ci, le graphique 9 présente les contributions des déterminants à la déviation du taux de défaut par rapport à sa moyenne au cours de la période 2006-2013. Les contributions sont définies comme le produit des sensibilités estimées par le modèle et de l'écart

**GRAPHIQUE 8** TAUX DE DÉFAUT EN FONCTION DES CARACTÉRISTIQUES DES BANQUES<sup>(1)</sup>  
(pourcentages)



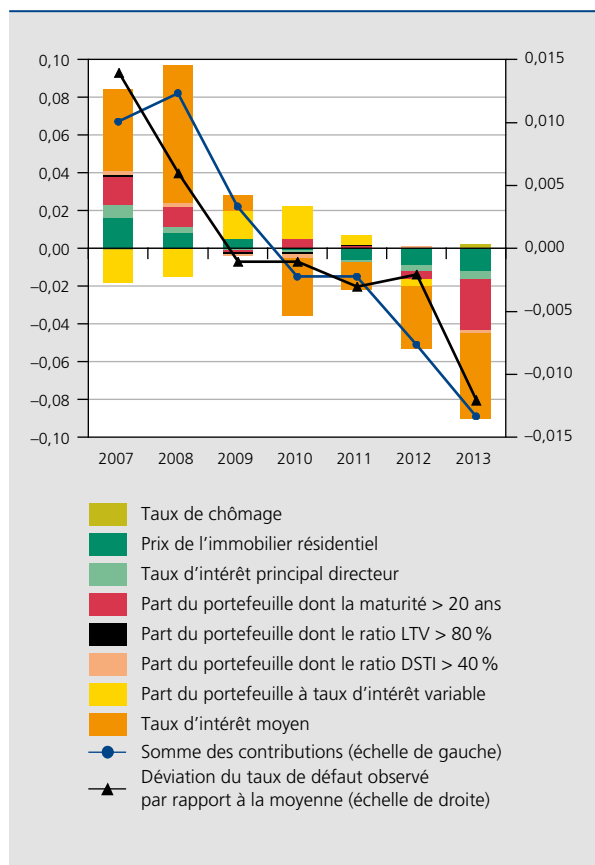
Source : BNB.

(1) Les taux de défaut sur un mois sont calculés pour l'année 2013, pour des crédits accordés en 2010. Toutes les caractéristiques bancaires à l'exclusion de celle considérée sont supposées être de même valeur entre les banques. Les variables macroéconomiques sont égales à leur moyenne pour la période 2006-2013.



**GRAPHIQUE 9** DÉVIATION DU TAUX DE DÉFAUT PAR RAPPORT À SA MOYENNE AU COURS DE LA PÉRIODE 2006-2013: CONTRIBUTION DES VARIABLES MACROÉCONOMIQUES ET BANCAIRES

(points de pourcentage)



Source : BNB.

Note : La différence entre la somme des contributions et la déviation du taux de défaut observée par rapport à la moyenne s'explique par la somme de la constante du modèle, de la moyenne des effets fixes relatifs à l'âge et de l'effet fixe relatif à l'année. Les contributions des variables explicatives qui ne sont pas reprises dans le graphique sont proches de 0.

de chaque variable par rapport à sa moyenne sur toute la période.

Au cours de cette période, les variations des taux d'intérêt, tant du taux d'intérêt directeur principal que du taux hypothécaire moyen, expliquent en grande partie l'évolution dans le temps du taux de défaut moyen. Plus particulièrement, en 2007 et en 2008, les taux de défaut ont été poussés à la hausse par des contributions élevées des taux d'intérêt. Dès que la crise financière s'installe et que les taux d'intérêt commencent à baisser sous le seuil de leurs moyennes, leur contribution devient négative.

Ensuite, deux caractéristiques des portefeuilles bancaires semblent jouer un rôle prépondérant. D'une part, pendant la période de taux d'intérêt (relativement)

élevés de 2007-2008, la part du portefeuille de crédits hypothécaires à taux variable a été inférieure à sa moyenne, tirant donc le taux de défaut (en déviation par rapport à sa moyenne) vers le bas. Dès que les taux commencent à baisser, la part du portefeuille consacrée à des crédits à taux variable augmente au-dessus de sa moyenne et, par conséquent, pousse le taux de défaut à la hausse. D'autre part, la portion du portefeuille de crédits hypothécaires dont la maturité est supérieure à 20 ans, en diminution depuis 2012, contribue au taux de défaut de façon négative depuis lors, et cela a plus particulièrement été le cas en 2013. Notons aussi que la croissance presque continue du prix de l'immobilier durant la période 2010-2013 concourt à faire tomber le taux de défaut prédit par le modèle sous la moyenne. Enfin, remarquons le rôle limité joué par les autres caractéristiques macroprudentielles, notamment par les parts du portefeuille dont le ratio LTV est supérieur à 80 % et dont le ratio DSTI est supérieur à 40 %. Cela est dû essentiellement à la faible variation de ces variables d'une année à l'autre.

## 4. Implications et perspectives

La dernière partie de cet article décrit les implications des créances douteuses (éventuels effets de retour sur l'environnement macroéconomique) et évalue leur évolution future sur la base d'une analyse des fluctuations récentes de la solvabilité des débiteurs.

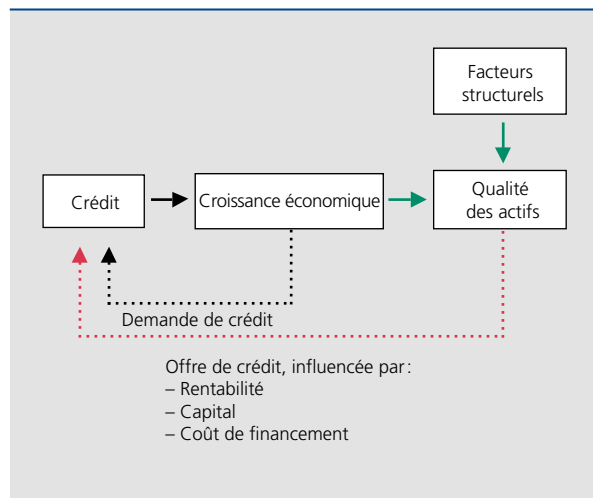
Il est possible de schématiser l'interaction entre les créances douteuses et l'environnement macroéconomique (graphique 10). Les flèches vertes indiquent les déterminants des créances douteuses, qui, comme nous l'avons vu dans la partie précédente, sont affectées tant par l'environnement macroéconomique que par les facteurs structurels. Mais, à l'inverse, les créances douteuses peuvent aussi influencer l'environnement macroéconomique par le jeu de l'offre de crédit (ligne pointillée rouge).

Les créances douteuses peuvent modifier l'offre de crédit par l'intermédiaire de trois mécanismes étroitement liés :

- la rentabilité : la rentabilité des banques pâtit d'une grande quantité de créances douteuses puisque, d'une part, les créances douteuses ne fournissent plus le rendement attendu et, d'autre part, cela incite les banques à constituer davantage de provisions pour se prémunir contre des pertes éventuelles ;
- les fonds propres : les créances douteuses augmentent généralement les actifs pondérés par les risques (par exemple par un ajustement des pondérations de risque calculées sur la base des notations internes



**GRAPHIQUE 10** INTERACTION ENTRE L'ACTIVITÉ MACROÉCONOMIQUE ET LA QUALITÉ DES ACTIFS



Sources : BNB.

(*internal ratings-based*)), et donc les fonds propres réglementaires minimums qui doivent être détenus ;

- le coût de financement : les créances douteuses accroissent l'incertitude concernant les bénéficiaires et la capitalisation des banques, si bien que les marchés vont imposer aux banques une prime de risque plus élevée pour leur financement externe (Kashyap et al., 1994).

Ensemble, ces trois mécanismes peuvent faire en sorte que des créances douteuses plus importantes entraînent un rétrécissement de l'offre de crédit (c'est-à-dire des taux d'intérêt plus élevés et/ou des volumes de crédit réduits).

Lorsque nous comparons les ratios de créances douteuses (données consolidées) dans les pays de la zone euro aux marges d'intérêt que les banques appliquent sur les nouveaux crédits qu'elles accordent aux sociétés non financières et aux ménages, nous constatons en effet que des ratios de créances douteuses plus élevés vont souvent de pair avec des (marges de) taux d'intérêt plus élevé(s). C'est notamment le cas pour les marges d'intérêt imputées aux sociétés non financières ; la relation est beaucoup moins significative dans le cas des taux d'intérêt imputés aux ménages. Il est possible que le risque de crédit défini

ici (ratio de créances douteuses) joue un moins grand rôle dans la fixation des prix des crédits aux ménages, compte tenu de l'importance plus grande des garanties pour ces crédits et d'autres déterminants dans la fixation de la marge d'intérêt (liés par exemple à la concurrence, etc.).

Dans le cas des entreprises, nous pouvons affirmer que les créances douteuses sont partiellement à l'origine de la fragmentation financière qu'on observe depuis la crise financière dans la zone euro. La Belgique fait partie des pays dont le ratio de créances douteuses est relativement bas et les marges d'intérêt assez faibles. Les créances douteuses semblent principalement poser problème dans les pays périphériques de la zone euro, non seulement en raison de leur niveau, mais aussi parce qu'elles semblent aller de pair avec un rétrécissement de l'offre de crédit, qui pèse sur l'activité économique<sup>(1)</sup>.

Dans ces pays, il s'indique de trouver une solution au niveau problématique des créances douteuses. En effet, on peut établir un parallèle avec la décennie perdue au Japon, quand les banques ont attendu trop longtemps pour acter leurs pertes sur les mauvais crédits, ou n'ont pas pu le faire (cf. Boeckx et al., 2015 et Inaba et al., 2005). En raison de la charge de capital supplémentaire, elles n'ont plus été à même de fournir de financement de façon autonome à l'économie et ont été qualifiées de banques « zombies ».

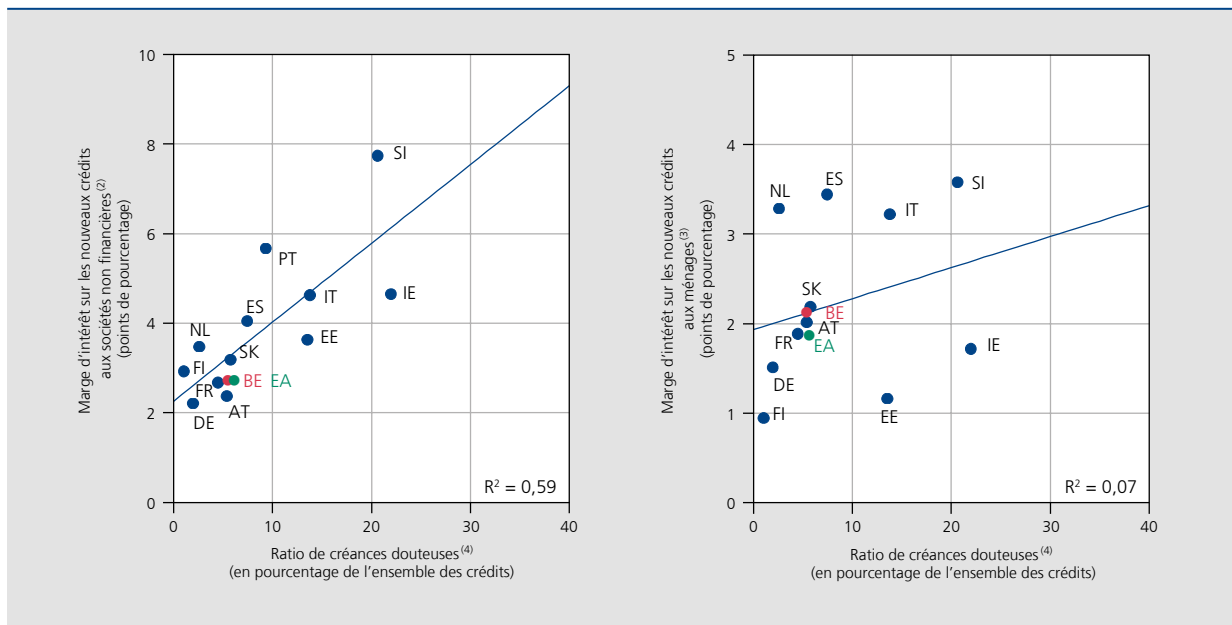
Une meilleure résolution des créances douteuses dépend de plusieurs facteurs (cf. IMF, 2015), tels le cadre prudentiel (par exemple les définitions des créances douteuses et les provisions (*forward-looking*)) et juridique (législation en matière de faillites), un marché pour les mauvais crédits, l'information (comme les résultats de crédit des PME (*credit scores*)) et le régime fiscal (par exemple un régime fiscal favorable pour les provisions). Une enquête menée par le FMI dans 18 pays européens affichant un ratio de créances douteuses élevé fait apparaître que tous ces domaines y sont perfectibles<sup>(2)</sup>.

On peut également miser sur un allègement de l'endettement. Un problème de créances douteuses est en effet par essence un signe d'endettement excessif. Dans cette optique, la situation dans la zone euro semble un peu moins préoccupante qu'elle ne l'a été juste après la crise. Dans plusieurs pays, le taux d'endettement s'est en effet réduit (*deleveraging*), et la politique monétaire accommodante a contribué, par une diminution des charges d'intérêts, à une modération de celui-ci.

S'agissant de la zone euro dans son ensemble, une tendance au désendettement se dessine depuis le début de 2010 ; la dette brute consolidée du secteur non

(1) En Belgique, un test de causalité basé sur un modèle multivarié (VAR) tend à démontrer qu'un lien de causalité unidirectionnel existe entre les NPL et la conjoncture économique. Ainsi, les tests statistiques montrent que les deux indicateurs de conjoncture considérés (variations annuelles du PIB réel et du chômage en personnes) influencent les variations annuelles des ratios de créances douteuses, mais que les variations de ces ratios n'ont pas d'effet sur la conjoncture économique. Ce résultat s'avère particulièrement plausible étant donné la relative faiblesse des défauts de crédit en Belgique.

(2) Ainsi, le marché des « mauvaises dettes » (*bad debt*) est relativement sous-développé en Europe. Selon le FMI (2015), ce marché représentait 64 milliards d'euros en Europe en 2013, contre 469 milliards de dollars aux États-Unis.



Sources : BCE, BNB.

- (1) Situation en juin 2014, pas de données pour Chypre, la Grèce, la Lettonie, la Lituanie, Luxembourg et Malte. Dans le cas des ménages, le Portugal est également exclu (série trop volatile).
- (2) Taux d'intérêt sur les nouveaux crédits d'un million d'euros ou moins assortis d'une période de fixation initiale du taux d'intérêt de plus de cinq ans. Marge vis-à-vis du taux de swap à cinq ans.
- (3) Taux sur les nouveaux crédits hypothécaires assortis d'une période de fixation initiale du taux de plus de dix ans. Marge par rapport au taux de swap à dix ans.
- (4) Données consolidées.

financier est en effet revenue de 146 % du PIB en 2010 à quelque 140 % à la mi-2015. Bien que le désendettement reste très limité par rapport à la composition antérieure de la dette, il constitue une rupture de tendance par rapport à la décennie précédente, durant laquelle le taux d'endettement était en constante augmentation. L'amélioration de la position bilancielle du secteur privé dans la zone euro ressort également de la baisse du niveau des dettes par rapport aux actifs financiers.

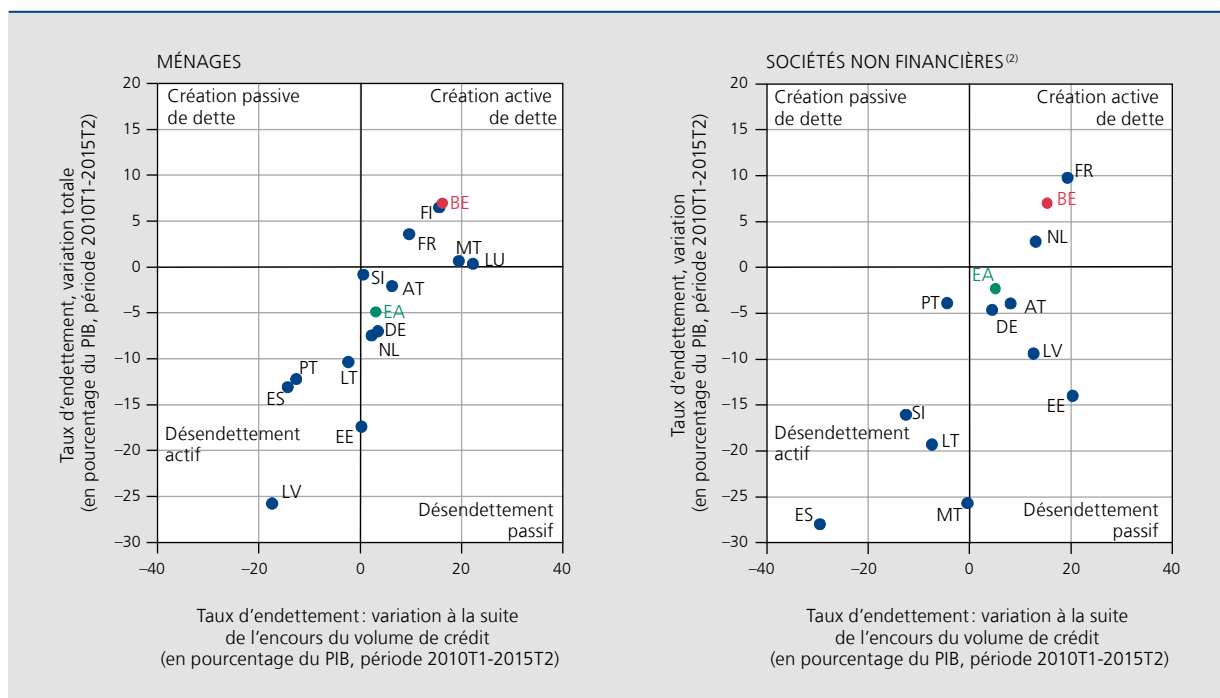
En Belgique, le taux d'endettement brut consolidé du secteur privé non financier a toutefois continué de s'accroître. La différence avec la zone euro s'en trouve donc affaiblie, surtout en ce qui concerne les ménages (58,8 % du PIB en Belgique, contre 60,6 % du PIB dans la zone euro au deuxième trimestre de 2015). Contrairement à la zone euro, le ratio dette/actifs financiers s'est stabilisé au cours des derniers trimestres, mais il s'établit toujours à un niveau notablement plus favorable que dans la zone euro.

Le mouvement de désendettement au sein de la zone euro n'est donc certainement pas généralisé ; il semble concerner les pays qui étaient confrontés au risque de crédit le plus élevé. Une ventilation de la variation du

taux d'endettement en une partie imputable au flux de crédit et en une autre découlant du changement du PIB nominal montre que, dans la moitié de ces pays environ, il s'agit d'une forme active de désendettement, ce qui implique que les crédits ont été comprimés en termes nominaux. Dans la seconde moitié de ces pays, on parle d'un désendettement passif (baisse du taux d'endettement à la suite de la croissance nominale du PIB). La Belgique fait partie des pays dont le taux d'endettement a augmenté de façon relativement forte et active depuis 2010, c'est-à-dire par la contraction de nouveaux crédits (principalement hypothécaires). Ce mouvement semble tenable pour le moment, d'autant qu'il n'a pas entraîné de hausse sensible des créances douteuses.

Parallèlement à la diminution du taux d'endettement du secteur privé non financier dans certains pays, la politique monétaire accommodante menée dans la zone euro a également contribué à alléger l'endettement, comme l'attestent les charges d'intérêts des ménages et des sociétés non financières (c'est-à-dire les paiements d'intérêts en pourcentage du revenu disponible brut pour les ménages et en pourcentage de l'excédent d'exploitation brut pour les sociétés non

GRAPHIQUE 12 ÉVOLUTION DU TAUX D'ENDETTEMENT DEPUIS 2010: (DÉS)ENDETTEMENT ACTIF CONTRE (DÉS)ENDETTEMENT PASSIF<sup>(1)</sup>



Sources: BCE, BNB.

(1) Pas de données pour Chypre, la Grèce, l'Irlande, l'Italie et la Slovaquie. Dans le cas des sociétés non financières, la Finlande et le Luxembourg sont également exclus.

(2) Pour la Belgique, l'endettement brut consolidé a été diminué des crédits octroyés par le secteur non bancaire étranger et par le secteur « institutions financières captives et prêteurs non institutionnels », puisque cela concerne principalement le financement intragroupe. Les données ne permettent pas d'effectuer une correction similaire pour les autres pays, mais l'ampleur de ce type de financement est limitée dans la plupart des pays.

financières<sup>(1)</sup>. Celles-ci ont atteint un sommet à la fin de 2008, mais se sont ensuite systématiquement contractées dans le sillage des baisses successives des taux d'intérêt depuis octobre 2008.

L'incidence de ce stimulus diffère toutefois d'un pays à l'autre et est notamment déterminée par l'évolution sous-jacente des dettes ainsi que par la variabilité du taux d'intérêt des encours de crédits. Des pays où le désendettement est substantiel et où une grande partie des crédits sont assortis d'un taux d'intérêt variable, telle l'Espagne, ont enregistré la plus forte diminution des charges d'intérêts. En Belgique, l'effet de la politique monétaire sur les charges d'intérêts des ménages est resté quelque peu limité, ce qui est imputable à la hausse constante du taux d'endettement ainsi qu'à l'importance relativement grande des crédits à taux fixe<sup>(2)</sup>.

(1) Calculé sur la base des comptes nationaux. Il s'agit des charges d'intérêts y compris la rémunération des « services d'intermédiaires financiers indirectement mesurés (SIFIM) », c'est-à-dire le taux d'intérêt réellement payé qui, outre le taux de référence utilisé dans les comptes nationaux, comprend aussi une marge d'intérêt (SIFIM). Les charges d'intérêts telles que publiées dans les comptes nationaux ne comprennent pas cette marge d'intérêt (partie de la consommation des secteurs qui font appel à ces services). Seul un certain nombre de pays (les pays repris dans le graphique 13) publient les charges d'intérêts réelles pour information.

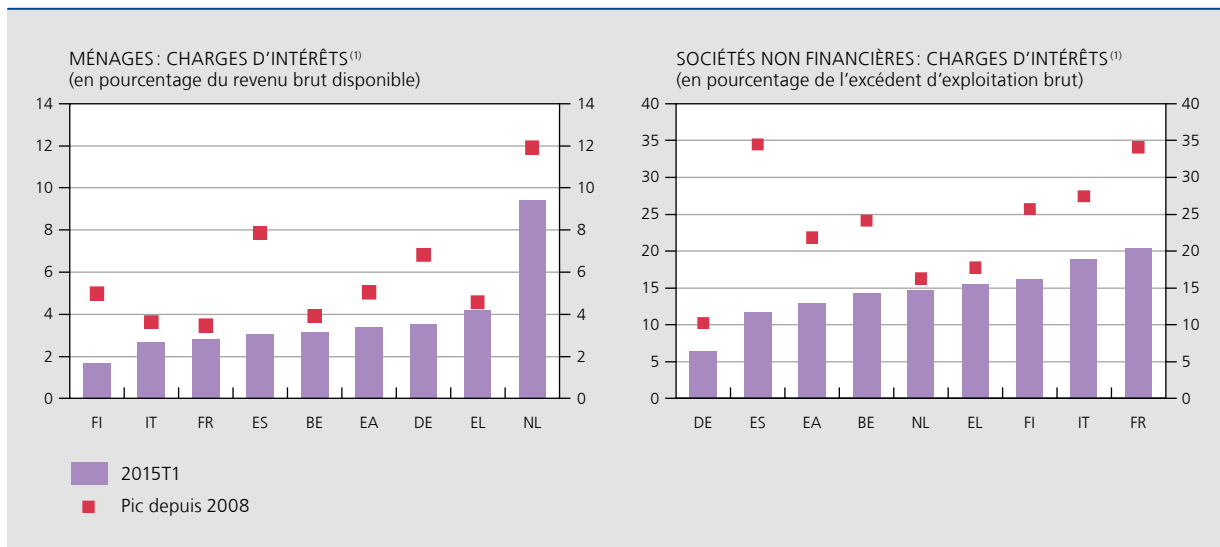
(2) La charge d'intérêts des crédits à taux fixe peut toutefois être réduite grâce à des refinancements, quoique généralement avec un peu de retard.

La politique monétaire a donc contribué, par une réduction des charges d'intérêts, à une amélioration de la soutenabilité de l'endettement, empêchant donc très vraisemblablement une progression encore plus marquée des ratios de créances douteuses dans certains pays. Il convient donc que ces pays profitent de ces circonstances pour se débarrasser de l'« héritage néfaste » (créances douteuses) du passé, afin que celui-ci ne menace pas continuellement de grever les perspectives de croissance.

## Conclusion

Dans le présent article, nous évaluons le risque de crédit réalisé (ex post) en Belgique, calculé sur la base tant des créances douteuses que des retards de paiement des ménages. Nous examinons en outre dans quelle mesure ce risque peut s'expliquer par l'environnement macroéconomique et par des variables structurelles telles que les caractéristiques des crédits (par exemple les ratios LTV et DSTI) et des banques (par exemple leur taille). Cette analyse est pertinente pour la politique macroprudentielle, qui peut limiter le risque de crédit en agissant sur plusieurs de ces variables.

**GRAPHIQUE 13** CHARGES D'INTÉRÊTS DES MÉNAGES ET DES SOCIÉTÉS NON FINANCIÈRES



Sources : BCE, BNB.

(1) Selon les comptes nationaux des pays pour lesquels ces données sont disponibles. Charges d'intérêts y compris la rémunération des « services d'intermédiaires financiers indirectement mesurés (SIFIM) », c'est-à-dire le taux d'intérêt réellement payé qui, outre le taux de référence, comprend aussi une marge d'intérêt (SIFIM).

La disponibilité limitée de données relatives tant au risque de crédit qu'aux caractéristiques structurelles incite toutefois à se concentrer sur le risque de crédit hypothécaire.

L'encours de la dette hypothécaire en Belgique présente un profil de risque mixte. Globalement, les ménages possèdent un patrimoine financier substantiel, mais leur taux d'endettement continue de s'inscrire en hausse tendancielle. Les aspects de distribution jouent un rôle considérable. Plus spécifiquement, il existe des « poches de risques », vu le fait qu'une large part des ménages belges ayant une dette hypothécaire consacrent une grande proportion de leur revenu au remboursement de leur dette (ce qui correspond à un ratio DSTI élevé). L'analyse fait apparaître que ces caractéristiques structurelles des crédits fournissent des indications quant au risque de crédit des banques sur leur portefeuille de crédits. Ainsi, les banques dont le ratio de créances douteuses est relativement haut ont aussi en portefeuille un nombre relativement important de crédits assortis d'un ratio DSTI élevé. Outre le profil de risque des crédits, la taille de la banque donne également des indications quant au risque de crédit. Une analyse du ratio de créances douteuses par établissement de crédit individuel montre qu'un ratio de créances douteuses plus élevé est en moyenne observé pour le groupe des petites banques.

Une analyse économétrique confirme le caractère explicatif de plusieurs de ces facteurs structurels pour le risque de crédit en Belgique et montre que celui-ci dépend également de l'environnement macroéconomique, fût-ce dans une moindre mesure. Dans les pays où les taux de créances douteuses ont atteint de hauts pourcentages, les créances douteuses semblent en outre exercer également une incidence sur l'activité économique par un resserrement de l'offre de crédit, et en particulier par un élargissement des marges d'intérêt sur les nouveaux crédits aux entreprises.

Dans ces pays, il convient de trouver une solution pour le niveau problématique des créances douteuses. D'une part, on peut miser sur une meilleure résolution des crédits à problème et, d'autre part, on peut travailler préventivement en tenant compte des relations mises en exergue dans le présent article. À cet égard, il est positif de constater que le taux d'endettement privé a baissé dans plusieurs de ces pays. De plus, la politique monétaire accommodante joue également un rôle de soutien, au travers d'une diminution sensible des charges d'intérêts. Ces pays doivent donc profiter de ces circonstances pour se débarrasser de l'« héritage néfaste » (créances douteuses) du passé, afin que celui-ci ne menace pas continuellement de grever les perspectives de croissance.

## Bibliographie

BCE (2005), « Évolutions de l'endettement des ménages et des créances douteuses sur ces agents dans la zone euro », *Bulletin mensuel*, Encadré 6, mars, 47-50.

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.

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

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

Du Caju Ph., Th. Roelandt, Ch. Van Nieuwenhuyze et M.-D. Zachary (2014), « L'endettement des ménages : évolution et répartition », BNB, *Revue économique*, septembre, 65-85.

EC (2015), *Country Report Belgium 2015 including an In-Depth Review on the prevention and correction of macro-economic imbalances*, March.

ECB (2014), *Aggregate Report on the Comprehensive Assessment*.

Ferrari S., P. Van Roy et C. Vespro (2011), « Stress testing credit risk: modelling issues », NBB, *Financial Stability Review*, 105-120.

IMF (2015), *A strategy for resolving Europe's problem loans*, Staff Discussion Note, 15/19, September.

Inaba N., T. Kozu, T. Sekine et T. Nagahata (2005), *Non-performing loans and the real economy: Japan's experience*, BIS Papers 22, April.

Kashyap A., O. Lamont et J. Stein (1994), « Credit conditions and the cyclical behavior of inventories », *Quarterly Journal of Economics*, 109 (3), 565-92.

Keeton W. et C. Morris (1987), « Why do banks' loan losses differ? », Federal Reserve Bank of Kansas City, *Economic Review*, 3-21, May.

Marcucci J. et M. Quagliariello (2008), *Credit risk and business cycle over different regimes*, Bank of Italy, Temi di discussione 670.

NBB (2014), *Financial Stability Review*.

NBB (2015), *Financial Stability Review*.

Piette Ch. et M.-D. Zachary (2015), « La sensibilité à la crise du financement des PME en Belgique », BNB, *Revue économique*, décembre, 33-48.

Salas V. et J. Saurina (2002), « Credit risk in two institutional regimes: Spanish commercial and savings banks », *Journal of Financial Services Research*, 22 (3), 203-224.

UE (2014), Règlement (UE) n° 680/2014 de la Commission définissant des normes techniques d'exécution en ce qui concerne l'information prudentielle à fournir par les établissements, conformément au règlement (UE) n° 575/2013 du Parlement européen et du Conseil.

# La réorganisation de la production mondiale a-t-elle bouleversé la demande de travail ?

J. De Mulder  
C. Duprez (\*)

## Introduction

L'organisation de la production mondiale a été marquée ces dernières décennies par de profondes mutations. Les avancées technologiques ont bouleversé les modes de création, de production et de distribution, voire les rapports avec les clients. Largement diffusées dans tous les secteurs de l'économie, elles ont enregistré un essor remarquable, notamment à travers la robotisation, la numérisation, l'informatisation, ou encore les développements en matière d'information et de communication.

Couplés à la baisse des coûts de transport, ces développements technologiques ont également contribué au décloisonnement des chaînes de production en facilitant les transferts d'information et en multipliant les possibilités de contrôle. La création d'un produit final s'appuie aujourd'hui sur des composants ou sur des services intermédiaires provenant de sites différents, parfois localisés dans des pays éloignés. Dans cette nouvelle organisation, les unités de production n'ont plus pour vocation de fabriquer un produit fini destiné au consommateur mais représentent chacune un maillon d'une chaîne de production souvent complexe et fragmentée. Dans la foulée, les pays émergents, essentiellement d'Asie de l'Est, ont pris une place plus importante dans les chaînes mondiales de production marchande, en particulier sur le segment industriel.

(\*) Les auteurs remercient L. Dresse, E. Dhyne, Ph. Delhez, M. Nautet, H. Zimmer, H. Godefroid, B. Biatour (BfP) et B. Van den Cruyce (BfP) pour leur contribution à cet article.

(1) Différentes sources de données sont exploitées dans cet article. L'étendue temporelle disponible varie d'une source à l'autre. La période analysée s'étend de 2000 à la dernière année disponible.

Ces mutations ne sont pas restées sans effet sur l'activité ni sur l'emploi. Elles ont influencé l'évolution de l'industrie et des services marchands. En outre, on observe que la composition de la demande de travail a fortement changé au cours des 15 dernières années. La demande adressée aux professions hautement qualifiées s'est renforcée, au détriment des professions moyennement qualifiées. Les professions faiblement qualifiées ont, quant à elles, été moins touchées. Mesurée sous l'angle des professions exercées, la demande de travail s'est donc polarisée (cf. également Goos *et al.*, 2014, Michaels *et al.*, 2014 et Eurofound, 2013).

L'objet de cet article est de décrire la réorganisation des chaînes de production et la polarisation de la demande de travail et d'en examiner les liens mutuels au cours de la période récente<sup>(1)</sup>. Pour ce faire, nous n'abordons ni la question des salaires, ni celle du biais technologique en défaveur des personnes peu diplômées, qui ont déjà été étudiées précédemment (cf., notamment, Goux et Maurin, 2000 et Revenga, 1992). En revanche, nous avons intégré de nouvelles mesures de la fragmentation de la production qui s'avèrent pertinentes pour expliquer la polarisation de la demande de travail.

En pratique, l'article se décline en deux parties. La première dresse un portrait des chaînes globales de production. Les profondes mutations qui en ont affecté l'organisation sont dépeintes dans la section 1.1. La section 1.2 se focalise sur les chaînes de production marchande belge, en analysant les contributions des facteurs de production des grandes zones économiques à celles-ci. La seconde partie s'attache à expliquer les évolutions de

la demande de travail. La section 2.1 brosse les développements de l'emploi aux niveaux de la Belgique et de l'UE15. Dans la mesure où l'approche par niveau d'éducation n'est pas la plus indiquée pour une analyse de la demande de travail, la section 2.2 décrit la ventilation par type de profession. La section 2.3 met en lumière la polarisation de la demande de travail en Belgique et ailleurs en Europe. La section 2.4 présente les résultats économétriques des régressions établissant un lien entre la globalisation, les avancées technologiques et la polarisation de la demande de travail. Une conclusion clôture cet article.

## 1. Évolution des chaînes de production

### 1.1 Avancées technologiques et globalisation des chaînes de production

Si l'histoire des technologies de l'information et de la communication (TIC) est jalonnée de révolutions majeures, comme le télégraphe, le téléphone, la télévision ou l'informatique, le rythme d'adoption de nouvelles avancées ne s'est pas ralenti au cours des 15 dernières années, avec l'avènement du téléphone portable, de l'internet, de la numérisation, de la haute définition, etc. Diffusées largement au sein de l'économie, tant dans le volet marchand que dans le non marchand, les TIC ont modifié les aspects organisationnels, les modes

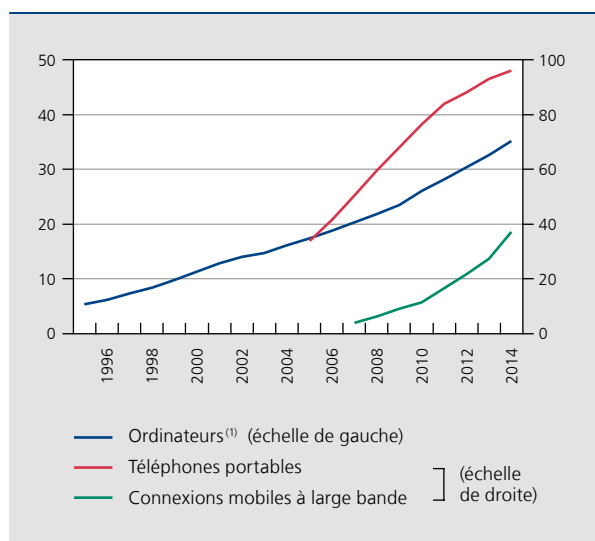
de production et de distribution, les canaux permettant de toucher les clients, etc.

Même si, à l'échelle internationale, les chiffres disponibles sont souvent parcellaires, le développement des TIC s'est traduit par une hausse du stock de capital correspondant. En Belgique, le volume net de matériel informatique et d'équipements de télécommunication a gonflé de 133 % entre 1995 et 2013. À titre de comparaison, le capital intangible, qui comprend la R&D, les logiciels et les autres droits de propriété intellectuelle, a enregistré une augmentation de 102 % dans le même intervalle, tandis que les autres actifs productifs, incluant notamment les bâtiments hors logement, les ouvrages de génie civil, les matériels de transport et les autres machines et équipements, n'ont crû que de 19 %.

En facilitant les transferts d'information, la révolution des TIC a également été l'un des éléments qui a entraîné le décloisonnement des chaînes de production, contribuant ainsi à leur fragmentation internationale. La création d'un produit final requiert aujourd'hui de nombreux inputs provenant souvent d'entreprises différentes, parfois localisées dans des pays éloignés. Dans ce contexte, les unités de production n'ont plus pour vocation de fabriquer un produit fini destiné au consommateur, mais représentent chacune un maillon d'une chaîne de production fragmentée. Les entreprises, et en particulier les multinationales, ont tiré profit de cette situation en implantant des segments de production dans des pays où des législations fiscales, sociales ou environnementales plus souples sont couplées à une main-d'œuvre abondante et relativement peu rémunérée. Pour reprendre les termes de R. Baldwin<sup>(1)</sup>, « ICT made it possible, wage differences made it profitable ».

Certes, l'expansion des TIC n'est pas le seul facteur qui a permis aux pays émergents, et spécialement asiatiques, de progressivement devenir la plus importante manufacture mondiale. C'est également le reflet du choix politique qu'ont posé certains pays, notamment la Chine, de développer les filières industrielles, en particulier celles à l'exportation. Pour ce faire, ces pays se sont appuyés sur un taux d'investissement extrêmement élevé, supérieur à 40 % depuis 2009, alors qu'il est resté stable, aux alentours de 20 %, dans les pays de l'UE15 et dans les nouveaux États membres de l'UE. Au final, la part de l'Asie dans les exportations mondiales de biens, qui sont par ailleurs en constante augmentation, s'est accrue de plus de 10 points de pourcentage au cours des 15 dernières années, pour atteindre 40 % à partir de 2012.

**GRAPHIQUE 1** DIFFUSION DES TIC À L'ÉCHELLE MONDIALE  
(par 100 habitants)



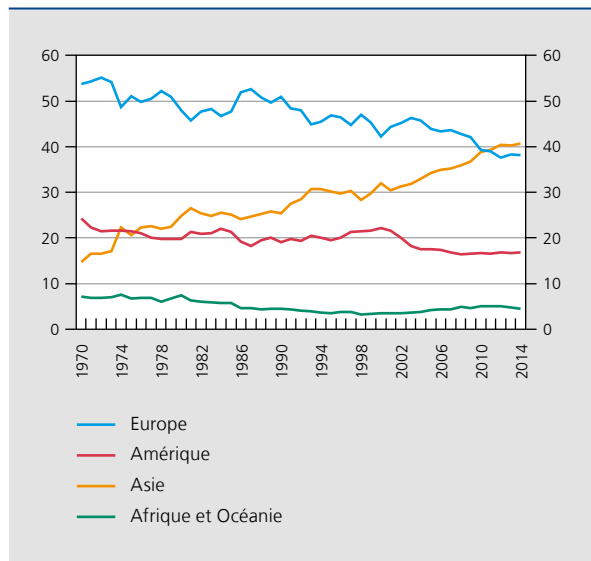
Sources : IMD, ITU.

(1) Moyenne pour une sélection de 44 pays à travers le monde. Cf. World Competitiveness Center (IMD) pour plus de détails.

(1) Cf. WTO (2013).



**GRAPHIQUE 2** ÉVOLUTION DE LA PART DANS LES EXPORTATIONS MONDIALES DE BIENS  
(pourcentages du total mondial)



Source: CNUCED.

## 1.2 Chaînes de production belges

Essentiellement sous l'impulsion des pays d'Asie de l'Est, la participation des pays émergents à l'économie mondiale s'est intensifiée. Sur la base des données Inter-Country Input-Output (ICIO)<sup>(1)</sup> de l'OCDE, leur part dans le PIB mondial est ainsi passée de 23,4% en 2000 à 39,6% en 2011<sup>(2)</sup>. Par définition, ce chiffre prend toutefois en compte la totalité de la valeur ajoutée, dont celle mobilisée pour la création de services non marchands, qui sont par nature moins soumis à l'internationalisation. Le recours aux matrices input-output mondiales permet de se focaliser uniquement sur les chaînes de création de biens et de services marchands, c'est-à-dire sur les chaînes dont le produit final mis en vente est de nature marchande<sup>(3)</sup>. Sur ces chaînes, la contribution de chaque branche d'activité, y compris la contribution éventuelle du secteur non marchand, peut être mesurée sous l'angle de sa valeur ajoutée, indépendamment des stades de production

(1) Cf. [www.oecd.org](http://www.oecd.org) pour plus d'informations sur cette base de données.

(2) Les données disponibles sur les chaînes globales de valeur (ICIO, WIOD) ne contiennent qu'un nombre limité de pays. Dans cet article, qui repose largement sur ces données, les pays sont répartis en deux groupes. Le groupe des « pays avancés » inclut les pays de l'UE15, la Norvège, la Suisse, les États-Unis, le Canada, l'Australie, la Nouvelle-Zélande, le Japon et la Corée du Sud. Tous les autres pays, en ce compris le regroupement « reste du monde » dans les bases de données des chaînes de valeur, font partie du groupe des « pays émergents ». La dernière année disponible dans la base de données ICIO est 2011.

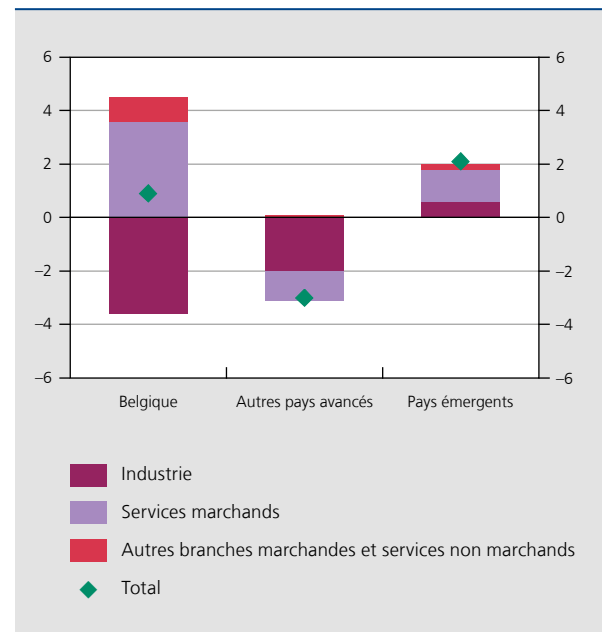
(3) Cf. Timmer *et al.* (2014) pour une description de la méthode de calculs. Par convention, les branches d'activité marchandes comprennent l'agriculture, l'industrie, la construction, le commerce, les transports, l'hébergement et la restauration, l'information et la communication, les activités financières, les activités immobilières, les activités spécialisées, techniques et scientifiques et les activités de services administratifs et de soutien (sections A à N de la nomenclature NACE 2008). Les branches d'activité non marchandes sont l'administration publique, l'enseignement, la santé et l'action sociale, les arts, les spectacles et les autres activités de services (sections O à S de la NACE 2008).

auxquels les composants ou les services intermédiaires sont intégrés. En complément des comptes nationaux, qui fournissent, au travers de la répartition de la valeur ajoutée par branche d'activité, la contribution totale de chaque branche d'activité à l'ensemble des chaînes de production, les matrices input-output mondiales permettent ainsi d'isoler la contribution des branches d'activité aux seules chaînes de production marchande.

Sur les chaînes mondiales de production marchande, la part des pays émergents a bondi de 24,9% en 2000 à 43,3% en 2011. Dans la foulée, leur consommation marchande exprimée à prix courants a pratiquement quadruplé, alors que la hausse n'a été que de 60% pour les pays avancés. Les nouveaux gisements de demande dans les pays émergents sont une opportunité pour l'ensemble des pays producteurs, parmi lesquels les pays avancés. Toutefois, en renforçant leur base de production, les pays émergents se sont également positionnés comme des concurrents à la création de valeur et d'emploi des pays avancés. En Belgique, la part de consommation finale marchande importée directement des pays émergents a augmenté de 3,9% en 2000 à 4,8% en 2011.

En outre, davantage de composants produits dans les pays émergents ont été utilisés comme inputs dans les processus de production belges. Au sein des chaînes marchandes belges, la contribution des pays émergents, et essentiellement celles

**GRAPHIQUE 3** ÉVOLUTION DES CONTRIBUTIONS AUX CHAÎNES MARCHANDES BELGES  
(variation entre 2000 et 2011, points de pourcentage)



Source: calculs BNB sur la base des données ICIO (OCDE).

de la Chine, de l'Inde et de la Russie, est en effet passée de 5,7 % en 2000 à 7,8 % en 2011. Cette évolution ne s'est pas réalisée au détriment des composants belges, mais de ceux en provenance des autres pays avancés. La contribution de ces derniers s'est en effet réduite de 3 points de pourcentage, pour revenir à 20,2 % en 2011. Dans ce groupe de pays, ce sont surtout la France, la Grande-Bretagne, les États-Unis et le Japon qui ont perdu des parts de marché. Pour le reste, les entreprises belges, qui ont généré 72 % de la production marchande belge en 2011, ont consolidé leur contribution au cours de la période susmentionnée en la gonflant de 0,9 point de pourcentage.

En Belgique, toutes les grandes branches d'activité n'ont pas évolué de la même manière. Pour illustrer ce constat, on peut subdiviser les chaînes marchandes en chaînes de produits industriels, d'une part, et en chaînes de production de services marchands, d'autre part. Sur chacune de celles-ci, il est également possible de calculer les contributions des branches d'activité, y compris celles de l'industrie, des services marchands et des services non marchands. Les contributions des industries belges et des autres pays avancés ont diminué, essentiellement sur les chaînes de produits industriels. Ce mouvement de désindustrialisation s'est accompagné, en Belgique, d'un recours accru à l'outsourcing de services de la part des firmes industrielles. Celles-ci se sont ainsi davantage appuyées sur des firmes commerciales ou

spécialisées dans les services aux entreprises pour réaliser leur production. Sur les chaînes de production de services marchands, les branches belges de services marchands ont également conforté leur contribution, alors que celle-ci était pourtant déjà élevée, à près de 82 %.

À ce stade, il peut être instructif de mieux caractériser les deux zones économiques qui ont gagné des parts de marché dans la création de la production marchande belge, à savoir le segment belge et celui des pays émergents. Dans la base de données WIOD<sup>(1)</sup>, une décomposition de la rétribution par facteur de production existe jusqu'en 2008<sup>(2)</sup>. La rétribution du travail est par ailleurs ventilée par niveau d'éducation<sup>(3)</sup>. Un examen de cette répartition révèle une baisse relative de la rétribution des personnes faiblement diplômées entre 2000 et 2008. Sur le segment belge, cette diminution de la contribution des personnes faiblement diplômées profite essentiellement aux personnes hautement diplômées. Sur le segment des pays émergents, elle profite aussi et surtout au capital, alors que la part de celui-ci y était pourtant initialement plus grande que sur le segment belge.

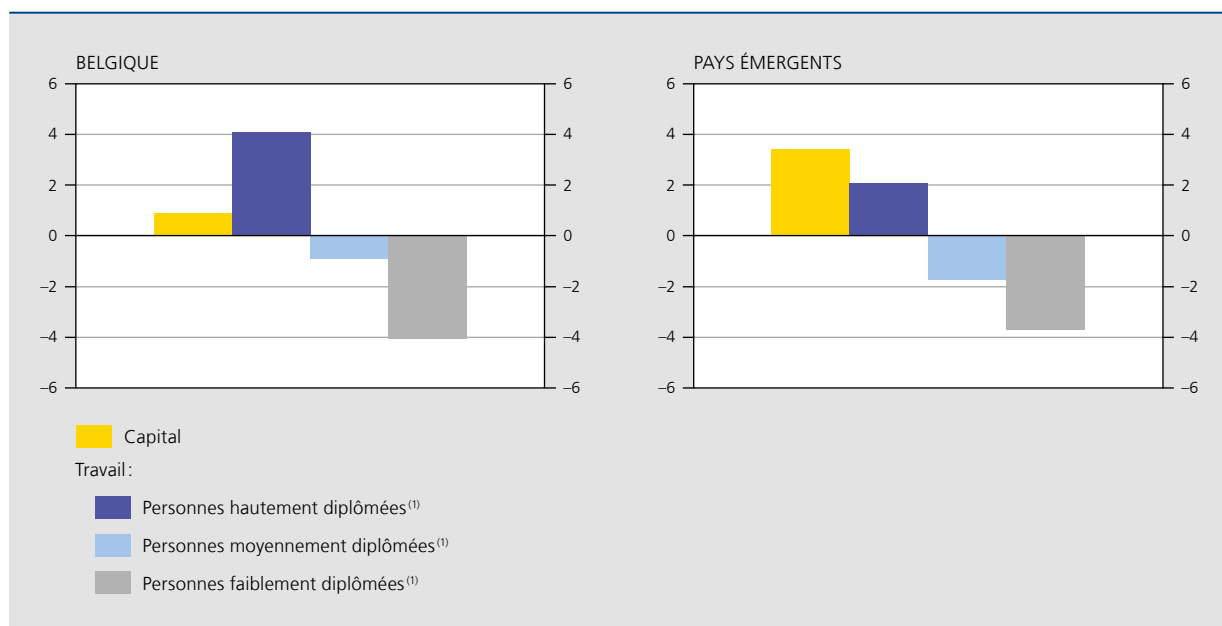
(1) Cf. Timmer *et al.* (2015) pour plus d'informations sur cette base de données.

(2) Cf. Timmer *et al.* (2014) pour une analyse détaillée de ces données.

(3) Comme on le verra par la suite, une ventilation par catégorie de professions serait préférable. Celle-ci n'est toutefois pas disponible dans WIOD. Cf. l'annexe pour plus de détails.

#### GRAPHIQUE 4 ÉVOLUTION DES PARTS DES FACTEURS DE PRODUCTION DANS LES CONTRIBUTIONS RESPECTIVES AUX CHAÎNES MARCHANDES BELGES

(variation entre 2000 et 2008, points de pourcentage)



Source : calculs BNB sur la base de WIOD.

(1) Cf. l'annexe pour plus de détails sur la ventilation par niveau d'éducation.

Il semble donc que les pertes de parts de marché du segment industriel belge se soient réalisées principalement au bénéfice du capital dans les pays émergents. Ces pays se sont en effet spécialisés dans les premiers maillons de la production industrielle, comme l'extraction, qui sont par nature intensifs en capital. Deux remarques peuvent compléter ce constat. D'une part, des facteurs démographiques ou socio-économiques peuvent influencer la faiblesse relative des salaires dans les pays émergents et, partant, la part élevée de la rétribution du capital. D'autre part, le capital qui y est implanté peut en partie être la propriété d'entreprises de pays avancés. À ce jour, il est toutefois difficile d'en chiffrer l'étendue, des données sur le financement des chaînes de valeur n'étant pas disponibles.

## 2. Changements dans la demande de travail

### 2.1 Évolution de l'emploi depuis l'année 2000

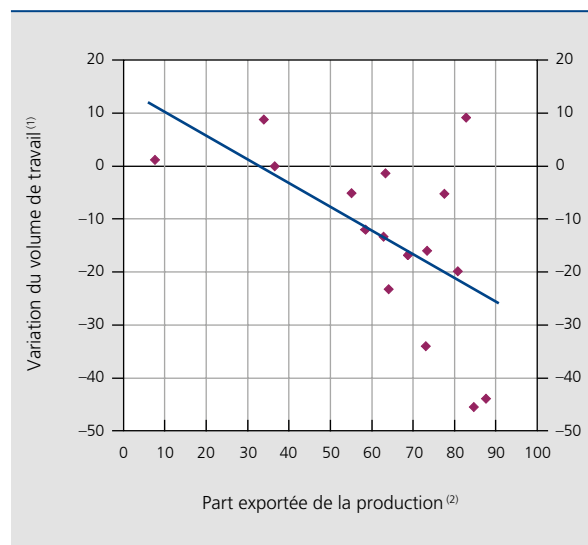
Les grandes forces en mouvement au niveau de l'organisation des chaînes de production mondiales ne sont pas restées sans effet sur l'emploi. Les pertes de parts de marché de l'industrie européenne se sont accompagnées d'une baisse du volume de travail de l'industrie dans tous les pays de l'UE15, même si certains ont été plus affectés (Portugal, Danemark, Royaume-Uni), tandis que d'autres l'ont été moins (Luxembourg, Allemagne, Autriche). Ce mouvement progressif de désindustrialisation a aussi touché les nouveaux États membres : la contribution de l'industrie à la croissance du volume total d'heures de travail entre 2000 et 2014 y a été égale à -2,4 points de pourcentage, contre -3,7 pour l'UE15.

En Belgique, les branches d'activité industrielles les plus affectées ont été celles dont les degrés d'internationalisation figurent parmi les plus élevés. Pour les 16 branches industrielles reprises dans la classification A38 de la NACE 2008, la corrélation entre la part exportée de la production et la variation du volume de travail entre 2000 et 2012 est significativement négative ; elle est en revanche nulle et non significative pour les services marchands.

À l'inverse de l'industrie, les services marchands ont enregistré une hausse du volume de travail, même si en Belgique celle-ci découle en partie des mesures gouvernementales prises en faveur des titres-services<sup>(1)</sup>. L'emploi dans les services marchands a progressé dans tous les pays européens. Entre 2000 et 2014, la contribution des

### GRAPHIQUE 5 VARIATION DU VOLUME DE TRAVAIL ET EXPORTATIONS DE L'INDUSTRIE BELGE

(chaque diamant représente une des 16 branches d'activité industrielles de la classification A38)



Source : calculs BNB sur la base des données EUKLEMS et de Dhyne et Duprez (2015).

(1) Entre 2000 et 2012, millions d'heures.

(2) Part de la production exportée directement ou indirectement par l'intermédiaire d'une autre branche d'activité, moyenne sur la période 2002-2012.

services marchands à la croissance du volume de travail a atteint 4,8 points de pourcentage dans l'UE15.

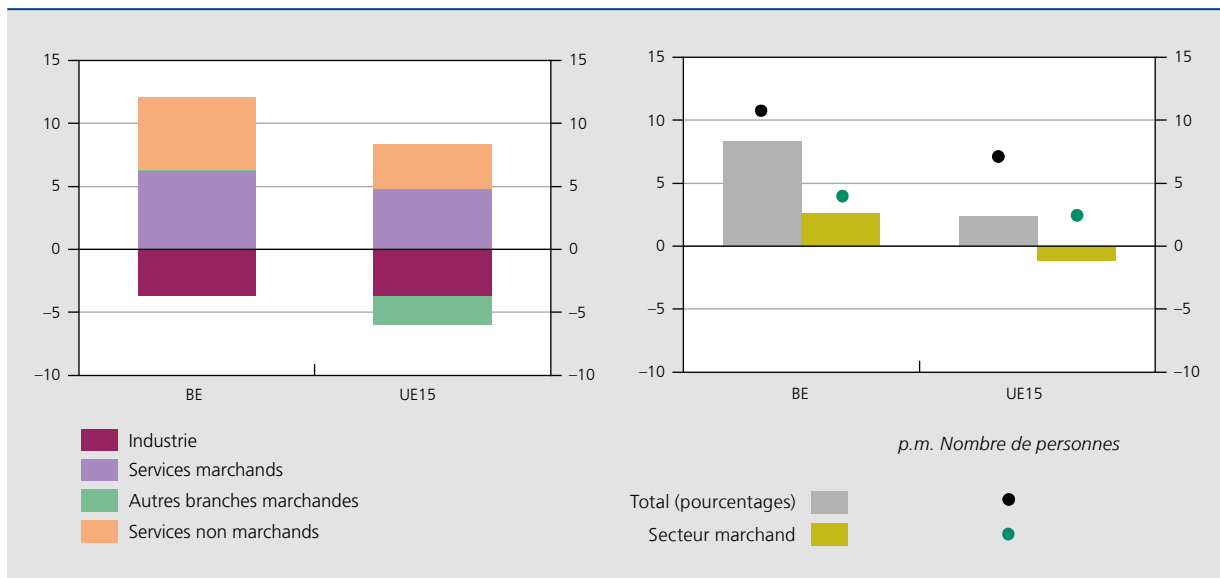
Épargné en Belgique, l'emploi dans les autres branches d'activité marchandes, à savoir l'agriculture et la construction, a été touché dans d'autres pays européens, comme le Portugal, la Grèce, l'Espagne et l'Irlande. Notamment marqué par les stigmates de la crise économique, le secteur marchand a dès lors affiché une croissance relativement atone dans l'ensemble des pays européens, voire négative dans une majorité d'entre eux. Le volume de travail total a toutefois en général augmenté, grâce à la contribution positive du secteur non marchand.

La variation du volume d'heures de travail est la meilleure mesure permettant de jauger l'influence de l'activité économique sur le marché du travail. À défaut de données portant sur ce volume d'heures, l'analyse exposée ci-après repose sur l'emploi exprimé en personnes. Le nombre de personnes occupées a évolué de façon nettement plus positive que le volume d'heures de travail entre 2000 et 2014. En effet, la durée moyenne de travail par personne a accusé un repli plus ou moins marqué dans tous les États membres de l'UE et dans toutes les grandes branches d'activité. Différents régimes de travail, notamment celui

(1) Cf. BNB (2015).

## GRAPHIQUE 6 ÉVOLUTION DU VOLUME DE TRAVAIL AU COURS DE LA PÉRIODE 2000-2014

(contribution à la variation totale; points de pourcentage, sauf mention contraire)



Source: CE (comptes nationaux).

à temps partiel, ont gagné en importance pendant cette période, favorisant une flexibilité accrue tant pour les employeurs que pour les travailleurs<sup>(1)</sup>. Le nombre d'heures ouvrées par personne a en moyenne chuté encore plus fortement dans l'UE15 qu'en Belgique. Le nombre de travailleurs dans le secteur marchand a dès lors aussi progressé dans l'UE15. Le nombre total de personnes en emploi a crû de près de 11 % en Belgique et de quelque 7 % dans l'UE15 au cours de la période considérée.

### 2.2 Comment appréhender la demande de travail ?

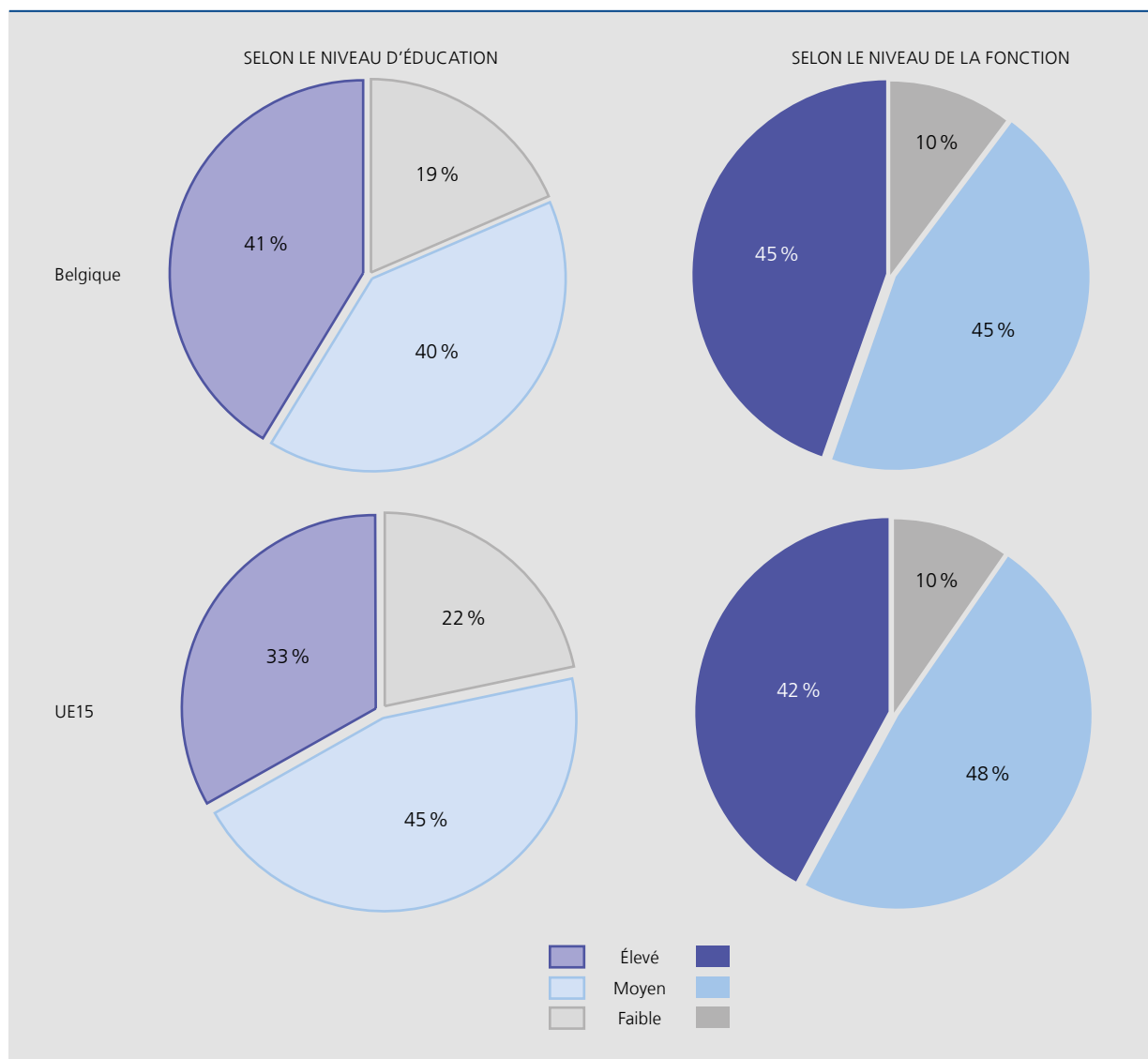
Dans la première partie, le facteur de production « travail » a été ventilé par niveau d'éducation, seul détail disponible dans la banque de données WIOD. Cette répartition, qui – comme l'explique l'annexe – se fonde sur le plus haut diplôme ou sur la plus haute attestation obtenu, ne constitue cependant pas un bon indicateur de la demande de travail. Elle est en effet fortement influencée par la structure de l'offre de travail disponible, en l'occurrence de la population active, dont le niveau moyen d'éducation a augmenté au cours des dernières décennies. Lorsque l'offre de travail est abondante, des employeurs ont par ailleurs tendance à attribuer des postes vacants à des travailleurs qui sont en réalité surdiplômés pour l'emploi

à pourvoir, évinçant ainsi des travailleurs moins diplômés. En outre, le diplôme obtenu ne fournit pas d'information sur le parcours de la personne concernée depuis qu'elle a achevé ses études, ce qui pose surtout question pour les personnes qui ont quitté les établissements scolaires depuis quelque temps déjà. Cette discordance peut jouer dans les deux sens. Ainsi, le travailleur se forge au fil de sa carrière une certaine expérience qui peut lui permettre d'exercer des tâches plus complexes que ce qu'indique son diplôme. A contrario, une période d'inactivité prolongée peut faire perdre certaines aptitudes aux travailleurs. Dans le contexte d'allongement de la carrière, les travailleurs plus âgés peuvent également être amenés à aménager leur fin de carrière en se tournant vers des fonctions moins pesantes. Tous ces facteurs sont susceptibles d'influer sur la part des différents niveaux d'éducation dans l'emploi total. Cette répartition ne permet donc pas d'appréhender correctement la demande de travail, dans le cadre de laquelle les employeurs souhaitent confier des fonctions particulières à des personnes présentant des aptitudes spécifiques.

Ventiler l'emploi selon la nature de la fonction exercée permet de se faire une idée plus fidèle de la demande de main-d'œuvre. Le contenu concret de la fonction permet effectivement de déterminer avec précision pour quelles activités des emplois sont créés. Les différents effets mentionnés plus haut, qui faussent la ventilation de l'emploi par niveau d'éducation, ne jouent pas lorsque l'emploi est réparti par niveau de fonction. Comme

(1) Pour une analyse fouillée de l'évolution du temps de travail, cf. CSE (2015).

**GRAPHIQUE 7 EMPLOI EN 2013 SELON LE NIVEAU D'ÉDUCATION ET LE NIVEAU DE LA FONCTION**



Source : CE (EFT).

l'indique l'annexe, les résultats de l'enquête sur les forces de travail (EFT) livrent ces informations. Par analogie avec la subdivision communément utilisée pour le niveau de diplôme, une répartition entre fonctions hautement qualifiées, moyennement qualifiées et faiblement qualifiées peut également être faite<sup>(1)</sup>. Les fonctions faiblement qualifiées sont des professions élémentaires comme les aides de ménage, les éboueurs, etc. Les fonctions moyennement qualifiées regroupent entre autres les employés

administratifs, le personnel des services aux particuliers, les commerçants, les artisans et les conducteurs de machines et d'installations. Enfin, les fonctions hautement qualifiées englobent notamment les managers ainsi que les professions intellectuelles, scientifiques et artistiques<sup>(2)</sup>.

Selon qu'elles portent sur le niveau de la fonction ou sur le niveau d'éducation, les ventilations de l'emploi livrent des images sensiblement différentes. Alors que les travailleurs faiblement diplômés représentaient 19% environ de l'emploi en Belgique en 2013<sup>(3)</sup>, la part des professions faiblement qualifiées s'établissait à un niveau bien inférieur, à savoir 10%. En revanche, la proportion de professions moyennement et hautement qualifiées (quelque 45% pour chaque catégorie) était supérieure à celle des

(1) La définition des niveaux de qualification (skill levels) utilisés ici est détaillée dans la publication du Bureau international du travail (ILO, 2012).  
 (2) Dans la ventilation utilisée dans cet article, les professions militaires n'ont pas été intégrées car la classification CIP 88 ne permettait pas d'effectuer une ventilation selon les différents niveaux de qualification pour cette catégorie. L'annexe fournit une illustration plus détaillée de la classification CIP 08 à deux chiffres.  
 (3) Il s'agit de l'année la plus récente pour laquelle les microdonnées de l'EFT sont disponibles.

groupes de travailleurs possédant un niveau d'éducation correspondant (respectivement 40 % et 41 %). Des glissements comparables entre les deux classifications sont également observés ailleurs dans l'UE15. Il convient en outre de noter que l'image d'un emploi en moyenne plus diplômé en Belgique (en 2013, 41 % des personnes occupées étaient porteuses d'un diplôme de l'enseignement supérieur, contre 33 % dans l'UE15) disparaît presque totalement lorsque l'on considère le niveau de la fonction. Dès lors, la demande de travail en Belgique est, à ce niveau relativement agrégé, très comparable à celle des autres pays de l'UE15.

La comparaison des données liées au diplôme et à la fonction exercée fait également apparaître qu'une plus grande « mobilité ascendante » est à l'œuvre dans d'autres pays de l'UE15 afin de répondre à la demande de main-d'œuvre. Dans ces pays plus qu'en Belgique, des travailleurs moins diplômés doivent exercer des fonctions d'un niveau de qualification supérieur. Dans l'UE15, une plus forte proportion de travailleurs moyennement diplômés exercent des fonctions hautement qualifiées, tandis qu'une part plus importante de travailleurs faiblement diplômés assument des fonctions moyennement ou hautement qualifiées. De ce besoin moins criant de mobilité ascendante en Belgique, il ne faut cependant pas conclure qu'il n'y a pas de disparité de niveaux de fonctions entre l'offre et la demande de travail. Pour ce faire, il faudrait en effet procéder à une analyse plus détaillée des compétences recherchées et de celles disponibles sur le marché du travail<sup>(1)</sup>.

### 2.3 Polarisation de l'emploi

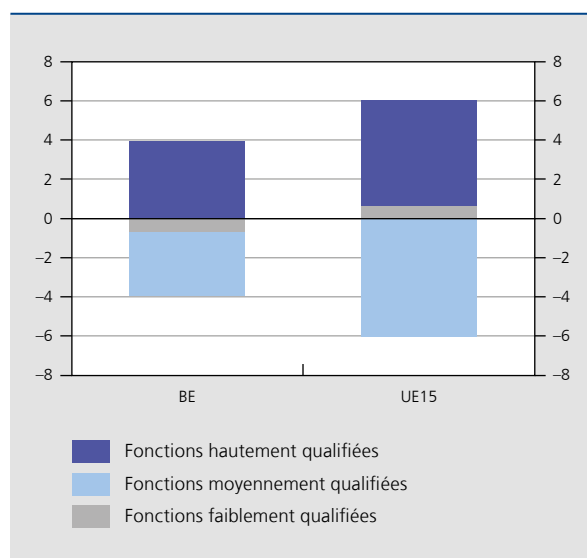
Comme cela a été mentionné à la section 2.1, le nombre de personnes occupées a augmenté depuis 2000. En Belgique, l'emploi s'est accru dans chacune des catégories de fonctions. Cette hausse ne s'est toutefois pas appliquée uniformément. La progression a été la plus nette pour les fonctions hautement qualifiées. Viennent ensuite les fonctions faiblement qualifiées et, enfin, les fonctions moyennement qualifiées. Le même classement a prévalu dans l'UE15, où l'emploi dans les fonctions

moyennement qualifiées a même reculé au cours de cette période. En raison de ces évolutions différentes, la part des fonctions moyennement qualifiées dans l'emploi total s'est sensiblement réduite au cours de la période 2000-2013. En Belgique, ce repli s'est élevé à 3,3 points de pourcentage; il a été encore plus prononcé dans l'UE15, où il a atteint 6 points de pourcentage. En revanche, on observe un net renforcement de la part des professions hautement qualifiées, de respectivement 3,9 et 5,4 points de pourcentage, ainsi qu'une relative stabilité de la part des emplois faiblement qualifiés. L'emploi a donc subi une polarisation au cours de cette période<sup>(2)</sup>. Celle-ci a été encore plus marquée dans l'UE15 qu'en Belgique.

La polarisation de l'emploi ne transparaît absolument pas dans la ventilation selon le niveau d'éducation, car c'est principalement la part des personnes faiblement diplômées qui s'est fortement tassée. Cette contraction est en grande partie influencée par la structure de l'offre de travail, ce qui confirme l'importance d'évaluer la demande de travail à l'aune des résultats selon le niveau de la fonction.

Considérée sous l'angle des professions exercées, la polarisation est toutefois un phénomène omniprésent, comme l'indique le tableau 1. Elle était déjà à l'œuvre au cours de la sous-période 2000-2008 qui a précédé la crise, et elle s'est clairement poursuivie au cours de

**GRAPHIQUE 8** ÉVOLUTION DE L'EMPLOI SELON LE NIVEAU DE LA FONCTION AU COURS DE LA PÉRIODE 2000-2013  
(parts dans le total, variations en points de pourcentage)



Source : CE (EFT).

(1) Une simple comparaison ne suffit pas, et ce pour deux raisons. Tout d'abord, comme on l'a déjà mentionné, le niveau du plus haut diplôme obtenu ne permet pas de déterminer les compétences actuelles du travailleur. Ensuite, la ventilation utilisée, qui repose sur trois groupes de fonctions, est trop agrégée pour qu'on puisse tirer des conclusions pertinentes quant à l'importance des disparités entre l'offre et la demande.

(2) Le constat d'une polarisation de l'emploi n'est pas nouveau. Des études internationales antérieures ont souvent décrit le phénomène en distinguant les emplois en fonction du contenu des tâches et/ou du niveau salarial (cf. notamment Goos *et al.*, 2014) et ont établi un lien avec d'autres facteurs explicatifs, comme la reprise de l'activité sans création d'emplois (jobless recovery) ou la théorie des changements technologiques (routine-biased technological change; cf. suite du présent article). D'autres critères ont également été utilisés pour ventiler l'emploi, tels le niveau de diplôme et la qualité de l'emploi (cf. Eurofound, 2013). Pour ces critères, on ne constate pas toujours une polarisation de l'emploi.

**TABLEAU 1** ÉVOLUTION DE L'EMPLOI SELON LE NIVEAU DE LA FONCTION AU COURS DE LA PÉRIODE 2000-2013: VENTILATION PAR SOUS-PÉRIODE ET PAR BRANCHE D'ACTIVITÉ

(parts dans le total, variations en points de pourcentage)

	Belgique			UE15		
	Fonctions faiblement qualifiées	Fonctions moyennement qualifiées	Fonctions hautement qualifiées	Fonctions faiblement qualifiées	Fonctions moyennement qualifiées	Fonctions hautement qualifiées
<b>Par sous-période</b>						
Avant la crise (2000-2008) .....	-1,6	-1,4	3,1	1,1	-4,9	3,8
Depuis la crise (2008-2013) .....	1,0	-1,9	0,9	-0,4	-1,1	1,6
<b>Par branche d'activité</b>						
Secteur marchand .....	-1,0	-2,3	3,3	1,0	-6,3	5,3
Industrie .....	-12,9	4,3	8,6	0,4	-9,0	8,7
Services marchands .....	4,4	-4,6	0,2	1,6	-3,2	1,6
Autres branches marchandes .....	-0,1	-4,1	4,2	-0,8	-5,6	6,4
Services non marchands .....	-0,2	-3,6	3,8	-0,4	-3,0	3,4

Source : CE (EFT).

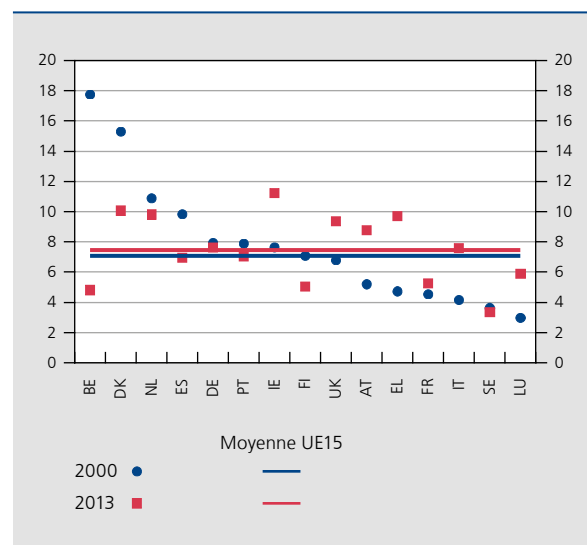
la sous-période 2008-2013, tant en Belgique<sup>(1)</sup> qu'en moyenne dans l'UE15. Il ne s'agit donc pas d'un stigmate de la crise, mais d'une tendance structurelle. En outre, il est intéressant d'examiner si la polarisation de l'emploi concerne l'ensemble de l'économie ou si elle concerne principalement certaines branches d'activité. Il en ressort que, en dépit de variations d'ampleur différente, le phénomène apparaît très clairement tant dans le secteur marchand que dans le non marchand, en Belgique comme dans l'UE15. Il n'est donc pas cantonné au secteur marchand, davantage soumis aux influences de la mondialisation. Au sein du secteur marchand, une nette polarisation s'observe dans les services marchands et dans les « autres branches marchandes ».

Dans l'industrie belge, il semble a priori ne pas être question de polarisation, puisque la part des professions faiblement qualifiées y a sensiblement baissé à la faveur des professions hautement qualifiées, mais néanmoins également, bien que dans une moindre mesure, des professions moyennement qualifiées. Ce n'est toutefois qu'un trompe-l'œil. Au cours de la période 2000-2013, et principalement avant la crise, la structure de l'emploi dans l'industrie belge a en effet été profondément adaptée : en 2000, les professions faiblement qualifiées représentaient encore quelque 18 % de l'emploi industriel,

soit la proportion de loin la plus élevée de tous les pays de l'UE15. La diminution de cette catégorie a donc été bien plus vaste en Belgique que dans les autres pays. Les restructurations réalisées au cours de la période en question ont d'ailleurs eu pour effet qu'en 2013, cette proportion s'est établie à 5 % environ, soit le niveau le plus faible de l'UE15, à l'exception de la Suède. Un

**GRAPHIQUE 9** PART DES PROFESSIONS FAIBLEMENT QUALIFIÉES DANS L'INDUSTRIE

(pourcentages de l'emploi industriel total)



Source : CE (EFT).

(1) La polarisation de l'emploi en Belgique au cours de la période antérieure à la crise ne transparaît pas tout à fait dans les chiffres en raison des évolutions spécifiques observées dans l'industrie (cf. ci-après).

**TABLEAU 2** ÉVOLUTION DE L'EMPLOI  
AU COURS DE LA PÉRIODE 2000-2013 :  
FONCTIONS FORTEMENT AFFECTÉES

**Fonctions hautement qualifiées.** Augmentation de, par exemple :

- Informaticiens
- Ingénieurs, architectes
- Personnel de cadre infirmier et sages-femmes
- Experts-comptables et spécialistes financiers
- Secrétaires spécialisés

**Fonctions moyennement qualifiées.** Diminution de, par exemple :

- Dactylographes
- Personnel administratif
- Métiers qualifiés de la métallurgie et de l'industrie textile
- Métiers qualifiés de l'imprimerie

**Fonctions faiblement qualifiées.** Augmentation de, par exemple :

- Aides de ménage

Source : CE (EFT).

mouvement d'une telle ampleur a dominé tous les autres changements de la structure de l'emploi. De ce fait, la pression exercée sur les fonctions moyennement qualifiées, qui prévaut aussi dans l'industrie belge, n'apparaît pas directement.

En moyenne dans l'UE15, la part des fonctions faiblement qualifiées dans l'emploi industriel total n'a guère varié au cours de la période 2000-2013. En effet, les modifications parfois considérables constatées dans les différents pays se sont en grande partie compensées. Contrairement à ce qui est observé en Belgique, le changement dans la structure de l'emploi n'y est ainsi pas dominé par une correction au niveau de l'emploi peu qualifié, ce qui met clairement en évidence la polarisation de l'emploi.

Les données détaillées de l'EFT relatives aux fonctions exercées<sup>(1)</sup> permettent de se faire une idée plus concrète de la nature des fonctions qui ont soit pâti, soit bénéficié de ce changement dans la demande de travail. Au sein des fonctions hautement qualifiées, on enregistre une hausse notamment du nombre d'informaticiens, d'ingénieurs et d'architectes,

(1) Cette analyse se heurte toutefois au passage, en 2011, à la nouvelle nomenclature « CIP 08 » (cf. annexe). En effet, les données de l'EFT sont insuffisamment détaillées pour pouvoir vérifier l'évolution de toutes les fonctions dans le temps. C'est pourquoi seules les grandes tendances sont mentionnées. Elles sont généralement constatées tant en Belgique qu'en moyenne dans l'UE15.

d'experts-comptables et de spécialistes financiers, pour lesquels un lien étroit peut être établi avec les évolutions des TIC. On note également une augmentation du personnel de cadre infirmier et des sages-femmes, ce qui fait ressortir l'importance accrue qu'ont pris les services médicaux.

Parmi les fonctions moyennement qualifiées, on observe par exemple un recul du personnel administratif et des métiers de l'imprimerie, de l'industrie textile et de la métallurgie. En outre, tandis que le nombre de secrétaires spécialisés (classés dans les fonctions hautement qualifiées) s'accroît, les fonctions de dactylographes (fonction d'exécutant et, partant, classée dans les moyennement qualifiées) diminuent. Dans de nombreux cas, il s'agit de fonctions comportant principalement des tâches routinières, qui sont assez aisées à automatiser ou qui peuvent être assez facilement délocalisées vers des pays étrangers à la main-d'œuvre meilleur marché. Ce phénomène concorde avec la théorie du routine-biased technological change comme facteur explicatif de la polarisation constatée (cf. par exemple Goos *et al.*, 2014).

Pour les fonctions faiblement qualifiées, on constate une hausse du nombre d'aides de ménage. En Belgique, cette progression peut être imputée aux emplois créés dans le cadre du régime des titres-services. Une augmentation se dessine cependant également ailleurs dans l'UE. Il s'agit d'emplois qui sont logiquement plus difficiles, voire impossibles, à automatiser ou à sous-traiter à des pays tiers.

L'aperçu général de la polarisation de l'emploi ne vaut toutefois pas pour toutes les professions au sein des trois niveaux de fonction. Par exemple, le nombre de coiffeurs et d'esthéticiens ne diminue pas, contrairement à d'autres fonctions moyennement qualifiées. En effet, il s'agit, à l'instar des activités telles que les aides de ménage, de services aux personnes qui induisent une interaction entre le prestataire et le client. On ne peut donc pas conclure du constat de polarisation que tous les emplois moyennement qualifiés sont menacés ou que tous les emplois faiblement qualifiés sont épargnés. En effet, l'éventail précis des tâches inhérentes aux différentes professions varie sensiblement, de sorte que ces dernières sont soumises dans une plus ou moins large mesure à la globalisation ou aux avancées technologiques.

On peut également relever que, en termes de professions, les évolutions de la demande de travail ne sont pas sans effet sur la composition de l'emploi selon d'autres critères, comme le genre, l'âge, le niveau d'éducation ou même l'origine. En effet, dans la pratique, certaines fonctions sont principalement exercées par des personnes présentant un profil donné. C'est ainsi qu'il existe traditionnellement



des professions féminines et des emplois pour les jeunes, des fonctions hautement qualifiées presque exclusivement pourvues par des personnes hautement diplômées, etc. La ventilation de l'emploi selon ces critères est toutefois aussi amplement déterminée par l'offre de travail disponible. Comme cet article se concentre sur la demande de travail, cette analyse sort du cadre du sujet étudié.

## 2.4 Liens entre globalisation, avancées technologiques et polarisation

Le constat, posé pour une grande majorité de pays européens, d'une polarisation de la demande de travail semble indiquer que des forces sont en action à une large échelle. Pour tester cette conjecture et établir si la polarisation est liée à la globalisation et aux avancées technologiques, il a été procédé à une analyse économétrique. Par rapport aux études précédentes sur la polarisation (cf. entre autres Goos *et al.*, 2014, Michaels *et al.*, 2014, et van den Berge et ter Weel, 2015), le caractère original des régressions présentées ci-après est qu'elles intègrent, outre les données traditionnelles d'exportations et d'importations, de nouveaux indicateurs de la globalisation, à savoir les mesures de longueur et de position au sein des chaînes mondiales de production.

Concrètement, les données annuelles pour la période 2000-2010 d'un regroupement en dix branches d'activité marchandes pour les neuf pays de l'UE15 disponibles dans EUKLEMS ont été exploitées<sup>(1)</sup>. Les parts des trois niveaux de professions dans l'emploi total de chaque branche marchande<sup>(2)</sup> ont été mises en rapport avec différents indicateurs relatifs aux TIC et à la globalisation des chaînes de production. En ce qui concerne les TIC, une mesure de la croissance du volume de capital high-tech a été introduite dans l'analyse. Issue de la base de données EUKLEMS, cette variable reprend les évolutions du matériel informatique et de télécommunication et des logiciels. Plusieurs indicateurs relatifs à la globalisation ont également été intégrés. Inspirées d'Antràs *et al.* (2012), présentées par Dhyne et Duprez (2015) et calculées sur la base des données WIOD, les mesures de longueur des chaînes de production et de position relative au sein de celles-ci fournissent une caractérisation de chaque

branche d'activité. La longueur des chaînes de production permet d'appréhender le nombre moyen de branches d'activité successivement impliquées dans les chaînes de production auxquelles une branche participe<sup>(3)</sup>. La position relative dans les chaînes de production évalue si une branche d'activité est plutôt spécialisée dans les phases initiales de la production (valeur proche de 0) ou, à l'inverse, dans le segment final qui délivre le produit fini (valeur proche de 1). Par ailleurs, pour prendre en compte le degré d'internationalisation des branches d'activité, les importations et les exportations directes, exprimées en parts de leur production totale, sont également incluses. Enfin, un effet fixe pour chaque branche d'activité de chaque pays est incorporé dans les régressions. Celui-ci permet de neutraliser les spécificités propres à chaque branche d'activité de chaque pays.

Il convient de préciser que, comme la somme des parts des trois niveaux de professions doit toujours être égale à 100, les variations de celles-ci doivent impérativement se compenser. Dès lors, lorsque les régressions ont été

**TABLEAU 3** CARACTÉRISTIQUES DES BRANCHES D'ACTIVITÉ ET PART DES NIVEAUX DE FONCTION<sup>(1)</sup>

	Professions hautement qualifiées	Professions moyennement qualifiées	Professions faiblement qualifiées <sup>(2)</sup>
Longueur des chaînes de production . . . . .	0,030 *** (0,005)	-0,048 *** (0,000)	0,017 ***
Position relative dans les chaînes de production . . .	0,324 ** (0,015)	-0,655 *** (0,000)	0,331 ***
Importations . . . . .	-0,127 (0,234)	-0,157 (0,164)	0,284 ***
Exportations . . . . .	0,108 ** (0,009)	-0,096 ** (0,027)	-0,012
Capital high-tech . . . . .	0,019 *** (0,000)	-0,024 *** (0,000)	0,004
Effet fixe branche/pays . .	oui	oui	
Observations . . . . .	920	920	
R <sup>2</sup> . . . . .	0,95	0,94	

Sources : calculs BNB sur la base des données CE (EFT), EUKLEMS et WIOD.

(1) Coefficients estimés par régression SURE. Les p-values sont reprises entre parenthèses. \*\*\* veut dire significatif au seuil de 1 %, \*\* significatif au seuil de 5 % et \* significatif au seuil de 10 %. Chaque niveau de fonction est exprimé en part du total. La longueur des chaînes de production, comprise dans les données entre 1,9 et 5,6, mesure le nombre moyen de branches d'activité successivement impliquées dans les chaînes auxquelles participe la branche d'activité. La position relative indique si une branche d'activité est plutôt spécialisée dans les phases initiales de la production (valeur proche de 0) ou dans les phases finales (valeur proche de 1). Les importations et les exportations directes sont exprimées en parts de la production. Le volume de capital high-tech est exprimé en indice 2005 = 1.

(2) La somme des parts des différentes catégories étant égale à 1, le coefficient de cette catégorie est égal à l'inverse de la somme des coefficients des deux autres catégories. Le test de significativité porte sur la somme des deux autres coefficients.

(1) Cf. O'Mahony et Timmer (2009) pour un détail des données EUKLEMS. Les pays sont les suivants : Allemagne, Autriche, Belgique, Espagne, France, Italie, Finlande, Pays-Bas et Royaume-Uni. Les branches d'activité sont les suivantes : agriculture ; industries extractives ; industrie manufacturière ; production et distribution d'électricité, de gaz et d'eau ; construction ; commerce ; transport ; hôtels et restaurants ; immobilier et services aux entreprises ; activités financières.

(2) Même s'ils ne sont pas reportés ici, les résultats des régressions sont assez semblables lorsque l'analyse est effectuée pour l'ensemble de l'économie, c'est-à-dire en ajoutant les quatre branches d'activité suivantes : administration publique ; éducation ; santé et action sociale et autres activités de services.

(3) Les échanges intra-branche sont comptabilisés. En ce sens, la longueur fournit une moyenne du nombre d'entreprises successivement impliquées dans les chaînes de production.

effectuées pour deux niveaux de professions, on peut automatiquement calculer les coefficients de la troisième. La part des professions faiblement qualifiées a arbitrairement été choisie comme étant la variable résiduelle. Sa part évolue donc de manière inverse au total des variations des deux autres catégories.

Même si ces régressions ne permettent pas de se prononcer sur la causalité des relations, elles donnent des indications sur la complémentarité entre la réorganisation de la production mondiale et l'évolution des parts des différents niveaux de professions. Comme indiqué au tableau 3, qui présente l'ensemble des résultats, un allongement des chaînes de production s'accompagne d'un gonflement des parts des professions hautement et faiblement qualifiées et d'une contraction de celle des professions moyennement qualifiées. Cette triple relation confirme le lien entre la globalisation et la polarisation de la demande de travail. Cette dernière est par ailleurs plus marquée lorsque la branche d'activité est plus proche du consommateur final. La polarisation du travail va donc de pair avec la fragmentation des chaînes de valeur et le positionnement en aval de la production. En outre, une augmentation des importations coïncide avec une progression de la part des professions faiblement qualifiées. De même, des hausses des exportations et du capital high-tech s'accompagnent d'une expansion de la part des professions hautement qualifiées, au détriment des professions moyennement qualifiées. L'internationalisation et le capital high-tech semblent donc être des compléments des professions élevées et des professions basses, alors qu'ils s'avèrent des substituts aux professions moyennes.

Outre les variables prises en compte, d'autres facteurs peuvent également jouer. De l'examen de la corrélation des résidus, il ressort qu'un choc affectant positivement la part d'une catégorie de professions a toujours un effet négatif sur chacune des deux autres. Dans la mesure où une progression de la part d'une catégorie ne peut se réaliser qu'au détriment d'au moins une des deux autres, ce résultat n'est pas vraiment surprenant. Il est toutefois intéressant de noter que l'effet négatif est plus important pour les professions moyennement qualifiées. Techniquement, en effectuant les régressions de façon simultanée, les résidus ont pu être comparés deux par deux. Pour la régression des professions moyennement qualifiées, la corrélation des résidus est de  $-0,85$  avec ceux des professions hautement qualifiées et de  $-0,36$  avec ceux des faiblement qualifiées. À titre de comparaison, entre les professions hautement et faiblement qualifiées, la corrélation des résidus n'est que de  $-0,19$ . Ceci signifie que, outre les indicateurs relatifs aux TIC et à la globalisation présents dans les

régressions, d'autres variables semblent accentuer la polarisation de la demande de travail.

### 3. Conclusion

Ces dernières décennies, l'économie a subi de profondes mutations au niveau mondial. Dans tous les secteurs, les avancées technologiques ont bouleversé les modes de création, de production et de distribution, de même qu'elles ont modifié les relations avec les consommateurs. Elles ont également contribué au décloisonnement des chaînes de production et à la montée en puissance des économies émergentes. S'appuyant sur un taux d'investissement élevé, certains pays d'Asie ont pris leur place au sein de la production marchande et sont peu à peu devenus la plus grande manufacture mondiale. Ces pays ont dès lors gagné des parts de marché sur les chaînes de production marchande des pays avancés, y compris sur les chaînes belges. Cette progression s'est réalisée au bénéfice de la rémunération du capital des pays émergents et, dans une moindre mesure, de l'emploi hautement diplômé, mais nullement de l'emploi faiblement diplômé.

Le marché du travail en Europe a lui aussi traversé de profonds changements. Dans un contexte de désindustrialisation et de hausse du nombre d'emplois dans les services marchands et non marchands, la demande de travail s'est fondamentalement modifiée. Pour pouvoir en juger, il convient de ne pas se fonder sur le niveau d'éducation de la main-d'œuvre. Une ventilation de l'emploi selon le niveau de la fonction, qui fournit une indication du contenu de celle-ci, est mieux adaptée pour procéder à une telle analyse.

En Belgique comme dans les autres pays de l'UE15, les fonctions moyennement qualifiées ont été mises sous pression, au bénéfice principalement des fonctions hautement qualifiées, tandis que la demande de fonctions peu qualifiées est restée assez stable. Au cours de la période 2000-2013, la part des emplois moyennement qualifiés a reculé de 3,3 points de pourcentage en Belgique et de 6 points de pourcentage en moyenne dans l'UE15; en revanche, la part des emplois hautement qualifiés y a augmenté de respectivement 3,9 et 5,4 points de pourcentage. On peut donc parler d'une polarisation de la demande de travail. Cette tendance structurelle, qui s'est déjà manifestée avant la crise, est largement à l'œuvre dans toutes les grandes branches d'activité.

L'analyse économétrique réalisée dans le cadre de cet article montre l'existence d'un lien entre toutes ces évolutions. La polarisation de la demande de travail dans les branches marchandes s'est accompagnée d'une

fragmentation des chaînes de production et d'une croissance du capital high-tech. Ces profondes mutations ont en effet pénalisé les professions moyennes, comme les dactylographes, les employés administratifs et les métiers de la métallurgie, du textile ou de l'imprimerie. Ce sont les fonctions les plus répétitives qui ont été les plus touchées, qu'elles soient devenues obsolètes ou qu'elles appartiennent à des segments de la production qui ont été déplacés vers les pays émergents. En revanche, les fonctions peu qualifiées ont été moins concernées, en particulier lorsque celles-ci sont non routinières et nécessitent des interactions entre le prestataire et le client, comme les services à domicile. La demande de fonctions hautement qualifiées, notamment celles qui sont directement complémentaires des technologies de l'information et de la communication, tels les postes d'informaticien, d'ingénieur, de secrétaire spécialisé, etc., s'en est également trouvée stimulée. Certes, toutes les professions au sein de chaque catégorie n'ont pas été affectées de la même manière, car cela dépend de l'ensemble précis des tâches inhérentes aux diverses professions. Les évolutions de chaque emploi spécifique ont fortement divergé, et cela sera sans aucun doute encore le cas à l'avenir.

L'essor des économies d'Asie de l'Est et les progrès technologiques ne sont toutefois pas les seuls déterminants de la demande de travail. D'autres facteurs sont susceptibles d'influencer la polarisation de l'emploi. Les institutions du marché du travail jouent ainsi un rôle. À cet égard, une

politique active du marché du travail et des mesures (para) fiscales ont soutenu l'emploi peu qualifié. Des mesures telles que les titres-services en Belgique en sont un bon exemple. En outre, l'augmentation du bien-être, la féminisation de l'offre de travail et le vieillissement de la population ont contribué à accroître la demande de services aux personnes ou de santé. Cette évolution est elle aussi favorable aux professions interactives ou non routinières.

Enfin, il est utile de préciser que les données disponibles exploitées dans le cadre de notre analyse ne permettent pas de se prononcer sur l'impact des évolutions récentes sur la demande de travail. Or, il semble que le phénomène de fragmentation des chaînes de production ait marqué un arrêt à partir de 2010 (cf. Al-Haschimi *et al.*, 2015 et Dhyne et Duprez, 2015). Les données les plus récentes pointent également un ralentissement des investissements dans les économies émergentes, en particulier en Chine. Aucun élément ne semble en revanche signaler un essoufflement du progrès technologique (cf. OECD, 2015). Les firmes devront donc toujours s'adapter à un monde en perpétuelle évolution. Si les avancées technologiques et la globalisation sont porteuses de défis, elles ouvrent également de vastes perspectives en termes de développement économique et d'emploi, surtout pour les entreprises qui prendront pleinement leur place dans les chaînes de création de valeur et exploiteront les gisements de demande, en ce compris ceux des pays émergents.

## Annexe

### Statistiques relatives à l'emploi selon le niveau de formation et le niveau de la fonction

Les données du marché du travail exploitées dans le présent article sont principalement tirées de l'enquête sur les forces de travail (EFT). Cette enquête est harmonisée au niveau européen par Eurostat et fournit donc des résultats comparables entre eux pour les divers pays. Ces résultats sont ventilés en fonction de différents critères. Les regroupements de variables utilisés dans cet article ne sont pas toujours disponibles sur le site internet d'Eurostat, si bien qu'on a recouru aux microdonnées mises à disposition par Eurostat, lesquelles portent actuellement sur la période allant jusqu'à 2013 inclus.

La ventilation de l'EFT selon le *niveau d'éducation* s'effectue selon la classification CITE (classification internationale type de l'éducation), établie par l'UNESCO. Cette classification permet une comparaison internationale. Depuis 1998, on utilise la classification « CITE 97 ». Dans cette classification – très détaillée –, il est d'usage de distinguer trois grands groupes :

- les *personnes faiblement diplômées* sont les personnes qui n'ont pas de diplôme de l'enseignement secondaire ;
- les *personnes moyennement diplômées* sont les personnes qui ont obtenu un diplôme de l'enseignement secondaire mais pas de l'enseignement supérieur ;
- les *personnes hautement diplômées* sont les personnes qui possèdent un diplôme de l'enseignement supérieur.

La ventilation de l'emploi selon le *niveau de fonction* s'effectue sur la base de la classification CIP (classification internationale type des professions) du BIT (Bureau international du travail). Cette classification permet elle aussi d'établir des statistiques comparables internationalement. Jusqu'en 2010 inclus, c'est la version CIP 88 qui était utilisée dans l'EFT ; la version en vigueur depuis 2011, désignée sous le nom de « CIP 08 », a été très profondément adaptée. La conversion entre les deux versions ne peut s'effectuer qu'à un niveau très détaillé (à savoir un niveau de cinq caractères), alors que les données concernées dans l'EFT ne sont disponibles qu'à un niveau de trois caractères, ce qui rend difficile la comparabilité dans le temps à un niveau détaillé. La ventilation généralement utilisée dans cet article opère cependant, par analogie avec les groupes selon le niveau de formation, une distinction entre trois grands groupes pour lesquels le BIT a établi un tableau de conversion et qu'on peut dès lors suivre dans le temps.

On trouvera ci-après, à titre d'illustration, la classification « CIP 08 » à un niveau de deux caractères (source : DGS).

Les *fonctions hautement qualifiées* (« skill levels » 3 et 4 du BIT) comprennent :

- 11 Directeurs généraux, cadres supérieurs et membres de l'exécutif et des corps législatifs
- 12 Managers de services administratifs et commerciaux
- 13 Managers, production et services spécialisés
- 14 Managers de l'hôtellerie, la restauration, le commerce de détail et de gros et autres services
- 21 Spécialistes des sciences techniques
- 22 Spécialistes de la santé
- 23 Spécialistes de l'enseignement
- 24 Spécialistes en gestion et administration d'entreprises
- 25 Spécialistes des technologies de l'information et des communications
- 26 Spécialistes de la justice, des sciences sociales et de la culture
- 31 Professions intermédiaires des sciences et techniques
- 32 Professions intermédiaires de la santé
- 33 Professions intermédiaires, finance et administration
- 34 Professions intermédiaires des services juridiques, des services sociaux et assimilés
- 35 Techniciens de l'information et des communications

Les *fonctions moyennement qualifiées* (« skill level » 2) comprennent :

- 41 Employés de bureau
- 42 Employés de réception, guichetiers et assimilés
- 43 Employés des services comptables, financiers, de paie et assimilés et magasiniers
- 44 Autres employés de type administratif
- 51 Personnel des services directs aux particuliers
- 52 Commerçants et vendeurs
- 53 Personnel soignant
- 54 Personnel des services de protection et de sécurité
- 61 Agriculteurs et ouvriers qualifiés de l'agriculture commerciale
- 62 Professions commerciales qualifiées de la sylviculture, de la pêche et de la chasse
- 63 Agriculteurs, pêcheurs, chasseurs et cueilleurs de subsistance
- 71 Métiers qualifiés du bâtiment et assimilés, sauf électriciens
- 72 Métiers qualifiés de la métallurgie, de la construction mécanique et assimilés
- 73 Métiers qualifiés de l'artisanat et de l'imprimerie
- 74 Métiers de l'électricité et de l'électrotechnique
- 75 Métiers de l'alimentation, du travail sur bois, de l'habillement (y compris l'ameublement) et autres métiers qualifiés de l'industrie et de l'artisanat
- 81 Conducteurs de machines et d'installations fixes
- 82 Ouvriers de l'assemblage
- 83 Conducteurs de véhicules et d'engins lourds de levage et de manœuvre

Les *fonctions faiblement qualifiées* (« skill level » 1) comprennent :

- 91 Aides de ménage
- 92 Manœuvres de l'agriculture, de la pêche et de la sylviculture
- 93 Manœuvres des mines, du bâtiment et du génie civil, des industries manufacturières et des transports
- 94 Collaborateurs en restauration rapide
- 95 Vendeurs ambulants et autres travailleurs des petits métiers des rues et assimilés
- 96 Éboueurs et autres travailleurs non qualifiés

L'emploi dans les forces armées (« groupe 0 ») n'est pas pris en considération.

## Bibliographie

- Al-Haschimi A, F. Skudelny, E. Vaccarino et J. Wörz (2015), « The trade and demand nexus: Do global value chains matter ? », in J. Amador et F. di Mauro (eds.), *The Age of Global Value Chains - Maps and Policy Issues*, A VoxEU.org eBook, CEPR Press, 9 July.
- 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.
- BNB (2015), *Rapport annuel 2014*.
- CSE (2015), *Rapport 2015*.
- Dhyne E. et C. Duprez (2015), « La crise a-t-elle modifié l'ADN de l'économie belge ? », BNB, *Revue économique*, septembre, 31-43.
- Eurofound (2013), *Employment polarisation and job quality in the crisis: European Jobs Monitor 2013*.
- Goos M., A. Manning et A. Salomons (2014), « Explaining job polarization: Routine-Biased Technological Change and Offshoring », *American Economic Review*, 104 (8), 2509-2526.
- Goux D. et E. Maurin (2000), « The decline in demand for unskilled labor: An empirical analysis method and its application to France », *The Review of Economics and Statistics*, 82 (4), 596-607.
- ILO (2012), *International Standard Classification of Occupations - Structure, group definitions and correspondence tables*.
- Michaels G., A. Natraj et J. Van Reenen (2014), « Has ICT polarized skill demand? Evidence from eleven countries over twenty-five years », *The Review of Economics and Statistics*, 96(1), 60-77.
- OECD (2015), *OECD Science, Technology and Industry Scoreboard 2015: Innovation for growth and society*, Octobre.
- O'Mahony, M. et M. Timmer (2009), « Output, Input and Productivity Measures at the Industry Level: the EUKLEMS Database », *Economic Journal*, 119(538), 374-403.
- Revenga, A. (1992), « Exporting jobs? The impact of competition on employment and wages in US manufacturing », *Quarterly Journal of Economics*, 107 (1), 255-284.
- Timmer M., A. Erumban, B. Los, R. Stehrer et G. de Vries (2014), « Slicing up global value chains », *Journal of Economic Perspectives*, 28(2), 99-118.
- 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*, 23(3), 575-605.
- van den Berge W. et B. ter Weel (2015), *Baanpolarisatie in Nederland*, CPB Policy Brief, 2015/13.
- WTO (2013), *Global value chains in a changing world*, édité par Deborah K. Elms et Patrick Low.

# Communication en matière de politique monétaire dans le sillage de la grande récession

N. Cordemans<sup>(\*)</sup>

## Introduction

« Dans les limites de son mandat, la BCE est prête à faire tout ce qu'il faudra pour préserver l'euro. Et croyez-moi, ce sera suffisant ». Ces petites phrases prononcées par Mario Draghi, président de la BCE, le 26 juillet 2012 à Londres ont marqué un tournant dans la crise de la dette publique à laquelle la zone euro était confrontée depuis le début de 2010. Elles ont été suivies au début d'août par l'annonce d'un programme d'opérations monétaires sur titres (OMT) visant à lever définitivement les doutes qui planaient sur l'irréversibilité de la monnaie unique. La mesure est toutefois restée inactivée depuis, tant la dissipation des tensions sur les marchés financiers et le mouvement de détente dans la crise de la dette souveraine amorcés à la fin de juillet 2012 se sont inscrits dans la durée.

Les effets des propos tenus à Londres par Mario Draghi illustrent à merveille le poids des mots dans la conduite actuelle de la politique monétaire. De nos jours, les banquiers centraux un peu partout sur la planète mettent un point d'honneur à s'expliquer et à bien se faire comprendre. La communication est érigée au rang d'instrument de la politique monétaire, à l'efficacité de laquelle elle participe grandement. Elle est en outre perçue comme une responsabilité démocratique de la banque centrale, qui s'est vu confier un mandat précis et bénéficie d'une grande indépendance pour y satisfaire.

La transparence et l'ouverture en matière de politique monétaire ne datent pas d'hier. Elles ont toutefois pris un nouvel élan ces dernières années, dans la foulée de la grande récession. Parmi les événements marquants,

figurent notamment les annonces, par la Réserve fédérale et par la Banque du Japon, d'objectifs quantitatifs en matière d'inflation, ainsi que la décision du Conseil des gouverneurs de la BCE de publier, à compter de janvier 2015, des comptes rendus de ses délibérations de politique monétaire (*Account*). Dans ce contexte, cet article s'attache à présenter les dernières initiatives en matière de communication des principales banques centrales des économies avancées, en prêtant une attention particulière à celles de l'Eurosystème. La première partie retrace brièvement l'historique de la communication des banques centrales et tente d'expliquer comment elles sont passées de l'ombre à la lumière. La deuxième partie commente les développements récents survenus aux États-Unis, au Japon, au Royaume-Uni et, plus particulièrement, dans la zone euro. Enfin, la troisième partie s'intéresse à un aspect parfois occulté mais non moins important de la communication des banques centrales, à savoir son accessibilité. Elle comprend une analyse empirique de l'évolution dans le temps de la complexité des déclarations de politique monétaire. La conclusion résume les principaux enseignements tout en offrant quelques pistes de réflexion pour l'avenir.

## 1. De l'ombre à la lumière

### 1.1 Secret, mystique et opacité

Durant la majeure partie du XX<sup>e</sup> siècle, les banques centrales se sont terrées dans le secret, faisant reposer

(\*) L'auteur remercie Jef Boeckx pour ses précieux commentaires et suggestions.



leurs actions sur une mystique relevant d'une approche quelque peu métaphysique de la politique monétaire. Cette dernière se fondait sur l'idée, largement répandue parmi les banquiers centraux, que la conduite de la politique monétaire relevait essentiellement d'un art dont l'accès et la pratique se devaient d'être réservés à une élite initiée. La nature ésotérique de cet art tenait quant à elle à l'impossibilité d'articuler ses principes en des termes explicites et intelligibles (Brunner, 1981, cité par Issing, 2005). Dans de telles conditions, il était attendu que les profanes n'usurpent pas les prérogatives des initiés et ne se mêlent dès lors pas au débat monétaire (Federal Reserve Board, 2004a).

Dans la pratique, l'opacité entourant la conduite de la politique monétaire a pris des formes diverses et variées à travers le temps et l'espace. Elle s'est en particulier traduite par l'absence d'objectifs ou de stratégies politiques explicites, par la non-publicité des décisions adoptées et des opérations menées, ou encore par le caractère vague, irrégulier ou ambigu des déclarations des autorités monétaires.

L'aphorisme utilisé en son temps par Montagu Norman, gouverneur de la Banque d'Angleterre de 1921 à 1944, illustre bien la vision de la politique monétaire qui a longtemps prévalu : « ne jamais s'expliquer, ne jamais s'excuser ». Certains propos tenus plus tard par Alan Greenspan, président de la Réserve fédérale de 1987 à 2006, sont également révélateurs. Non sans humour, il avait affirmé en 1987 qu'il avait appris à « marmonner avec une grande incohérence » depuis son arrivée à la tête de la banque centrale américaine et, à un journaliste qui le remerciait à l'issue d'une conférence pour la clarté de son intervention, il aurait rétorqué : « Vous avez dû mal me comprendre ».

Par delà le fait qu'une certaine culture du secret puisse, historiquement, refléter des relations privilégiées avec le pouvoir politique, le statut originel de banque privée (Dincer et Eichengreen, 2007) ou le désir naturel d'une bureaucratie de maximiser son autorité et son prestige (Mishkin, 2004), certains arguments économiques justifiant un fonctionnement opaque de la politique monétaire ont également été mis en avant. À la fin des années 1970, le Federal Open Market Committee (FOMC) de la Réserve fédérale a ainsi par exemple motivé son opacité par le fait que la transparence<sup>(1)</sup> risquait d'avantager certains spéculateurs de grande taille, et dès lors d'être à la source d'une concurrence déloyale ; elle menaçait en outre d'entraîner des réactions inappropriées sur les marchés, d'accroître le coût de financement du gouvernement, de lier les mains des autorités monétaires, ou encore de compliquer le lissage des taux d'intérêt (Goodfriend, 1986)<sup>(2)</sup>.

Des arguments théoriques justifiant le secret dans lequel se sont longtemps drapées les banques centrales ont pour leur part été proposés par Cukierman et Meltzer (1986) dans un article fondateur consacré à la théorie de la crédibilité, de l'ambiguïté et de l'inflation en politique discrétionnaire et en présence d'asymétrie informationnelle. Ils ont montré qu'en instillant une certaine dose d'ambiguïté dans la conduite de leur politique, les autorités (monétaires) – dont les préférences en termes d'emploi et d'inflation sont supposées être variables au cours du temps – seraient à même de stimuler l'activité économique en prenant les agents économiques par surprise. De ce fait, le niveau optimal d'ambiguïté serait plus élevé que le niveau minimum autorisé par la technologie disponible. Enfin, l'opacité a un temps été présentée comme un moyen de s'affranchir d'un contrôle politique préjudiciable à la lutte contre l'inflation (Mishkin, 2004). Cette vision reposait sur la théorie de l'incohérence temporelle des politiques optimales, qui suggérait d'éloigner la conduite de la politique monétaire du gouvernement, et ce afin d'éviter les pressions politiques en faveur d'une orientation monétaire excessivement expansionniste destinée à exploiter l'arbitrage à court terme entre le chômage et l'inflation.

## 1.2 Transparence et ouverture

À compter du milieu des années 1970, les banques centrales des économies avancées vont progressivement changer leur fusil d'épaule en matière de communication. Lentement mais sûrement, le secret et l'opacité vont céder la place à la transparence et à l'ouverture, une évolution qui ira de pair avec de profondes transformations du cadre institutionnel, de la compréhension et de la pratique de la politique monétaire.

Deux développements majeurs ont amorcé la tendance : le passage aux taux de change flottants à la suite de l'effondrement du système de Bretton Woods en 1973 et le phénomène de la stagflation dans les années 1970. La fin du régime de taux de change fixes fondé sur l'arrimage du dollar des États-Unis à l'or a supprimé l'ancrage nominal or-dollar qui prévalait et a offert une plus grande

(1) D'un point de vue économique, la transparence peut être définie comme l'absence d'asymétrie d'information (Geraats, 2013). La transparence en matière de politique monétaire s'apparente dès lors à la mesure dans laquelle l'information pertinente pour la conduite de celle-ci est rendue publique.

(2) Ces arguments à l'encontre de la transparence dans la conduite de la politique monétaire de la Réserve fédérale ont été consignés dans les archives judiciaires américaines à la suite de l'affaire Merrill contre FOMC (1975-1981). Dans le cadre de cette dernière, David Merrill, un étudiant de l'université de Georgetown, a poursuivi le Federal Open Market Committee en vertu de la loi sur l'accès à l'information (Freedom of Information Act) de 1966, requérant la publication de ses directives de politique et de ses minutes immédiatement après chaque réunion. Après plusieurs années de procédure, la justice américaine a tranché en faveur du FOMC, arguant que l'obligation de publication pouvait être levée dans la mesure où elle portait atteinte aux fonctions monétaires ou aux intérêts commerciaux du gouvernement. Les arguments du FOMC se fondent très largement sur la théorie monétaire et financière (cf. Goodfriend, 1986, pour plus de détails).

flexibilité aux pays pour mener une politique monétaire indépendante<sup>(1)</sup>. Dans la perspective de préserver le pouvoir d'achat d'une monnaie devenue fiduciaire, elle a poussé les banques centrales à adopter un nouvel ancrage nominal. L'expérience de la stagflation dans les années 1970 a quant à elle démontré l'absence d'arbitrage systématique entre l'inflation et le chômage, et illustré le caractère vertical de la courbe de Phillips de long terme, relevé à la fin des années 1960 par Milton Friedman et Edmund Phelps. Elle va ainsi contribuer à faire accepter l'idée selon laquelle, à long terme, la banque centrale est uniquement capable d'influer sur l'inflation et non sur les variables réelles telles que la production et l'emploi.

Ces deux événements vont largement participer à l'adoption par les banques centrales des économies avancées de la stabilité des prix comme point d'ancrage nominal de la politique monétaire à compter du milieu des années 1970. Les travaux de recherche mettant en lumière les bénéfices et les facteurs de succès du contrôle de l'inflation ainsi que les exemples de bonnes pratiques vont par la suite progressivement renforcer l'attrait des autorités monétaires pour la transparence<sup>(2)(3)</sup>.

Premièrement, la solution qui sera privilégiée pour répondre aux problèmes de l'incohérence temporelle et du biais inflationniste des gouvernements sera l'indépendance des banques centrales. Un banquier central indépendant du pouvoir politique et conservateur – c'est-à-dire porté sur la stabilité des prix – émerge ainsi dans les années 1980 comme la condition d'une politique monétaire non inflationniste crédible. Dans ce contexte, l'opacité censée faire obstacle aux interférences potentielles du pouvoir budgétaire perd sa raison d'être. À l'inverse, la responsabilité démocratique (*accountability* en anglais) ressort comme le corollaire à l'indépendance: la banque centrale qui s'est vu confier un mandat sans disposer de légitimité démocratique se doit de rendre des comptes. Cette responsabilité passe en particulier par une communication étendue sur la manière dont elle s'efforce de remplir sa mission. Bien que le lien entre l'indépendance et la responsabilité ait rapidement été établi, il se renforcera progressivement, dans le contexte d'une évolution sociétale plus large marquée par une attention accrue portée à la responsabilité démocratique dans la gestion publique (Dincer et Eichengreen, 2014).

Deuxièmement, l'adoption en tant que telle d'un ancrage nominal tel qu'un engagement effectif à préserver la stabilité des prix va également induire une communication élargie avec le public. Pour remplir ses engagements, la banque centrale se doit en effet d'être crédible, de convaincre les agents économiques qu'elle est capable de les honorer et qu'elle est décidée à y parvenir. Autrement dit, elle

doit ancrer les anticipations d'inflation<sup>(4)</sup>. Pour ce faire, il importe que le public puisse acquérir une bonne compréhension de ce qu'elle fait et pourquoi; la banque centrale a dès lors intérêt à communiquer clairement sur ses objectifs, sur sa stratégie et sur ses décisions.

Enfin, troisièmement, émerge graduellement un consensus sur le rôle essentiel de la gestion des anticipations, non seulement en termes d'inflation, mais également en matière de politique monétaire au sens large<sup>(5)</sup>. Le taux d'intérêt pertinent pour les décisions de consommation et d'investissement est en effet le taux réel à long terme, qui reflète les attentes quant aux taux à court terme futurs, ainsi qu'une prime d'incertitude. De ce fait, c'est davantage l'évolution anticipée de la politique monétaire que l'orientation de cette dernière qui conditionne l'économie. La lisibilité et la prédictibilité de la politique monétaire ressortent dès lors comme des ingrédients de choix de son efficacité et passent par une communication soignée<sup>(6)</sup>. Le rôle dévolu à cette dernière apparaît plus grand encore lorsque les taux directeurs atteignent un niveau plancher et que, dès lors, la politique monétaire conventionnelle se révèle inopérante (pour de plus amples détails, cf. Woodford, 2012).

L'importance de la communication des banques centrales avec le public s'est renforcée au fil du temps, à mesure que les anticipations relatives à la politique monétaire future ont accru leur influence sur le mécanisme de transmission de la politique monétaire. La libéralisation croissante des marchés des capitaux, les progrès dans les technologies de l'information et de la communication, de même que les interdépendances économiques et financières grandissantes

- (1) Selon le triangle d'incompatibilité de Mundell, dans un contexte de mobilité des capitaux, la politique monétaire peut être orientée soit vers un objectif externe (tel le taux de change), soit vers un objectif interne (telle l'inflation), mais non vers les deux en même temps. Dans le cadre du système monétaire international institué à Bretton Woods en 1944, le maintien de parités fixes (bien qu'ajustables) vis-à-vis du dollar des États-Unis obligeait ainsi très largement les pays participants à subordonner leur politique monétaire à celle de la Réserve fédérale.
- (2) Il convient de noter qu'en supprimant les inévitables réévaluations/dévaluations, qui requièrent la plus grande confidentialité pour éviter les attaques spéculatives, le passage aux taux de change flottants a, pour un certain nombre de banques centrales, levé un obstacle important à une plus grande transparence (Chant, 2003).
- (3) Goodfriend (1986) a été l'un des premiers à offrir une critique détaillée du secret entourant le fonctionnement de la Réserve fédérale. Prenant appui sur la théorie des anticipations rationnelles - selon laquelle les agents forment leurs anticipations en tenant compte de l'ensemble de l'information disponible et sont supposés connaître le fonctionnement réel de l'économie -, il soulève le fait qu'une plus grande transparence doit permettre d'aligner plus étroitement les réactions des marchés sur les intentions des autorités monétaires. Sa conclusion (« Étant donné le caractère peu convaincant des arguments théoriques et la présomption selon laquelle le secret gouvernemental est incohérent avec un bon fonctionnement démocratique, d'autres travaux sont requis avant de conclure que l'opacité des banques centrales est socialement bénéfique ») ouvrira la voie à une remise en question plus fondamentale de l'opacité entourant la pratique de la politique monétaire.
- (4) Comme l'illustre la courbe de Phillips augmentée des anticipations initialement développée par Milton Friedman, les anticipations d'inflation jouent en effet un rôle important dans la détermination de l'inflation.
- (5) Cf. Woodford (2003).
- (6) Si, d'un point de vue théorique et empirique, de puissants arguments en faveur de la transparence ont émergé, certains travaux relèvent toutefois qu'une plus grande transparence n'est pas nécessairement bénéfique, en particulier lorsque la divulgation d'informations est impure (cf. Geraats, 2013). Bien qu'un consensus général sur les bienfaits de la transparence dans la conduite de la politique monétaire semble aujourd'hui prévaloir, il subsiste par ailleurs toujours un débat sur son niveau optimal, lié notamment à l'environnement institutionnel de la banque centrale. Pour une discussion sur les limites de la transparence, cf. par exemple Cukierman (2009).

entre les pays, y ont contribué, en resserrant les liens entre les attentes et les décisions des agents économiques (BCE, 2002). Aussi les avancées dans le domaine des technologies de l'information et de la communication ont-elles élargi les capacités des banques centrales de communiquer en temps et en heure avec le plus grand nombre.

Comme évoqué ci-dessus, un mouvement en faveur d'une plus grande transparence dans la conduite de la politique monétaire s'est esquissé vers le milieu des années 1970, dans le cadre de l'adoption de cibles monétaires et d'une attention plus soutenue portée à la stabilité des prix à long terme. Dans la pratique, la véritable révolution s'est toutefois amorcée au début des années 1990, avec l'adoption du ciblage de l'inflation par la Banque de réserve de Nouvelle-Zélande, la Banque du Canada, la Banque de Suède et la Banque d'Angleterre. Le ciblage de l'inflation, qui consiste à définir une cible d'inflation explicite visant à ancrer les anticipations d'inflation, requiert a priori une transparence toute particulière, dans la mesure où son succès est étroitement lié à la crédibilité qu'accordent les marchés à la capacité et la détermination

de la banque centrale à atteindre son objectif (Mishkin et Schmidt-Hebbel, 2001)<sup>(1)</sup>. À des degrés divers et par paliers successifs, les banques centrales adeptes du ciblage de l'inflation vont ainsi multiplier leurs mesures de transparence, non seulement en rendant publiques une large quantité d'informations sur leurs objectifs et sur leurs stratégies, mais également en publiant des projections d'inflation, des rapports d'inflation et des minutes résumant les délibérations de leur comité de politique monétaire.

Les banques centrales ayant opté pour une autre stratégie de politique monétaire n'ont pas été en reste. La Réserve fédérale a par exemple décidé de faire part immédiatement de ses décisions de taux cible des fonds fédéraux à compter de février 1994 et, plus tard dans l'année, d'ajouter une description de l'économie ainsi qu'une

(1) Témoinant du niveau de transparence particulièrement élevé des banques centrales ayant adopté le ciblage de l'inflation, Eijffinger et Geraats (2006) mettent en évidence que, au cours de la période 1998-2002, les banques centrales les plus transparentes ont été la Réserve fédérale de Nouvelle-Zélande, la Banque de Suède, la Banque d'Angleterre et la Banque du Canada. Ils notent toutefois que ce cadre de politique monétaire n'apparaît ni comme une condition nécessaire, ni comme une condition suffisante à la transparence

**TABLEAU** ÉVOLUTION DE LA TRANSPARENCE DES BANQUES CENTRALES

Fréquence de divulgation des informations (pourcentages)	1998	2004	2010
<b>Transparence du cadre de politique monétaire</b>			
Déclaration formelle en matière d'objectif(s) .....	90,8	95,0	96,6
Quantification des objectifs .....	44,2	60,8	66,4
Indépendance des instruments .....	34,2	49,2	53,4
<b>Transparence en matière d'information économique</b>			
Publication de projections .....	14,2	46,7	54,3
Projections trimestrielles, à moyen terme, pour l'inflation et le produit .....	3,3	11,7	19,8
<b>Transparence en matière de prise de décision</b>			
Stratégie de politique monétaire explicite .....	50,0	65,0	73,3
Minutes .....	5,0	9,2	16,4
Publication des votes .....	4,2	6,7	10,3
<b>Transparence en matière de communication des décisions</b>			
Annonce immédiate des décisions adoptées .....	15,0	40,0	46,6
Explication des décisions adoptées .....	12,5	32,5	43,1
Indications sur les actions de politique monétaire futures .....	0,0	2,5	4,3
<b>Transparence dans la mise en œuvre des actions</b>			
Évaluation des performances au regard de la principale cible opérationnelle .....	9,2	20,8	22,4
Information sur les perturbations touchant le processus de transmission .....	15,8	42,5	47,4
Taille de l'échantillon <sup>(1)</sup> .....	120,0	120,0	116,0

Source : Geraats (2013)

(1) La réduction de la taille de l'échantillon entre 2004 et 2010 s'explique par le fait que Chypre, Malte, la Slovaquie et la Slovénie ont rejoint la zone euro.

justification de ses décisions à la déclaration du FOMC. Ce n'est toutefois qu'à partir de mai 1999 que le FOMC a systématiquement publié une déclaration à l'issue de chacune de ses réunions. Dans le contexte d'une nouvelle loi élargissant son indépendance, la Banque du Japon a choisi en 1998 de communiquer directement ses décisions de politique monétaire et de publier les minutes des réunions et les résultats des votes de son Comité. La Bundesbank a pour sa part cultivé de longue date un goût prononcé pour la transparence en matière d'objectifs et de performances, qui s'est notamment manifesté au travers de nombreuses publications officielles. La stratégie de ciblage monétaire qu'elle a déployée dès le milieu des années 1970 – et qui inclut un objectif d'inflation – lui a directement servi de cadre pour signaler ses intentions et expliquer ses décisions au public (Posen, 1997). Modelé explicitement sur l'indépendance et la stratégie de la Bundesbank, l'Eurosystème a naturellement fait la place belle à la communication, qualifiée par Otmar Issing<sup>(1)</sup> de « pilier caché » de sa stratégie de politique monétaire (Issing, 1999). À titre d'illustration, le Conseil des gouverneurs a, dès l'automne de 1998, annoncé une définition quantitative de la stabilité des prix et une stratégie claire pour y parvenir. Depuis l'introduction de l'euro en janvier 1999, les décisions adoptées sont expliquées et justifiées invariablement lors d'une conférence de presse du président<sup>(2)</sup> et dans le Bulletin mensuel (devenu en 2015 Bulletin économique) qui reprend en outre une analyse détaillée de la situation économique et des risques pour la stabilité des prix.

Les années 2000 vont être le théâtre d'une seconde vague de transparence et d'ouverture accrue des banques centrales, qui ne s'est pas limitée aux économies avancées<sup>(3)</sup>. Comme l'indique le tableau ci-dessus, en 2010, une large majorité des banques centrales de par le monde faisaient usage d'une stratégie de politique monétaire explicite, tandis que plus de la moitié publiaient des projections macroéconomiques chiffrées. Bien que toujours marginales, la publication de minutes reprenant les délibérations de politique monétaire et la publication des résultats des votes au sein des comités étaient quant à elles en nette progression. La fourniture d'explications parallèlement aux décisions s'était également sensiblement répandue. Enfin, un certain nombre de banques centrales s'étaient mises à fournir des explications quant à la direction, au calendrier ou au rythme probable des changements de politique. Après la Banque de réserve de Nouvelle Zélande en 1997, la Banque de Norvège et la Banque de Suède ont décidé de publier la trajectoire attendue de leurs taux directeurs respectivement en 2005 et en 2007. La Banque du Japon a offert des orientations prospectives (*forward guidance*) sur ses taux directeurs pour la première fois en septembre 1999 et, en mai de la même année, la Réserve fédérale a commencé à donner des indications

sur l'évolution possible de sa politique monétaire, avant de recourir à des orientations prospectives à proprement parler en 2003.

## 2. Un nouvel élan dans le sillage de la crise

La tendance de fond en faveur d'une communication élargie des banques centrales amorcée dans les années 1970 ne s'est jamais démentie. La transparence et l'ouverture ont même pris un nouvel élan dans le contexte de la récente crise économique et financière, laquelle a constitué un énorme défi pour les autorités monétaires de la planète. D'abord, ces dernières ont largement communiqué sur les développements macroéconomiques, sur les risques pour la stabilité des prix et sur les mesures qu'elles ont prises pour satisfaire à leur mandat. La complexité de la situation et le regain d'incertitude ont requis une communication plus intense en vue d'expliquer et de rassurer. Ensuite, les banques centrales ont directement usé de la communication comme d'un instrument de politique monétaire. La communication sur les intentions à venir de la banque centrale renseigne sur sa fonction de réaction et permet d'aligner les attentes du secteur privé en matière d'inflation et de taux d'intérêt sur les intentions de la banque centrale. Face à l'ampleur des chocs subis par les économies et du fait de la borne inférieure de zéro pour les taux nominaux, elle s'est naturellement imposée pour peser davantage sur l'orientation de la politique monétaire en façonnant directement le segment à plus long terme de la courbe des rendements réels. Enfin, les banques centrales ont pris des mesures sans précédent pour stabiliser le système financier, jouant pleinement leur rôle de prêteur en dernier ressort. Afin de préserver la confiance du public et d'asseoir leur légitimité démocratique dans ce contexte, elles ont dû faire preuve de clarté dans leurs actions et leurs opérations.

Pour illustrer ce nouvel élan, nous parcourons ci-après les avancées récentes en matière de communication des principales banques centrales des économies avancées que sont la Réserve fédérale, la Banque du Japon, la Banque d'Angleterre et l'Eurosystème<sup>(4)</sup>. Du fait de leur ampleur et parce qu'ils nous concernent plus directement,

(1) Premier économiste en chef de la BCE et membre de son Directoire de 1998 à 2006.

(2) À ce titre, la BCE peut être considérée comme plus ouverte et plus transparente que la Bundesbank, dont les décisions étaient seulement annoncées dans un communiqué de presse. Les dirigeants de la Bundesbank n'allaient pas non plus devant le Bundestag, alors que les membres du Directoire de la BCE sont régulièrement auditionnés par le Parlement européen.

(3) Cf. Dincer et Eichengreen (2014) ou Geraats (2013) pour une revue détaillée des avancées en matière de transparence au cours de la période 1998-2010.

(4) En annexe, un tableau récapitulatif reprend, pour chacune de ces banques centrales, les principales mesures de transparence adoptées et la date à laquelle elles ont été introduites.

les développements relatifs à ce dernier font l'objet d'une attention toute particulière.

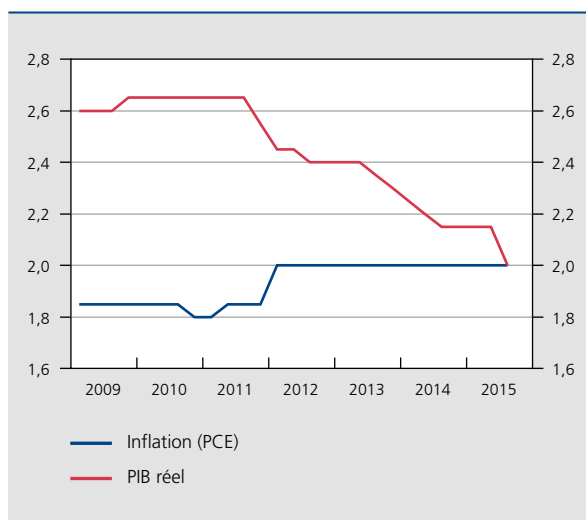
## 2.1 Réserve fédérale

Sous l'impulsion de Ben Bernanke, son président de 2006 à 2014, la Réserve fédérale n'a pas ménagé ses efforts pour accroître sa transparence et renforcer sa légitimité démocratique. Si les récentes initiatives ont été nombreuses, elles n'ont toutefois fait qu'accélérer un processus graduel entamé en 1977, avec l'attribution de deux objectifs fondamentaux de politique monétaire. Parmi les points faibles de la Réserve fédérale à la veille de la récente crise, citons en particulier son manque de transparence en termes d'objectifs, dû à la multiplicité ainsi qu'à l'absence de priorisation et de quantification de ceux-ci. En matière de prise de décision, la Réserve fédérale ne disposait par ailleurs d'aucune stratégie explicite décrivant son cadre de politique monétaire. Enfin, la faible fréquence de publication de ses projections économiques a été épinglée (Eiffinger et Geraats, 2006). Parmi ses points forts, notons en revanche que la Réserve fédérale publiait depuis un certain temps déjà des minutes, le résultat des votes au sein du FOMC, ainsi que les transcriptions de ses réunions. Les membres du FOMC jouissaient en outre déjà d'une longue tradition d'interventions devant le Congrès. Plusieurs des récentes initiatives ont contribué à pallier les lacunes par rapport aux banques centrales jugées les plus transparentes.

En novembre 2007, le FOMC a ainsi annoncé qu'afin d'accroître sa responsabilité démocratique et d'améliorer la compréhension par le public de sa conduite de la politique monétaire, il entendait augmenter la fréquence et le contenu des projections économiques de ses membres. Il a convenu de faire passer la fréquence des projections de deux à quatre par an et d'étendre l'horizon de projection à trois ans, contre deux auparavant. En outre, il a décidé de publier des projections individuelles pour l'inflation globale, parallèlement à celles pour la croissance réelle, le taux de chômage et l'inflation sous-jacente. Les projections relatives à la croissance nominale du PIB ont en revanche été abandonnées. Depuis 1979, les projections des membres étaient communiquées de manière synthétique dans le rapport semestriel sur la politique monétaire de la Réserve fédérale au Congrès et dans les minutes des réunions du FOMC. Depuis avril 2011, les fourchettes de projection et les tendances centrales sont toutefois rendues publiques lors d'une conférence de presse du président. En février 2009, des projections à long terme ont pour la première fois également été publiées pour l'inflation globale, la croissance réelle et le taux de chômage. Il est intéressant de noter que les projections d'inflation à long terme ne sont pas très éloignées de l'objectif de 2 % qui sera défini

### GRAPHIQUE 1 SYNTHÈSE DES PROJECTIONS ÉCONOMIQUES À PLUS LONG TERME DES MEMBRES DU FOMC

(tendance centrale<sup>(1)</sup>, valeur centrale, croissance annuelle)



Source : Federal Reserve Bank of St Louis.

(1) La tendance centrale exclut les trois projections les plus hautes et les trois projections les plus basses pour chaque variable.

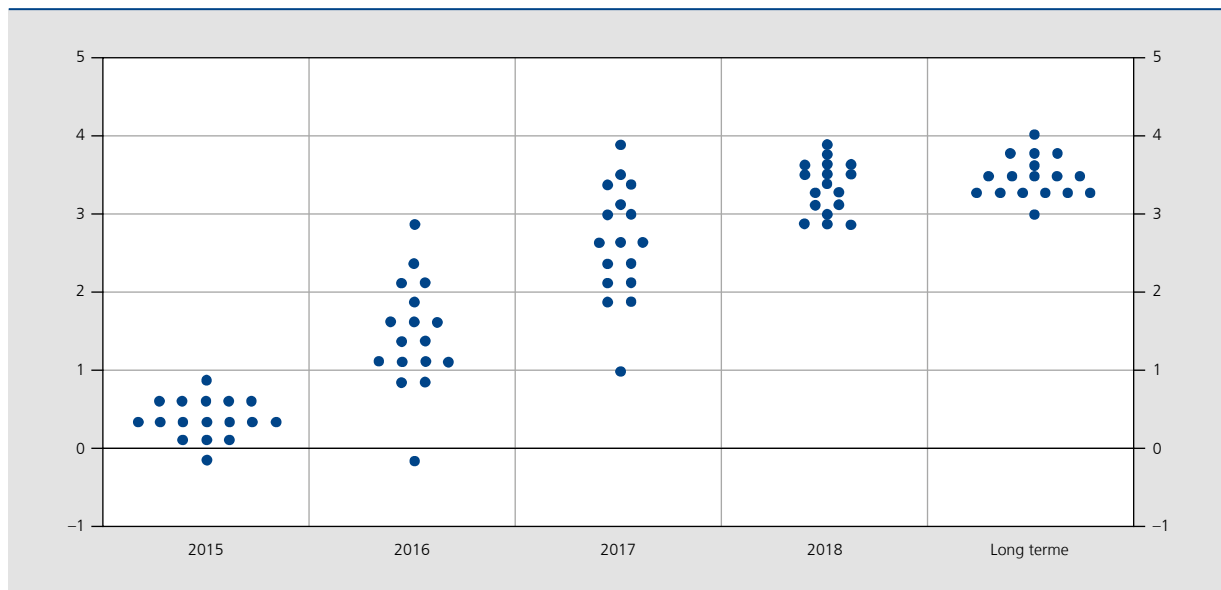
par la suite. La décision de publier des projections à long terme pour l'inflation peut ainsi être interprétée comme une première étape sur la voie de l'adoption d'un objectif quantitatif.

Deux étapes d'importance ont été franchies en janvier 2012. D'une part, le FOMC a commencé à publier les projections individuelles de ses membres pour le taux cible des fonds fédéraux. Ces projections concernent le taux attendu à la fin de l'année en cours et des trois années suivantes, de même que le taux à long terme. Elles sont notamment reprises dans un graphique à points (*dot plot*) publié avec les projections économiques. Ces projections de taux sont anonymes, mais elles témoignent du sentiment des membres du FOMC quant aux perspectives économiques et à l'orientation attendue de la politique monétaire. À long terme, elles offrent en outre des indications sur le taux d'équilibre, à savoir le taux censé prévaloir lorsque l'activité économique a atteint son niveau potentiel et en l'absence de tensions sur les prix.

D'autre part, le FOMC a fait une déclaration reprenant ses objectifs à long terme et sa stratégie de politique monétaire. Il a pour la première fois fixé un objectif à long terme explicite de 2 % pour l'inflation mesurée sur la base des dépenses de consommation des ménages (inflation PCE). Le FOMC a indiqué que communiquer clairement cet objectif au public contribuait au bon ancrage des anticipations d'inflation et favorisait dès lors la stabilité des prix et le niveau modéré des taux d'intérêt à long terme, ce qui

## GRAPHIQUE 2 PROJECTIONS POUR LE TAUX CIBLE DES FONDS FÉDÉRAUX EN SEPTEMBRE 2015

(valeurs centrales attendues à la fin de l'année calendrier)



Source : FOMC.

renforçait sa capacité à promouvoir un emploi maximum dans un contexte économique perturbé. Autrement dit, le FOMC a considéré qu'établir une cible numérique pour l'inflation l'aidait à remplir son double mandat de plein emploi et de stabilité des prix.

Enfin, au cours des dernières années, la Réserve fédérale a largement communiqué sur l'évolution à venir de sa politique monétaire. Elle a adopté des orientations prospectives qualitatives sur ses taux directeurs dès décembre 2008, après avoir conduit le taux cible des fonds fédéraux à son niveau plancher effectif, correspondant à une fourchette de 0 à 0,25%. En septembre 2011, elle a apporté des précisions temporelles, en annonçant que les conditions économiques justifiaient de maintenir les taux à un niveau plancher à tout le moins pendant deux années, tandis qu'entre décembre 2012 et mars 2014, elle a fixé des seuils spécifiques, clarifiant les facteurs-clés qui influenceraient les changements futurs de sa politique. Au-delà des indications sur les mouvements attendus de ses taux directeurs, la Réserve fédérale a également communiqué sur les facteurs influençant la taille, le rythme et la composition de ses acquisitions de titres. C'est le cas spécifiquement pour son dernier programme d'achats d'actifs en date, stoppé en octobre 2014. Lors de son adoption en septembre 2012, la Réserve fédérale n'a pas arrêté de date de clôture mais a affirmé que le programme se poursuivrait « jusqu'à ce que des améliorations substantielles soient visibles sur le marché du travail, dans un contexte de stabilité des prix ». Elle a par

la suite modifié à plusieurs reprises ses indications (pour plus de détails, cf. par exemple Cordemans et Ide, 2014, ou Engen et al., 2015).

### 2.2 Banque du Japon

Dans la foulée de la nouvelle loi régissant la Banque du Japon entrée en vigueur en avril 1998, cette dernière avait consenti un certain nombre d'efforts en vue d'accroître sa transparence en matière de politique monétaire. Elle avait notamment promu la divulgation d'informations à travers différents canaux tels que la publication de minutes et d'un rapport mensuel sur les développements économiques et financiers, ou encore la tenue de conférences de presse, d'auditions devant le Parlement ou de discours. En dépit de ces avancées, la Banque du Japon apparaissait néanmoins, il y a quelques années encore, comme relativement opaque (Eiffinger et Geraats, 2006). Elle n'avait pas défini quantitativement son objectif de stabilité des prix et ne disposait pas d'un cadre de politique monétaire explicite. En outre, elle n'offrait pas systématiquement d'explications après chacune des réunions de son Comité de politique monétaire. La Banque du Japon fait toutefois partie des banques centrales dont le niveau de transparence a le plus augmenté au cours de la période récente.

Après avoir introduit un nouveau cadre pour la conduite de sa politique monétaire en mars 2006, la Banque du



Japon a décidé, en juillet 2008, d'étendre sa stratégie de communication « dans le contexte d'une situation économique changeante et de perspectives incertaines ». Elle a justifié son choix par sa volonté de fournir en temps utile des explications exhaustives sur la situation économique et sur les perspectives de l'économie et des prix, ainsi que sur les facteurs de risque, conformément à son cadre de conduite de la politique monétaire. Premièrement, elle a ainsi annoncé que, dorénavant, après chaque réunion de politique monétaire – et non pas uniquement après celles ayant donné lieu à un changement de politique –, elle communiquerait, parallèlement à la décision de politique, une évaluation synthétique de la situation en termes économiques et de prix, ainsi que la vision de la Banque concernant la conduite future de sa politique monétaire. Deuxièmement, elle a choisi de porter l'horizon de projection de ses prévisions économiques à trois ans, contre deux précédemment. Troisièmement, elle a convenu d'une publication trimestrielle des prévisions de la « majorité des membres » de son Comité de politique monétaire<sup>(1)</sup> et des graphiques relatifs à la balance des risques. Enfin, quatrièmement, elle a annoncé que les minutes des réunions de politique monétaire seraient systématiquement publiées, sous réserve de leur approbation, à l'issue de la réunion suivante.

En décembre 2009, soucieuse de surmonter la déflation et de revenir sur un sentier de croissance compatible avec la stabilité des prix, la Banque du Japon a « clarifié » sa conception de la stabilité des prix à moyen/long terme. En avril 2009 déjà, elle avait indiqué que la stabilité des prix s'entendait comme une croissance annuelle de l'indice des prix à la consommation (IPC) « au sein d'une fourchette approximative comprise entre 0 et 2 %, la plupart des membres du Comité considérant un chiffre médian autour de 1 % ». En décembre 2009, elle a précisé que les membres du Comité ne toléreraient pas un taux de croissance annuelle de l'IPC inférieur ou égal à 0 % et que, dès lors, la stabilité des prix devait être entendue comme une inflation positive de 2 % ou moins, la plupart des membres du Comité considérant un taux médian de 1 %. En février 2012, dans le but d'affirmer sa détermination à vaincre la déflation, un objectif explicite de « 1 %, pour l'heure » a été établi. En octobre de la même année, la Banque du Japon et le gouvernement ont en outre communiqué conjointement sur leur préoccupation de venir à bout de la déflation « aussi vite que possible » et sur leur engagement à « travailler ensemble » pour y parvenir. La Banque a fait savoir qu'elle entendait atteindre son objectif d'inflation « par un assouplissement monétaire significatif, poursuivant sa politique de taux zéro et implémentant son programme d'achats d'actifs principalement à travers l'acquisition d'actifs financiers ». Elle a précisé qu'elle continuerait de la sorte jusqu'à ce que

son objectif de 1 % soit en vue. Enfin, en janvier 2013, la Banque du Japon a révisé son objectif de stabilité des prix à moyen/long terme et a décidé d'introduire une « cible de stabilité des prix », fixée à 2 % en termes de croissance annuelle de l'indice des prix à la consommation. La Banque a annoncé qu'elle maintiendrait sa politique accommodante de manière à atteindre cette cible dès que possible. Une note reprenant le détail de la « nouvelle » conception de la stabilité des prix de la Banque du Japon a été publiée en parallèle (Bank of Japan, 2013a).

En juin 2015, le Comité de la Banque du Japon a fait part de sa décision unanime d'étendre les délibérations de politique monétaire et d'élargir la communication de la Banque en la matière. Il a ainsi indiqué que, à partir de janvier 2016<sup>(2)</sup>: (1) le rapport sur les perspectives en matière d'activité économique et de prix (*Outlook Report*) serait publié sur une base trimestrielle et non plus semestrielle, (2) outre les prévisions du Comité, les prévisions individuelles de chacun de ses membres, ainsi que leurs évaluations individuelles des risques, seraient publiées, (3) un document résumant les opinions exprimées durant les réunions serait publié environ une semaine après leur tenue, et (4) le nombre de réunions serait ramené d'environ 14 actuellement à 8 par an.

Tout comme elle l'avait déjà fait en 1999, la Banque du Japon a enfin récemment donné des orientations prospectives sur sa politique monétaire. En octobre 2010, dans le contexte de sa politique d'assouplissement monétaire étendu (*comprehensive monetary easing* ou CME), elle avait annoncé que sa politique de taux zéro serait maintenue « aussi longtemps que son objectif en termes de stabilité des prix ne serait pas atteint, sous réserve de risques significatifs, en ce compris l'accumulation de déséquilibres financiers ». En outre, lors du lancement de son programme d'assouplissement quantitatif et qualitatif (*quantitative and qualitative easing* ou QQE) en avril 2013, elle a indiqué que ce programme d'achats d'actifs visait à atteindre sa cible de 2 % en matière de stabilité des prix aussi rapidement que possible, sur un horizon de deux ans. Le lancement de ce programme a été accompagné de déclarations soulignant sa ferme intention d'éliminer les anticipations déflationnistes, en communiquant l'orientation de sa politique monétaire aux marchés, aux entreprises et aux ménages de manière « claire et intelligible » (Bank of Japan 2013b). Il convient de noter que la politique de QQE de la Banque du Japon l'a conduite à faire passer sa cible opérationnelle du taux des prêts au jour le jour non garantis à la base monétaire. Ses orientations

(1) Les prévisions de la majorité des membres du Comité de politique monétaire consistent en des fourchettes fondées sur les prévisions individuelles de chaque membre, dont les prévisions la plus haute et la plus basse ont été retranchées.

(2) Dans la mesure où le plan reçoit l'approbation du Cabinet du Premier ministre.



prospectives sur la période récente ont dès lors porté sur la taille et sur la composition de son bilan, et non plus sur ses taux directeurs.

Bien qu'une certaine hausse des anticipations d'inflation ait été observée, ces dernières restent à ce jour fort éloignées de l'objectif de 2 % défini en 2013 (Boeckx et al., 2015).

### 2.3 Banque d'Angleterre

La Banque d'Angleterre fait partie des premières banques centrales à avoir adopté le ciblage de l'inflation, en 1992. Bien avant la crise, elle s'était dans ce cadre déjà bâti une solide réputation en matière de transparence, en communiquant régulièrement ses vues sur les perspectives économiques et ses projections en matière de croissance du PIB et d'inflation, de même qu'en présentant les facteurs sous-jacents à ses changements de politique. Déjà avant la crise, ses principaux outils de communication comprenaient un rapport d'inflation publié sur une base trimestrielle assorti d'une conférence de presse, la publicité des minutes des réunions du Comité de politique monétaire ainsi que celle des votes au sein du Comité et des auditions régulières devant le Parlement. Parmi les quelques points noirs, on peut noter que la Banque d'Angleterre n'offrait pas d'explications immédiates de ses décisions de politique monétaire ni d'indications sur sa politique future, que ce soit sous la forme d'une conférence de presse ou d'une déclaration.

Si elle a pu compter sur son arsenal existant, dans le contexte de la crise, la Banque d'Angleterre a néanmoins choisi d'élargir davantage encore sa communication, notamment afin d'expliquer ses mesures de politique non conventionnelles, telle sa politique d'assouplissement quantitatif (*quantitative easing* ou QE), adoptée au début de 2009. Face à la faiblesse de la reprise économique et dans le but de préserver l'orientation accommodante de sa politique monétaire, la Banque d'Angleterre a en outre introduit, pour la première fois en août 2013, des orientations prospectives explicites, en liant l'évolution de son taux directeur et celle de son stock d'actifs au niveau du taux de chômage. Le détail des raisons pour lesquelles le Comité estime que ces indications explicites ont pu contribuer à l'efficacité de la conduite de sa politique monétaire a fait l'objet d'un document exhaustif rendu public (Bank of England, 2013).

Enfin, en décembre 2014, la Banque d'Angleterre a annoncé la refonte la plus significative de la manière dont elle présente et explique ses décisions de taux d'intérêt depuis son accession à l'indépendance en 1997, et ce

afin « d'accroître sa transparence et sa responsabilité démocratique vis-à-vis du peuple anglais ». Premièrement, le Comité a indiqué qu'il publiera, à compter de mars 2015, la transcription des réunions de politique monétaire après huit ans. Il a considéré que ce délai garantissait un juste équilibre entre la nécessité d'offrir aux membres une liberté de délibération et les impératifs de responsabilité démocratique et de transparence qui caractérisent ses activités. Deuxièmement, le Comité a affirmé son intention de publier, à compter d'août 2015, les minutes des discussions et, les mois concernés, le Rapport d'inflation, en même temps que la décision de politique monétaire. Il considère en effet qu'une seule annonce rassemblant l'ensemble de ces informations devrait accroître l'efficacité de sa communication, en rendant le signal de politique monétaire aussi clair que possible. Enfin, troisièmement, le Comité de politique monétaire a décidé de ramener de douze à huit le nombre de ses réunions à compter de 2016.

### 2.4 Eurosysteme

Si, dès ses débuts, l'Eurosysteme a fait preuve d'un niveau relativement élevé de transparence, peu d'avancées majeures ont été observées entre sa création en juin 1998 et la récente crise. Deux développements méritent toutefois d'être relevés. Le premier est la décision du Conseil des gouverneurs, en mai 2003, de clarifier la définition de la stabilité des prix arrêtée en 1998. Il a ainsi confirmé qu'il entendait poursuivre un objectif de stabilité des prix à moyen terme en visant un taux d'inflation inférieur à 2 %, tout en précisant qu'il visait un taux proche de 2 %. Cette clarification souligne en particulier la préoccupation du Conseil des gouverneurs de se prémunir contre le risque de déflation. Elle a par ailleurs été jugée nécessaire pour tenir compte d'un éventuel biais de mesure de l'IPCH et des différentiels d'inflation entre les pays de la zone euro. Le deuxième développement pertinent est le passage d'un rythme semestriel à un rythme trimestriel des projections d'inflation et de production à compter de juin 2004. Le point faible de l'Eurosysteme, régulièrement mis en exergue, a toujours été l'absence de publication des minutes ou des votes éventuels au sein du Conseil des gouverneurs. La période récente se caractérise à la fois par une communication plus étendue, par l'usage de cette dernière à des fins instrumentales et par la création d'un nouvel outil de communication.

Durant toute la crise, la BCE a rendu sa communication plus explicite, afin de continuer à gérer les anticipations des agents économiques dans un environnement devenu particulièrement complexe et incertain. Usant de ses outils de communication « traditionnels », tels

les conférences de presse de son président, les communiqués de presse ou les discours des membres de son Directoire, elle a continuellement réaffirmé son mandat, expliqué l'orientation à moyen terme de celui-ci, sa perspective d'ensemble et le caractère symétrique de la stabilité des prix. Elle a ainsi cherché à préserver un bon ancrage des anticipations d'inflation, en brisant tant les craintes d'une inflation excessive que celles d'une spirale déflationniste, dans un contexte marqué à la fois par un haut niveau d'endettement et par un ajustement des bilans (ECB, 2014a). La BCE a par ailleurs plus largement partagé sa perception des évolutions économiques et financières, et elle a discuté explicitement des variables qu'elle jugeait pertinentes pour la conduite de sa politique monétaire<sup>(1)</sup>. Enfin, elle a naturellement expliqué les tenants et les aboutissants des nombreuses – et, pour la plupart, non conventionnelles – mesures de politique monétaire qu'elle a déployées pour faire face à la récession et aux perturbations dans la transmission de sa politique monétaire.

En 2013, confronté aux limites de l'instrument des taux d'intérêt et à diverses contingences, l'Eurosystème a étoffé sa communication en choisissant de donner des orientations prospectives sur les mouvements de ses taux directeurs, de fournir des indications sur ses intentions de politique futures et de clarifier sa fonction de réaction. Dans le but de rassurer sur l'orientation à venir de sa politique monétaire, le Conseil des gouverneurs a ainsi rompu avec son « mantra » de « ne jamais s'engager à l'avance » (*to never pre-commit*), célèbre sous l'ère Trichet. Plus récemment, il a également offert des orientations prospectives dans le cadre de son programme étendu d'achats d'actifs annoncé le 22 janvier 2015.

Enfin, en 2014, l'Eurosystème a décidé de se doter d'un nouvel outil de communication en publiant, à partir de janvier 2015, des comptes rendus des délibérations du Conseil des gouverneurs. Il a par la même occasion annoncé que la fréquence des réunions de politique monétaire serait revue à la baisse.

Les décisions d'offrir des indications sur l'évolution future de sa politique monétaire et de publier des comptes rendus des réunions de son Conseil des gouverneurs marquent toutes deux des ruptures importantes dans la conduite et dans la transparence de la politique monétaire de l'Eurosystème. Elles commandent à ce titre d'être abordées plus en détail. La question de la réduction du nombre de réunions s'inscrit pour sa part dans une tendance globale, comme en témoignent les récentes décisions de la Banque du Japon et de la Banque d'Angleterre. Toutes ces banques centrales rejoignent ainsi la Réserve fédérale, la Banque du Canada et la Banque de

réserve de Nouvelle-Zélande au sein du club des autorités monétaires dont les comités se réunissent huit fois par an. Elle mérite également d'être commentée.

## ORIENTATIONS PROSPECTIVES

Lors de sa réunion de juillet 2013, le Conseil des gouverneurs de la BCE a annoncé que « l'orientation de sa politique monétaire demeurerait accommodante aussi longtemps que nécessaire » et qu'il prévoyait que « les taux d'intérêt directeurs de la BCE resteraient à leurs niveaux actuels ou à des niveaux plus bas sur une période prolongée ». Il a précisé que cette anticipation se fondait « sur le maintien, à moyen terme, de perspectives d'inflation globalement modérées, compte tenu de la faiblesse généralisée de l'économie réelle et de l'atonie de la dynamique monétaire ». C'était la première fois dans son histoire qu'il donnait des indications explicites sur l'orientation de sa politique monétaire. Ces dernières sont survenues dans le contexte d'une reprise économique encore fragile et d'un recul de l'inflation. Elles ont fait suite à une remontée sensible et injustifiée des taux d'intérêt dans la zone euro amorcée au printemps de 2013, dans la foulée de déclarations du président de la Réserve fédérale évoquant une possible diminution des achats d'actifs de la banque centrale américaine (pour plus de détails, cf. Boeckx et al., 2013). Le Conseil des gouverneurs a depuis lors continuellement réaffirmé ses orientations prospectives sur les taux directeurs de la BCE.

En offrant des indications sur le niveau attendu des taux d'intérêt futurs, sous réserve des perspectives en matière de stabilité des prix, les orientations prospectives contribuent à clarifier à la fois l'évaluation de la situation macroéconomique par la banque centrale et sa fonction de réaction. Elles jouent ainsi sur les deux composantes du canal des anticipations de la transmission de la politique monétaire. Comme elles réduisent l'incertitude, elles sont particulièrement indiquées en période de crise. Elles permettent en outre de peser plus directement sur les taux d'intérêt à long terme et constituent dès lors un précieux instrument de politique monétaire lorsque les taux directeurs s'approchent de leur borne inférieure<sup>(2)</sup>. Elles contribuent ainsi au bon ancrage des anticipations d'inflation et autorisent un contrôle plus étroit de l'orientation de la politique monétaire.

Au-delà des indications sur l'évolution attendue des taux d'intérêt, compte tenu du risque d'une période prolongée

(1) Dans son discours prononcé à Jackson Hole en août 2014, Mario Draghi (ECB, 2014c) a ainsi par exemple indiqué que le taux des swaps à cinq ans dans cinq ans était la mesure habituellement utilisée par la BCE pour juger du bon ancrage des anticipations d'inflation à moyen terme.

(2) Pour une discussion plus détaillée des orientations prospectives de la BCE, cf. Praet (2013).

de faible inflation, la BCE a également présenté, en avril 2014, un certain nombre de contingences, de même que les réactions de politique monétaire appropriées (ECB, 2014a).

La première contingence consistait en un durcissement injustifié de l'orientation de la politique monétaire (résultant d'évolutions extérieures), auquel la BCE répondrait par l'adoption de nouvelles mesures conventionnelles. La deuxième envisageait une détérioration persistante du canal du crédit bancaire, qui donnerait lieu à des mesures ciblées d'assouplissement du crédit. Enfin, la dernière contingence considérait la possibilité d'une dégradation des perspectives d'inflation à moyen terme et/ou d'un affaiblissement de l'ancrage des anticipations d'inflation, ce qui justifierait le lancement d'un programme étendu d'achats d'actifs.

Faisant preuve de cohérence, le Conseil des gouverneurs a réagi à la matérialisation de ces contingences en prenant une panoplie de nouvelles mesures de politique monétaire à la fin de 2014 et au début de 2015. D'abord, il a abaissé ses taux directeurs à deux reprises, en juin et en septembre 2014, ramenant le taux d'intérêt des opérations principales de refinancement à 0,05 %, celui de la facilité de prêt marginal à 0,30 % et celui de la facilité de dépôt à -0,20 %. Ensuite, il a annoncé en juin 2014 qu'il allait procéder à une série d'opérations de refinancement à plus long terme ciblées (*targeted longer-term refinancing operations* ou TLTRO), de manière à encourager les banques à prêter au secteur privé. Enfin, il a choisi d'assouplir davantage sa politique monétaire en adoptant en septembre 2014 un programme d'achats d'actifs du secteur privé. En janvier 2015, ce dernier a été intégré dans un programme plus large comprenant également des achats massifs d'obligations souveraines. Le Conseil des gouverneurs a alors fait savoir que les achats mensuels, fixés à 60 milliards d'euros, « devraient être effectués jusque septembre 2016 » et qu'ils seraient en tout cas réalisés jusqu'à ce qu'il 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 ». La nature « ouverte » du programme étendu d'achats d'actifs témoigne de la détermination de l'Eurosystème à agir autant que nécessaire. En influençant les anticipations des agents économiques, elle joue ainsi un rôle de stabilisateur automatique qui réduit l'incertitude en matière d'inflation et contribue à leur bon ancrage.

Le Conseil des gouverneurs s'est par la suite continuellement montré prêt à user de tous les instruments disponibles dans le cadre de son mandat pour réagir, si besoin en était, à un (nouveau) durcissement injustifié de sa politique monétaire.

## PUBLICATION DE COMPTES RENDUS

La question de la publication des minutes relatant les délibérations du Conseil des gouverneurs a fait couler beaucoup d'encre depuis la création de la Banque centrale européenne. La décision initiale de ne pas publier de comptes rendus exhaustifs des réunions de politique monétaire a fait l'objet de critiques récurrentes et a conduit de nombreux observateurs à conclure que la BCE était moins transparente que ses pairs.

Plusieurs arguments avaient présidé à cette décision. Premièrement, aucune des banques centrales des pays de la zone euro ne publiait de minutes des délibérations de son organe de décision avant la mise en place de l'union monétaire. Deuxièmement, contrairement à d'autres banques centrales, telle la Réserve fédérale, la BCE avait fait le choix d'expliquer et de justifier systématiquement ses décisions immédiatement après les réunions de son Conseil des gouverneurs, à travers une déclaration et une conférence de presse de son président suivie d'une séance de questions-réponses. Fournir des explications et des justifications ex post dans des minutes publiées avec un décalage de plusieurs semaines n'apparaissait dès lors pas comme essentiel. Troisièmement, il avait été considéré que la publication de minutes risquait de porter atteinte au caractère franc et ouvert des discussions. La non-publicité des débats était en effet perçue comme un gage d'indépendance des membres du Conseil des gouverneurs et devait ainsi les inciter à s'en tenir à une perspective européenne et non nationale. Alternativement, la publication de minutes faisait courir le risque de déplacer le véritable débat lors des réunions informelles du Conseil des gouverneurs, ce qui aurait considérablement grevé leur pertinence (Bini-Smaghi et Gros, 2001). Enfin, quatrièmement, il avait été avancé, sur la base des expériences internationales, que la publication de minutes ne contribuait pas nécessairement à l'efficacité de la politique monétaire ni à une meilleure compréhension des décisions en la matière. Au contraire, la publicité ex post des délibérations tendrait à focaliser l'attention des médias et du public sur les divergences de vues entre les membres du Comité, aux dépens des questions de fond relatives à la conduite de la politique monétaire.

Bien que la pertinence de ces arguments n'ait pas forcément disparu, elle s'est néanmoins partiellement érodée au fil du temps. Plusieurs banques centrales se sont ainsi par exemple mises à expliquer et à justifier leurs décisions de politique monétaire immédiatement, sans pour autant renoncer à la publication de minutes. En outre, différents auteurs ont mis en évidence que la publication de minutes offrait des informations utiles et contribuait à la formation des attentes relatives aux futures décisions de politique

monétaire (pour un passage en revue de la littérature en la matière, cf. Kedan et Stuart, 2014). Par ailleurs, ces dernières années l'environnement économique et la conduite de la politique monétaire se sont sensiblement complexifiés. L'incertitude s'est accrue, tout comme les divergences de vues au sein des membres des comités de politique monétaire.

Dans ce contexte, le Conseil des gouverneurs de la BCE a ressenti le besoin d'enrichir sa communication, et plus particulièrement de commenter plus en détail les raisonnements qui sous-tendent ses décisions. Après mûre réflexion, il a ainsi annoncé en juillet 2014 qu'il entendait publier, à partir de janvier 2015, des comptes rendus de ses réunions de politique monétaire. Il a considéré que de tels documents devaient permettre au public et aux marchés d'approfondir leur compréhension de la fonction de réaction du Conseil des gouverneurs, de son évaluation de l'économie et des réponses apportées aux évolutions économiques et financières (ECB, 2014a). Les comptes rendus répondent ainsi à la fois à un impératif de responsabilité de l'autorité monétaire et à une exigence d'efficacité de la politique monétaire.

Les comptes rendus se subdivisent en deux sections principales bien distinctes. La première retrace les récents développements financiers, économiques et monétaires et énumère les options politiques disponibles. La seconde synthétise quant à elle les discussions menées au sein du Conseil des gouverneurs, les principaux arguments mis en avant et les décisions de politique monétaire entérinées. Dans le but de ne pas compromettre l'indépendance des membres, qui agissent à titre personnel et non en tant que représentants de leur État, ainsi que de préserver la collégialité des délibérations, il a été décidé que les interventions reprises ne seraient pas attribuées à leur auteur et que les résultats des votes éventuels ne seraient pas divulgués. À ce titre, l'Eurosystème fait figure d'exception au sein des principales banques centrales des économies avancées. Afin de pouvoir apprécier le degré d'assentiment recueilli par les opinions exprimées et les décisions adoptées, il a toutefois été convenu d'user de qualificatifs. Quatre expressions en particulier ont été retenues pour témoigner du soutien réservé aux décisions prises : le consensus, la majorité, la large majorité et l'unanimité. Loin de s'y substituer, les comptes rendus doivent être considérés comme des compléments aux messages en temps réel communiqués lors des conférences de presse (ECB, 2014a).

## RÉDUCTION DE LA FRÉQUENCE DES RÉUNIONS

Dans la foulée de l'annonce relative à la publication de comptes rendus de ses délibérations de politique

monétaire, le Conseil des gouverneurs a fait savoir que la fréquence de ses réunions dédiées à la politique monétaire serait réduite à un cycle de six semaines à compter de janvier 2015. Il a précisé que les réunions ne relevant pas de la politique monétaire continueraient pour leur part de se tenir au moins une fois par mois.

Pour justifier cette décision, le président Draghi (ECB, 2014b) a expliqué que chaque réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs générerait inévitablement des anticipations d'actions potentielles. Il a précisé que ces attentes se reflétaient dans les comportements des marchés et qu'elles pouvaient ainsi se révéler auto-réalisatrices, même lorsqu'elles étaient déconnectées des fondamentaux économiques. Il a toutefois insisté sur le fait que l'horizon retenu dans l'évaluation des risques pesant sur la stabilité des prix du Conseil des gouverneurs était le moyen/long terme et que les mesures de politique monétaire n'étaient dès lors pas adoptées sur la base de considérations de court terme. Dans ce contexte, une fréquence mensuelle des réunions était jugée excessive. Le fait de les espacer était vu comme le gage d'une meilleure adéquation entre l'horizon retenu pour la prise de décision et la formation des anticipations inhérentes à cette dernière. La réduction du nombre annuel de réunions de politique monétaire du Conseil des gouverneurs ne devait cependant en rien être perçue comme un signal que ce dernier estimait l'essentiel de son travail accompli et que ses interventions seraient dès lors plus limitées. En cas de besoin, une réunion d'urgence pouvait toujours être décidée sur une base ad hoc, comme cela a été le cas en octobre 2008, au plus fort de la crise.

Une autre raison avancée pour espacer les réunions est la décision de publier des comptes rendus. D'un point de vue pratique, un délai de six semaines et non d'un mois entre chaque réunion a été jugé préférable, dans la mesure où il offre l'intervalle de temps nécessaire pour produire un compte rendu qui renseigne en temps utile sur les décisions précédemment adoptées, sans pour autant perturber la formation des attentes relatives aux actions futures.

Enfin, indépendamment de toute considération en termes de communication, mais dans le souci d'assurer une prise de décision efficace au sein du Conseil des gouverneurs, il convient de noter que le système de rotation des droits de vote a démarré le 1<sup>er</sup> janvier 2015. Le Conseil de l'Union européenne avait en effet décidé en 2003 que ce système entrerait en vigueur lorsque le nombre de gouverneurs de banque centrale nationale faisant partie du Conseil des gouverneurs serait supérieur à 18. Or, c'est le cas depuis le 1<sup>er</sup> janvier 2015, date à laquelle la Lituanie a rejoint la zone euro. La rotation implique que le nombre de votes au sein du Conseil est limité à 21 et que la fréquence des votes de chaque gouverneur est adaptée, de manière à

tenir compte de la représentativité des différents pays membres dans l'économie de la zone euro dans son ensemble. Tous les gouverneurs continuent cependant de participer aux réunions et aux débats du Conseil. Les six membres du Directoire ne sont pas soumis au système de rotation et conservent un droit de vote permanent. Pour plus d'informations sur le système de rotation, cf. BCE (2009).

### 3. Communication, responsabilité, efficacité et lisibilité

La récente crise économique et financière mondiale a indéniablement constitué un tournant supplémentaire en faveur d'une transparence accrue et d'une plus grande ouverture des banques centrales. Elle a donné lieu non seulement à une utilisation plus intensive des outils existants, mais également au développement de nouveaux moyens de communication. En outre, elle est à l'origine d'une véritable révolution dans l'usage de la communication en tant qu'instrument de politique monétaire. La grande récession a enfin indiscutablement amorcé une convergence plus étroite des manières dont les banques centrales conduisent la politique monétaire et, partant, communiquent à son sujet.

Tant la Réserve fédérale que la Banque du Japon, la Banque d'Angleterre ou la BCE ont à ce jour un objectif quantitatif explicite en matière d'inflation et publient dans un délai raisonnable un compte rendu exhaustif des délibérations de leur Comité de politique monétaire. Tous les comités/conseils de ces banques centrales accompagnent systématiquement leurs réunions d'une déclaration ou d'explications et tous offrent – ou ont offert – des indications quant à l'orientation future de leur politique monétaire. Bientôt, tous disposeront de projections trimestrielles pour l'inflation et le PIB de leurs économies respectives – qu'elles émanent de leurs services ou de leurs membres –, et tous se réuniront huit fois l'an. Les principales différences en termes de communication entre ces quatre banques centrales ne résideront alors plus que dans la transparence de la manière dont les décisions sont adoptées et dans le caractère plus ou moins explicite des indications relatives à l'orientation future de leur politique monétaire.

Si, d'un point de vue quantitatif, les développements récents des banques centrales en matière de communication ne font pas l'ombre d'un doute, ils soulèvent néanmoins deux questions essentielles sur le plan qualitatif : dans quelle mesure précisément ont-ils renforcé la responsabilité démocratique des autorités monétaires ? Et à quel point ont-ils contribué à la conduite d'une

politique monétaire plus efficace ? On touche ici à la raison d'être de la transparence des banques centrales, à la responsabilité démocratique et à l'efficacité de la politique monétaire, à l'origine de meilleures performances économiques. Répondre à ces questions de manière exhaustive et définitive dépasserait le cadre du présent article. Il est cependant pertinent pour terminer de s'arrêter sur un élément important mais parfois absent du débat : la lisibilité de la communication des banques centrales.

Les autorités monétaires se sont évertuées à expliquer et à rassurer, dans un environnement économique plus complexe et plus incertain. La transparence accrue dont elles ont fait preuve n'a-t-elle toutefois pas nui à la clarté des déclarations ? Une communication accessible est cruciale, tant du point de vue de la responsabilité démocratique que de celui de l'efficacité de la politique monétaire. Elle doit en effet permettre non seulement au grand-public de comprendre la situation économique et les actions des banques centrales, mais également aux marchés d'apprécier et d'anticiper l'orientation de la politique monétaire. Une politique bien comprise et correctement anticipée est à la base d'une politique responsable et efficace, qui conduit les agents économiques à prendre les meilleures décisions d'investissement et de consommation au vu de la situation économique et financière qui prévaut et des perspectives en la matière.

Un exercice intéressant consiste à analyser la clarté des déclarations des comités de politique monétaire en se fondant sur l'indice Flesch-Kincaid de niveau d'éducation, qui évalue la difficulté d'un texte en anglais en fonction de la longueur des phrases et du nombre de syllabes par mot. Concrètement, le score obtenu correspond au nombre d'années d'éducation généralement requises pour comprendre le texte – selon le système d'éducation américain. Un score de 12 indique ainsi par exemple que le texte est accessible à une personne qui a terminé sa scolarité obligatoire et qui a dès lors environ 18 ans. Nous avons utilisé cet indice pour étudier l'évolution dans le temps de la lisibilité des déclarations de politique monétaire du FOMC, du Comité de politique monétaire de la Banque du Japon et du Conseil des gouverneurs de la BCE<sup>(1)</sup>.

Les résultats montrent que, de manière générale, la difficulté du discours de la Réserve fédérale a sensiblement varié au cours du temps. Si aucune tendance claire ne

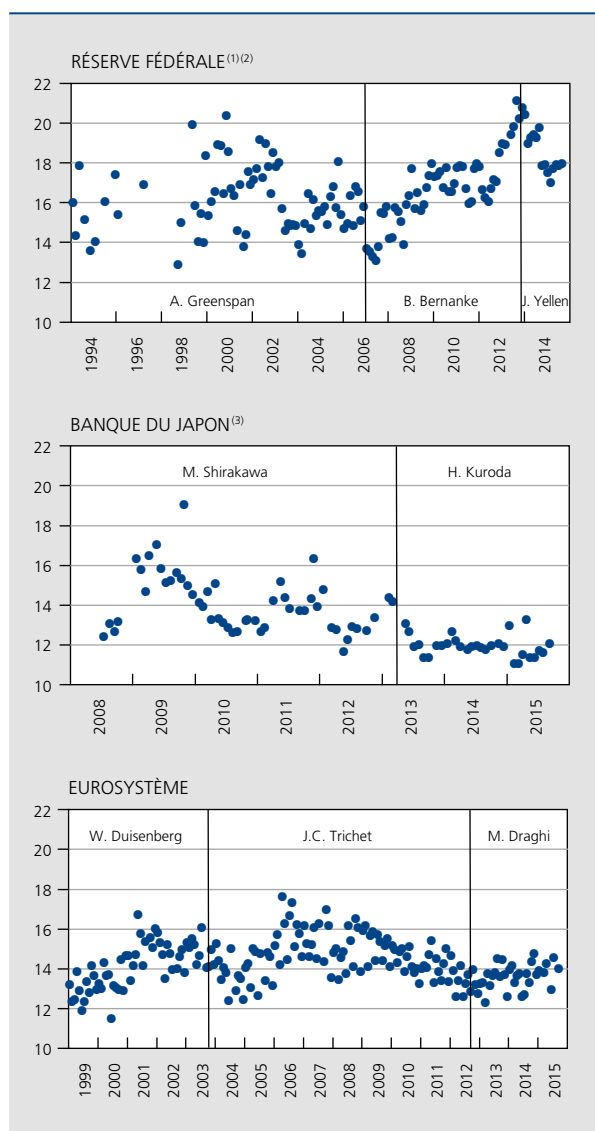
(1) Les déclarations étudiées démarrent en février 1994 pour le FOMC, en juillet 2008 pour la Banque du Japon et en janvier 1999 pour l'Eurosystème. La Banque d'Angleterre ne produit pas de déclarations à la suite des décisions de son Comité de politique monétaire mais offre depuis août 2015 un résumé de sa politique monétaire. Elle n'a dès lors pas été intégrée à l'analyse. L'exercice a été réalisé à l'aide du programme en ligne : [http://www.online-utility.org/english/readability\\_test\\_and\\_improve.jsp](http://www.online-utility.org/english/readability_test_and_improve.jsp). L'information testée pour chaque déclaration comprend, stricto sensu, celle qui se rapporte à la politique monétaire. Les titres, dates, informations accessoires et résultats des votes éventuels des Comités ont été exclus du test.

se dégageait entre 1994 et 2007, une complexification croissante a été perceptible à partir de la fin de 2008, lorsque la Réserve fédérale s'est lancée dans une politique d'assouplissement quantitatif. Ainsi, alors qu'il fallait environ 15 années d'études pour comprendre sans difficulté une déclaration du FOMC entre 2006 et 2008, 17 années

étaient nécessaires entre 2009 et 2011 et près de 19 entre 2012 et 2014. Depuis que Janet Yellen est devenue présidente en février 2014, il semble toutefois qu'une tendance à la simplification se dessine. Il n'en demeure pas moins que, selon notre analyse, quelque 18 années d'études sont actuellement nécessaires pour comprendre sans difficulté une déclaration de la Réserve fédérale, ce qui suppose de posséder un niveau d'éducation comprenant environ six années d'études supérieures.

### GRAPHIQUE 3 DÉCLARATIONS DES COMITÉS DE POLITIQUE MONÉTAIRE

(indice Flesch-Kincaid du niveau d'éducation)



Sources : Réserve fédérale, Banque du Japon, BCE, calculs propres.

- (1) Le FOMC a commencé à émettre des déclarations en février 1994, mais celles-ci ne sont devenues systématiques qu'à partir de mai 1999.
- (2) Les résultats obtenus s'écartent partiellement de ceux de l'étude réalisée par Hernández-Murillo et Shell (2014). C'est le cas notamment pour la période au cours de laquelle Alan Greenspan était à la tête de la Réserve fédérale. Après consultation des auteurs, il apparaît que les divergences s'expliquent en particulier par des différences dans la sélection des textes analysés. Dans une moindre mesure, des différences dans les programmes de test ont également pu jouer un rôle.
- (3) En raison de leur nombre très limité, il n'a pas été tenu compte des déclarations antérieures à juillet 2008.

En ce qui concerne le Comité de politique monétaire de la Banque du Japon, il apparaît que ses messages sont devenus légèrement plus accessibles ces dernières années, en dépit des nombreuses mesures de politique monétaire non conventionnelles qui ont été adoptées. Ainsi, entre juillet 2008 et mars 2013, sous la gouvernance de Masaaki Shirakawa, il fallait environ 14 années d'études pour suivre avec aisance les déclarations de politique monétaire de la Banque du Japon. Depuis l'arrivée de Haruhiko Kuroda à la tête de l'institution, il semble que 12 années soient suffisantes.

S'agissant du Conseil des gouverneurs de la BCE, il appert que le nombre d'années d'études suggérées pour comprendre sans difficulté les déclarations introductives a varié au fil du temps, fluctuant toutefois au sein d'une fourchette plus étroite que pour les déclarations du FOMC. Contrairement à ceux de la Réserve fédérale, il semble par ailleurs que ses messages ne se soient pas complexifiés depuis la crise. Il ressort même que, en moyenne, les déclarations du Conseil des gouverneurs ont plutôt gagné en accessibilité depuis 2007. S'il fallait environ 16 années d'études pour saisir une déclaration introductive entre 2006 et 2007, il n'en faudrait ainsi en moyenne plus que 14 depuis 2012.

Si ce n'est pour la Réserve fédérale, il semble que la lisibilité des déclarations des comités de politique monétaire n'ait pas souffert de la complexité de l'environnement économique et des décisions de politique monétaire au cours de la période récente. Tant la communication de la Banque du Japon que celle de l'Eurosystème auraient même gagné quelque peu en clarté ces dernières années. Bien que ces développements soient rassurants, deux bémols peuvent toutefois être apportés.

Ainsi, premièrement, on peut noter que, si l'indice Flesch-Kincaid tient compte de la taille des mots et des phrases, deux facteurs reconnus comme contribuant à la difficulté de lecture, il ne considère ni le contexte d'utilisation des mots, ni le bagage cognitif nécessaire à la compréhension d'un texte. On peut dès lors supposer qu'il sous-estime dans une certaine mesure la difficulté des déclarations des comités de politique monétaire. Deuxièmement,



si elle a pu partiellement s'améliorer, l'accessibilité des déclarations de politique monétaire n'est pas pour autant désormais à la portée de tout un chacun. Dans la zone euro en particulier, on peut remarquer que le niveau moyen d'années d'études se situait à 11,2 en 2012<sup>(1)</sup>. Il était ainsi toujours sensiblement inférieur à 14. Par comparaison, il est intéressant de noter que le dernier discours sur l'état de l'Union prononcé par le président américain Barack Obama en janvier 2015 a obtenu un score de 9,3 sur la base de l'indice Flesch-Kincaid. Il semble ainsi que les banques centrales disposent encore de marges pour rendre leurs discours plus accessibles.

Il est certain que les déclarations des comités de politique monétaire ne sont pas les seules sources d'information sur la situation économique et sur la conduite de la politique monétaire; nombreuses sont en effet les publications qui tâchent d'expliquer au plus grand nombre les objectifs et les activités des banques centrales<sup>(2)</sup>. En tant qu'instruments privilégiés pour annoncer de nouvelles décisions de politique monétaire, les déclarations constituent toutefois des outils de communication particuliers. Assurer une grande lisibilité de ces textes sans sacrifier à la complexité de l'environnement économique et des décisions adoptées constitue sans nul doute un défi de taille. Ce défi est d'autant plus vaste pour l'Eurosystème que celui-ci ne s'adresse pas seulement à des publics différents, mais également à des cultures diverses et variées.

## Conclusion

S'ils se sont terrés dans le secret durant la majeure partie du XX<sup>e</sup> siècle, les banquiers centraux mettent aujourd'hui un point d'honneur à s'expliquer et à bien se faire comprendre. De nos jours, la communication en matière de politique monétaire est perçue comme une responsabilité démocratique de la banque centrale, qui s'est vu confier un mandat précis et bénéficie d'une grande indépendance pour y satisfaire. Car elle participe étroitement à la gestion des anticipations des agents économiques, la communication est en outre considérée comme un ingrédient de choix d'une politique monétaire efficace.

Un mouvement en faveur d'une plus grande transparence dans la conduite de la politique monétaire s'est esquissé au milieu des années 1970, dans le cadre d'une attention plus soutenue portée à la stabilité des prix. La véritable révolution est toutefois survenue au début des années 1990, parallèlement à l'adoption de la stratégie du ciblage de l'inflation, et elle a été suivie d'une nouvelle vague d'ouverture dans les années 2000.

Dans la foulée de la récente crise économique et financière, la transparence et l'ouverture des banques centrales ont pris un nouvel élan. La grande récession a donné lieu non seulement à une utilisation plus intensive des outils existants, mais également au développement de nouveaux moyens de communication. En outre, elle est à l'origine d'une véritable révolution dans l'usage de la communication en tant qu'instrument de la politique monétaire. Enfin, elle a indiscutablement amorcé une convergence plus étroite des manières dont les banques centrales conduisent la politique monétaire et, partant, communiquent à son sujet.

Si ce n'est pour la Réserve fédérale, il semble que la lisibilité des déclarations des comités de politique monétaire n'ait pas souffert de la complexité de l'environnement économique et des décisions de politique monétaire au cours de la période récente. Tant la communication de la Banque du Japon que celle de l'Eurosystème auraient même gagné quelque peu en clarté ces dernières années. Une politique bien comprise et correctement anticipée étant à la base d'une politique responsable et efficace, ces développements sont rassurants. L'accessibilité des déclarations de politique monétaire n'est toutefois pas pour autant désormais à la portée de tout un chacun, et les marges conduisant à une plus grande lisibilité semblent encore substantielles.

Compte tenu d'une tendance de fond qui ne s'est jamais démentie depuis le milieu des années 1970 et de la masse de nouvelles initiatives qui ont été prises récemment, il est raisonnable de s'interroger sur les limites de la transparence des banques centrales en matière de politique monétaire.

Le sujet n'est pas neuf. Certains auteurs ont en effet déjà suggéré l'existence d'un niveau optimal de transparence (cf. par exemple Morris et Shin, 2002, ou van der Cruysen et al., 2010). Au-delà d'un certain seuil, il se pourrait que les agents économiques deviennent excessivement dépendants de l'information publique et négligent dès lors leurs propres sources d'information, en particulier lorsque celles-ci sont onéreuses. En outre, submergés d'informations, les agents pourraient ne plus être en mesure de distinguer les éléments les plus pertinents lorsqu'ils élaborent leurs anticipations. Enfin,

(1) Moyenne pondérée par la taille de la population sur la base des données publiées par l'UNESCO pour la Belgique, Chypre, la France, l'Allemagne, l'Italie, la Lituanie, Malte, les Pays-Bas, le Portugal, la Slovaquie et l'Espagne.

(2) Il convient de noter toutefois qu'en dépit des efforts de communication des banques centrales, il ressort que les connaissances du grand public sur la politique monétaire restent très limitées. Sur la base d'une enquête auprès des ménages Néerlandais, van der Cruysen et al. (2015) arrivent par exemple à la conclusion que fort peu de gens sont au courant des objectifs de la politique monétaire de l'Eurosystème, mais aussi qu'une fraction non négligeable de la population ne souhaite pas nécessairement recevoir d'information en la matière. Les résultats de leur étude suggèrent cependant que la connaissance sur la politique monétaire joue un rôle non négligeable dans la formation des anticipations d'inflation. Ils soulignent en outre l'importance des médias dans l'acquisition de cette connaissance.



l'excès d'information porterait potentiellement atteinte à la crédibilité de la banque centrale, en témoignant de l'incertitude à laquelle celle-ci se sent confrontée.

Le niveau optimal d'information dans la conduite de la politique monétaire est à l'évidence une notion élastique : il dépend notamment du type d'information, de l'environnement macroéconomique, du niveau d'incertitude, de la

conduite de la politique monétaire, ou encore de ses canaux de transmission. Ces dernières variables ont radicalement évolué ces dernières années. Il n'en demeure pas moins qu'une analyse des coûts et des bénéfices d'une transparence étendue de la politique monétaire a conservé tout son sens. L'ample moisson des récentes initiatives a même très probablement accru la pertinence d'un tel exercice, ouvrant dès lors de nouveaux horizons pour la recherche.

TABLEAU

	Réserve fédérale (1913)	Banque du Japon (1882)	Banque d'Angleterre (1694)	Eurosystème (juin 1998)
<b>Transparence du cadre de politique monétaire</b>				
Déclaration formelle en matière d'objectif(s)	Depuis 1977 (Federal Reserve Reform Act) : plein emploi, stabilité des prix et taux d'intérêt à long terme modérés.	Depuis 1998 (Bank of Japan Act) : stabilité des prix.	Depuis 1998 (Bank of England Act) : stabilité des prix.	Depuis sa création : objectif premier orienté vers la stabilité des prix.
Quantification des objectifs	Depuis janvier 2012 : un taux d'inflation (PCE) de 2 % à moyen terme.	Fourchette à partir d'avril 2009 : taux d'inflation IPC entre 0 et 2 % ; quantification explicite à compter de février 2012 : objectif d'inflation de 1 % ; depuis janvier 2013 : cible d'inflation de 2 % à moyen/long terme.	La stabilité des prix est définie chaque année par le chancelier de l'Échiquier. Depuis 2004, la cible est de 2 % pour l'inflation IPC.	Définition quantitative de la stabilité des prix adoptée en 1998 et clarifiée en 2003 : un taux d'inflation (PCH) « inférieur à, mais proche de 2 % à moyen terme ».
<b>Transparence en matière d'information économique</b>				
Publication des projections internes pour le PIB et l'inflation	Résumé des projections des membres du FOMC publié semestriellement depuis 1979 et trimestriellement depuis 2008 ; publication disponible avec les minutes depuis la fin de 2007 et lors de la conférence de presse du président depuis avril 2011.	Projections de la majorité des membres du Comité publiées semestriellement depuis octobre 2000 et trimestriellement depuis janvier 2009.	Projections trimestrielles du staff depuis février 1993 ; jugement collectif du Comité publié trimestriellement depuis mai 1997.	Projections du staff de la BCE / de l'Eurosystème publiées semestriellement depuis décembre 2000 et trimestriellement depuis juin 2004.
Publication des projections individuelles des membres du Comité	Non.	À partir de janvier 2016.	Non.	Non.
Publication des projections en matière de taux directeurs	Depuis janvier 2012.	Non.	Non.	Non.

Sources : Réserve fédérale, Banque du Japon, Banque d'Angleterre, BCE.

TABLEAU (suite 1)

	Réserve fédérale (1913)	Banque du Japon (1882)	Banque d'Angleterre (1694)	Eurosystème (juin 1998)
<b>Transparence en matière de prise de décision</b>				
Stratégie de politique monétaire explicite	Depuis janvier 2012.	Depuis 2008.	Depuis 1993.	Depuis sa création.
Compte rendu des délibérations des réunions de politique monétaire	Depuis 1936. Minutes sous leur forme actuelle publiées depuis 1993; délai ramené d'environ six à trois semaines en 2005.	Depuis janvier 1998; délai ramené à la réunion suivante en 2008.	Depuis avril 1994 (après cinq-six semaines); depuis octobre 1998 (après deux semaines); immédiatement depuis août 2015.	Minutes publiées après trente ans; comptes rendus publiés depuis janvier 2015, habituellement après quatre semaines.
Publication des votes éventuels au sein du Comité de politique monétaire	Depuis 2002.	Depuis janvier 1998.	Depuis juin 1997.	Non.
Publication des transcriptions des délibérations de politique monétaire	Depuis 1993, après cinq ans.	Depuis janvier 1998, après dix ans.	Depuis mars 2015, après huit ans.	Non.
<b>Transparence en matière de communication des décisions</b>				
Annonce immédiate des décisions adoptées	Depuis février 1994.	Depuis janvier 1998.	Depuis janvier 2000.	Depuis janvier 1999.
Explication des décisions adoptées	Depuis mai 1999.	Depuis juillet 2008.	Dans les minutes.	Depuis janvier 1999.
Déclaration après chaque réunion du Comité	Depuis mai 1999.	Depuis juillet 2008.	Non.	Depuis janvier 1999.
Indications sur les actions de politique monétaire futures	Depuis mai 1999.	Non.	Non.	Depuis avril 2014 <sup>(1)</sup> .
Orientations prospectives	Pour la première fois en 2003.	Pour la première fois en 1999.	Pour la première fois en août 2013.	Pour la première fois en juillet 2013.

Sources : Réserve fédérale, Banque du Japon, Banque d'Angleterre, BCE.  
(1) ECB (2014a).

TABLEAU (suite 2)

	Réserve fédérale (1913)	Banque du Japon (1882)	Banque d'Angleterre (1694)	Eurosystème (juin 1998)
<b>Transparence dans la mise en œuvre des actions</b>				
Évaluation des performances au regard des objectifs	De manière superficielle <sup>(1)</sup> .	De manière superficielle <sup>(1)</sup> .	De manière superficielle <sup>(1)</sup> .	De manière superficielle <sup>(1)</sup> .
Évaluation de la balance des risques par rapport aux perspectives	Depuis 2000.	Depuis 2008.	Depuis 1993.	Depuis 1999.
<b>Indépendance et responsabilité démocratique</b>				
Indépendance	Depuis l'Accord de 1951 <sup>(2)</sup> .	Depuis 1998.	Depuis 1997.	Depuis sa création.
Auditions devant le Parlement	Deux fois l'an depuis 1975.	Régulièrement depuis 1998.	Régulièrement depuis 2003.	Quatre fois l'an depuis 1999.
Fréquence des réunions du Comité de politique monétaire	Huit fois l'an depuis 1981.	Quatorze fois par an depuis 1998; huit fois à compter de 2016.	Douze fois par an depuis 1997; huit fois à compter de 2016.	Douze fois par an de 1999 à 2014; huit fois depuis 2015.

Sources : Réserve fédérale, Banque du Japon, Banque d'Angleterre, BCE.

(1) Source : Dincer et Eichengreen, 2013.

(2) Accord entre le Trésor américain et la Réserve fédérale. L'indépendance de la Réserve fédérale a été renforcée à partir de 1977 et la réforme du Federal Reserve Act.

## Bibliographie

Bank of England (2013), « Monetary policy trade-offs and forward guidance », August.

Bank of Japan (2013a), *Background Note regarding the Bank's Thinking on Price Stability*, January.

Bank of Japan (2013b), *Quantitative and Qualitative Monetary Easing*, Speech by Governor Kuroda at a Meeting Held by the Yomiuri International Economic Society in Tokyo.

BCE (2002), « La transparence de la politique monétaire de la BCE », *Bulletin mensuel*, novembre, 59-67.

BCE (2009), « Rotation des droits de vote au Conseil des gouverneurs de la BCE », *Bulletin mensuel*, juillet, 93-101.

Bini-Smaghi L. et D. Gros (2001), *Is the ECB sufficiently accountable and transparent?*, ENEPRI Working Paper 7.

Boeckx J., N. Cordemans et M. Dossche (2013), « Causes et implications de la faiblesse des taux d'intérêt sans risque », BNB, *Revue économique*, septembre, 67-94.

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

Brunner K. (1981) « The Art of Central Banking » in Hermann Göppl and Rudolf Henn, eds., *Geld, Banken und Versicherungen*. Volume 1. Königstein, 1981.

Chant J. (2003), « The Bank of Canada: Moving Towards Transparency », *Bank of Canada Review*, Spring, 5-13.

Cordemans N. et S. Ide (2014), « Normalisation des politiques monétaires: perspectives et divergences », BNB, *Revue économique*, décembre, 31-55.

Cukierman A. (2009), « The Limits of Transparency », *Economic Notes* 38 (1-2), 1-37.

Cukierman A. et A. Meltzer (1986), « A Theory of Ambiguity, Credibility and Inflation under Discretion and Asymmetric Information », *Econometrica* 54 (4), 1099-1128.

Dincer N. et B. Eichengreen (2007), *Central Bank Transparency: Where, Why and with What Effect?*, NBER Working Paper 13003.

Dincer N. et B. Eichengreen (2014), « Central Bank Transparency and Independence: Updates and New Measures », *International Journal of Central Banking*, March, 189-253.

ECB (2014a), *Monetary policy communication in turbulent times*, Speech by Mr Mario Draghi, President of the ECB, at the Conference for De Nederlandsche Bank's 200 years: Central banking in the next two decades, Amsterdam, 24 April.

ECB (2014b), *Introductory statement*, Speech by Mr Mario Draghi, President of the ECB, Press conference, 3 July.

ECB (2014c), *Unemployment in the euro area*, Speech by Mr Mario Draghi, President of the ECB, at the Annual central bank symposium in Jackson Hole, 22 August.

Eijffinger S. et P. Geraats (2006), « How Transparent Are Central Banks? », *European Journal of Political Economy* 22 (1), 1-21.

Engen E., T. Laubach et D. Reifschneider (2015), *The Macroeconomic Effects of the Federal Reserve's Unconventional Monetary Policies*, Finance and Economic Discussion Series 2015-005, Board of Governors of the Federal Reserve System, 14 January.

Federal Reserve Board (2004a), *Fedspeak*, Remarks by Governor Ben S. Bernanke at the Meetings of the American Economic Association, San Diego, California, 3 January.

Federal Reserve Board (2004b), *Central Bank Talk and Monetary Policy*, Remarks by Governor Ben S. Bernanke at the Japan Society Corporate Luncheon, New York, 7 October.

Geraats P. (2013), *Monetary Policy Transparency*, Paper prepared for the Handbook of Economic and Institutional Transparency, University of Cambridge.

Goodfriend M. (1986), « Monetary Mystique: Secrecy and Central Banking », *Journal of Monetary Economics*, 17(1), 63-92.

Hernandez-Murillo R. et H. Shell (2014), « The Rising Complexity of the FOMC Statement », *Economic Synopses*, Federal Reserve Bank of St. Louis, issue 23.

Issing O. (1999), *The monetary policy of the ECB: stability, transparency, accountability*, Speech at the Royal Institute of International Affairs, London, October.

Issing O. (2005), *Communication, Transparency, Accountability: Monetary Policy in the Twenty First Century*, Federal Reserve Bank of St. Louis Review, 87 (2 Part 1), March/April, 65-83.

Kedan D. et R. Stuart (2014), *Central Bank Minutes*, Central bank of Ireland, Economic letter series 12.

Mishkin F. S. (2004), *Can Central Bank Transparency Go Too Far?*, NBER, Working Paper 10829, October.

Mishkin F. S. et K. Schmidt-Hebbel, (2001), *One Decade of Inflation Targeting in the World: What Do We Know and What Do We Need to Know?*, NBER, Working Paper 8397, July.

Morris S. et H. S. Shin, (2002), « Social Value of Public Information », *American Economic Review*, 92(5):1521-1534.

Posen A. (1997), *Lessons from the Bundesbank on the Occasion of its 40th (and Second to Last?) Birthday*, Peterson Institute for International Economics, Working Paper 97-4.

Praet P. (2013) « Forward Guidance and the ECB », Colonne de Peter Praet, Membre du Directoire de la BCE, publiée sur VoxEU.org le 6 août 2013.

Van der Cruijssen C., S. Eijffinger et L. Hoogduin (2010), « Optimal Central Bank Transparency », *Journal of International Money and Finance* 29, 1482-1507.

Van der Cruijssen C., D.-J. Jansen et J. de Haan (2015) « How much does the general public know about the ECB's monetary policy? Evidence from a survey of Dutch households », *International Journal of Central Banking*, 11(5).

Woodford M. (2003), *Interest and Prices*, Princeton University Press, September.

Woodford M. (2012), *Methods of Policy Accommodation at the Interest-Rate Lower Bound*, September.

# Principaux résultats du réseau CompNet

E. Dhyne  
C. Duprez  
C. Fuss

## Introduction

Le réseau de recherche *Competitiveness Network* (CompNet) a été créé en 2012 par le Système européen de banques centrales. Ses objectifs premiers étaient d'identifier les déterminants de la compétitivité et de la productivité des pays et des entreprises d'Europe et de caractériser la relation entre ces différents facteurs de compétitivité et les performances macroéconomiques (par exemple, les exportations ou la croissance). Il a rassemblé plus d'une centaine de chercheurs en provenance d'une cinquantaine d'institutions (banques centrales, Commission européenne, institutions internationales, universités), amenant ceux-ci à se pencher sur le thème de la compétitivité, ainsi que sur l'analyse et sur la compréhension du développement des chaînes de production globales. Un effort particulier a été consacré à la création de nouveaux indicateurs de compétitivité. La Banque nationale de Belgique a apporté de nombreuses contributions, tant au niveau de l'établissement des statistiques que sur le plan scientifique, comme en témoigne la liste des travaux réalisés par des membres de la Banque ou avec le soutien de celle-ci<sup>(1)</sup>.

En complément aux divers travaux de recherche menés, deux nouveaux outils d'analyse ont été élaborés au sein du réseau CompNet: *le diagnostic toolkit on competitiveness*, d'une part, et *la banque de données CompNet*, d'autre part.

(1) Cette liste de travaux comprend notamment Amador *et al.* (2015a), Amiti *et al.* (2014), Ariu (2012, 2015), Berthou *et al.* (2015a), Berthou *et al.* (2015b), Decramer *et al.* (2014), Di Comite *et al.* (2014), Dhyne *et al.* (2014), Dhyne *et al.* (2015), Duprez (2014), Vandenbussche (2014) et Verscheide *et al.* (2014).

(2) Sous certaines conditions, cette base de données peut être accessible sur demande auprès de la BCE (cf. « Internal governance rule for the use of Compnet produced firm-level data », BCE).

(3) La période couverte par cette banque de données varie d'un pays à l'autre. Ces données sont actualisées chaque année. La dernière mise à jour des résultats pour la Belgique concernait la période 1996-2013.

Le premier outil consiste en une banque de données couvrant 80 nouveaux indicateurs de compétitivité développés au sein de CompNet, qu'il s'agisse d'indicateurs macroéconomiques (indicateurs d'avantages comparatifs par type de produits – produits à haut contenu technologique, produits à faible contenu technologique, produits intermédiaires – ou indicateurs d'échanges intra-branche, etc.), microéconomiques (provenant principalement de la banque de données CompNet) ou transnationaux (mesures de participation aux chaînes globales de valeur) pour les pays de l'UE. Chaque indicateur est accompagné d'une fiche descriptive précisant la définition, la méthode de calcul et l'interprétation qui peut en être faite. Ce *tool-kit* est expliqué par Karadeloglou *et al.* (2015).

Le second outil est la banque de données CompNet<sup>(2)</sup>, présentée dans Lopez-Garcia *et al.* (2014 et 2015). Cette banque de données reprend, pour 17 pays européens (dont 13 États membres de la zone euro), la description détaillée d'une série d'indicateurs au niveau des entreprises<sup>(3)</sup>. La mise en commun de banques de données microéconomiques en provenance de plusieurs pays se heurtant à des difficultés juridiques, CompNet a mis au point une méthodologie commune en vue de construire dans chaque pays participant une série de statistiques agrégées permettant de décrire le plus finement possible la distribution d'un certain nombre d'indicateurs économiques (productivité totale des facteurs, productivité du travail, coûts unitaires du travail, exportations, marges) ou financiers observés au niveau des entreprises. Ces distributions sont disponibles au niveau national ou sectoriel, tant pour l'industrie que pour les services, et pour certaines classes d'entreprises (petites et moyennes entreprises, grandes entreprises). Les différentes composantes de cette banque de données ont fait l'objet d'un certain



nombre de publications, dont Berthou *et al.* (2015b) pour les mesures de performance à l'exportation, Ferrando *et al.* (2015) pour les indicateurs financiers et Amador *et al.* (2015a) pour les taux de marge.

L'objet de cet article est de commenter plus en détail certains résultats du réseau CompNet<sup>(1)</sup>. Il se décline en six parties. La première définit le concept de compétitivité, tandis que les trois suivantes analysent les principaux déterminants de la compétitivité, à savoir la productivité, la compétitivité-coût (traditionnellement mesurée par les coûts unitaires du travail) et les déterminants hors coûts de la compétitivité (par exemple la qualité des produits exportés) et que la cinquième examine la contribution de la dynamique des entreprises à la compétitivité et à l'allocation optimale des ressources.

La réorganisation des chaînes de production au niveau international au cours des dernières décennies ayant profondément modifié la structure du commerce mondial, le réseau CompNet s'est également intéressé aux conséquences de ce phénomène en termes de compétitivité. La sixième partie expose les principaux enseignements qui peuvent être tirés du développement des chaînes globales de valeur.

Enfin, la conclusion rappelle les principaux enseignements en termes de politique économique.

## 1. Compétitivité : concept et mesures

Que ce soit à l'aune d'un pays, d'une entreprise ou d'un produit, la compétitivité est un concept relatif qui se définit comparativement aux concurrents de ce pays, de cette entreprise ou de ce produit. C'est ainsi que, tout naturellement, la compétitivité d'un pays est le plus souvent analysée sur la base de ses performances macroéconomiques à l'exportation<sup>(2)</sup>, ou éventuellement de la concurrence des produits importés sur le marché local.

Tandis que l'analyse macroéconomique traditionnelle lie les performances extérieures à des indicateurs de coûts relatifs tels que les coûts unitaires du travail ou les prix, l'analyse microéconomique met principalement en évidence le rôle de la productivité de l'entreprise en tant que déterminant-clé de son succès sur les marchés extérieurs. Les deux types d'analyse se fondent en réalité sur les mêmes prémisses théoriques. Partant du constat que toutes les entreprises ne sont pas exportatrices, les modèles microéconomiques ont

insisté sur le rôle de l'hétérogénéité de la productivité pour expliquer les différences dans les performances à l'exportation des firmes (cf. Melitz, 2003). Plus généralement, le salaire rapporté à la productivité, autrement dit les coûts unitaires du travail, détermine, au taux de marge près, les prix. Ceux-ci sont un élément essentiel de la profitabilité de la firme. Ces modèles mettent l'accent sur les écarts de productivité car ils formulent l'hypothèse que les salaires sont homogènes d'une firme à l'autre.

$$\text{Prix} = \text{taux de marge} \times \frac{\text{Salaire moyen}}{\text{Productivité}}$$

$$\text{Prix} = \text{taux de marge} \times \text{coût unitaire du travail}$$

ou

$$p = \mu \frac{w}{\left(\frac{y}{l}\right)} = \mu \cdot ulc \quad (1)$$

Ces éléments (prix, coûts unitaires du travail ou productivité) jouent un double rôle. D'une part, l'entrée sur un marché extérieur implique des coûts fixes, liés par exemple à la prospection d'un nouveau marché ou à l'adaptation du produit à la demande et aux préférences des clients sur ce marché. Dès lors, pour pouvoir exporter sur ce dernier, la firme doit atteindre un seuil de rentabilité qui soit suffisant pour lui permettre de couvrir ces coûts fixes. Ceci explique la conclusion, désormais bien connue, que les entreprises exportatrices sont généralement plus performantes (productives) que celles qui ne participent pas au commerce international. D'autre part, la productivité ou les coûts unitaires sont un élément-clé de la formation des prix du produit de l'entreprise et, par conséquent, de sa part de marché sur les marchés extérieurs. On trouvera ainsi le rapport entre l'efficacité de l'entreprise (combien elle peut produire en fonction de la quantité d'inputs qu'elle mobilise) et ses coûts unitaires de production, qui détermine à la fois l'entrée de la firme sur de nouveaux marchés (marge extensive) et le développement de ses exportations sur ceux-ci (marge intensive).

Notons que si ce rapport efficacité-coûts est un déterminant important de la performance internationale d'une entreprise, d'autres éléments hors coûts vont également influencer sur sa profitabilité, comme la qualité perçue de ses produits ou son habilité organisationnelle. Ces facteurs hors coûts sont tout aussi cruciaux pour expliquer la performance exportatrice d'une entreprise dans les économies avancées.

## 2. Productivité et compétitivité

Comme mentionné ci-avant, les nouvelles théories du commerce international à la Melitz (2003), qui intègrent l'hétérogénéité des performances au niveau des

(1) Le rapport final du réseau a été publié par la BCE (cf. Di Mauro et Ronchi, 2015).

(2) La grande majorité des études microéconomiques portent sur le commerce de biens. Pour la Belgique, on peut néanmoins mentionner les articles de Ariu (2012 et 2015), qui décrivent le commerce des services en Belgique.

entreprises, mettent en évidence le fait que la productivité est un déterminant-clé de la performance des entreprises sur les marchés extérieurs. Plusieurs contributions de CompNet ont donc été consacrées à la mesure de la productivité et à la caractérisation de la distribution de productivité dans les pays de l'UE.

## 2.1 Des firmes aux performances très hétérogènes

Une des principales contributions du réseau CompNet est la caractérisation de la distribution de productivité dans les différents pays de l'UE.

Sur la base d'un traitement standardisé des informations microéconomiques disponibles dans chaque pays participant à la banque de données CompNet, il a été possible de caractériser la distribution de productivité des entreprises de l'industrie manufacturière et des services marchands dans ces différents pays afin de pouvoir les comparer valablement. Cet exercice a été mené à la fois pour la productivité du travail (mesurée par le rapport de

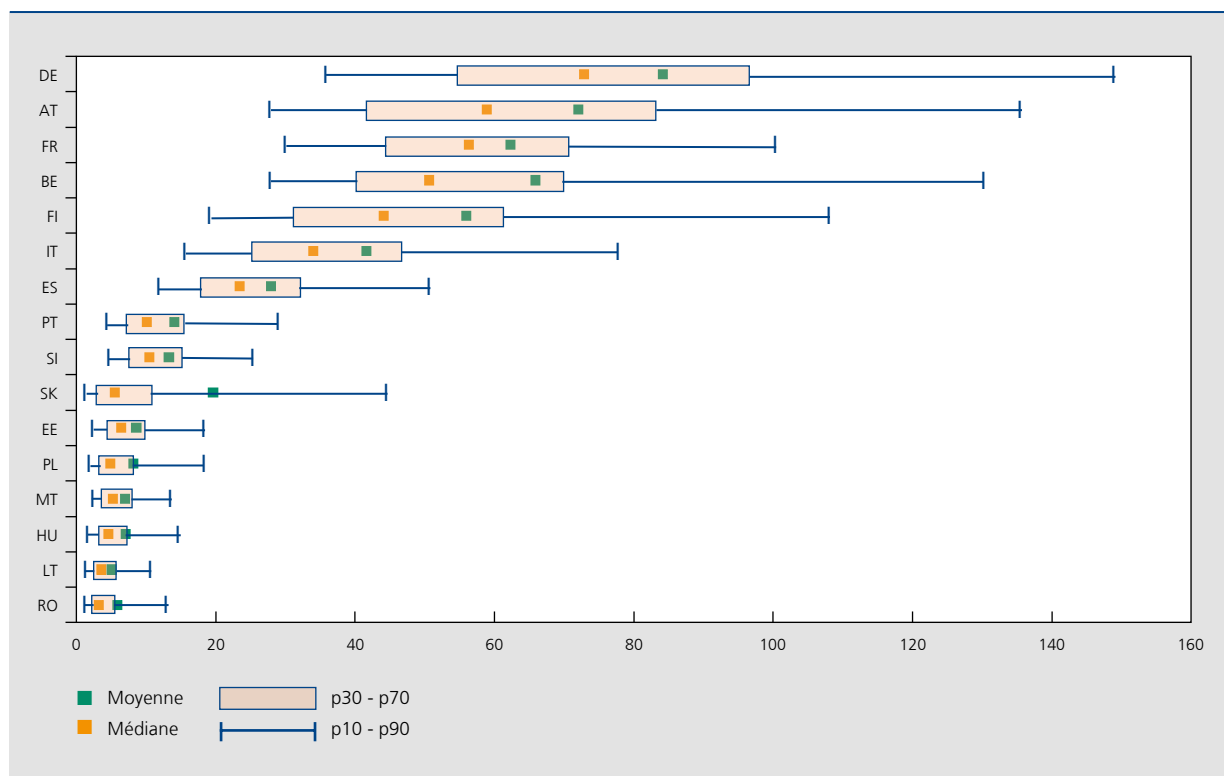
la valeur ajoutée à l'emploi) et pour la productivité totale des facteurs (PTF) (calculée comme étant le résidu de l'estimation d'une fonction de production).

Cette comparaison internationale montre que les entreprises belges figurent en moyenne parmi les plus productives de l'UE mais que la distribution de productivité y est très dispersée et asymétrique. On observe cependant une masse relativement importante de firmes très productives. Or c'est dans cette partie de la distribution qu'on retrouve principalement les firmes exportatrices.

## 2.2 Évaluation microéconomique comparée de l'efficacité productive

L'approche classique de l'économie basée sur le concept de représentativité de l'entreprise moyenne est très naturellement fortement remise en cause par l'observation empirique des distributions de productivité. Celles-ci sont en effet très éloignées d'une distribution normale. Dès lors, la moyenne de la distribution ne suffit plus pour caractériser celle-ci. L'hétérogénéité et la forme de la

**GRAPHIQUE 1** DISTRIBUTION DE LA PRODUCTIVITÉ APPARENTE DU TRAVAIL <sup>(1)</sup> ENTRE 2003 ET 2007



Source: CompNet.

(1) Résultats basés sur des données individuelles d'entreprises occupant au moins 20 employés et actives dans l'industrie manufacturière et dans les services marchands (branches C à N, à l'exception des branches D et E, de la NACE 2008). Moyennes des différents moments de la distribution de la productivité apparente du travail évaluée au niveau des branches d'activité NACE à 2 chiffres sur la période 2003-2007.

distribution de productivité sont elles aussi des déterminants essentiels de la compétitivité.

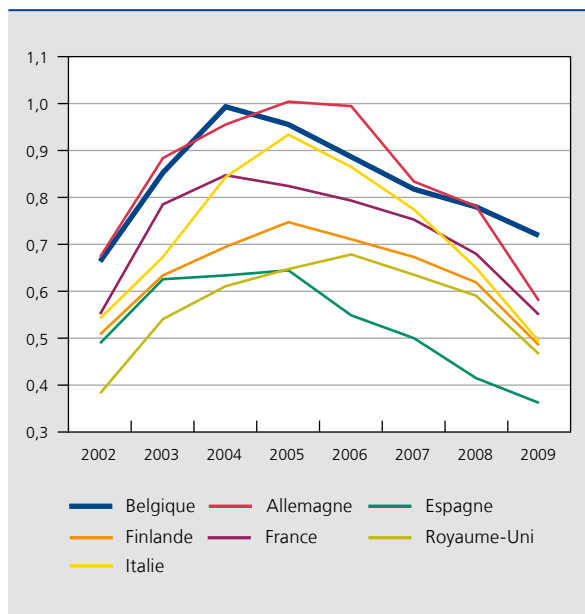
De fait, si le niveau moyen de productivité reste un déterminant des performances macroéconomiques, ce ne sont pas les firmes moyennes qui sont actives sur les marchés internationaux, mais bien celles dont la productivité dépasse un certain seuil. D'autres paramètres de la distribution de productivité doivent donc également être pris en compte dans l'établissement du diagnostic de compétitivité d'une économie, comme l'ont par exemple montré Barba Navaretti *et al.* (2015) et Benkovskis et Bluhm (2015). Ces études révèlent que les performances à l'exportation dépendent non seulement du niveau moyen de productivité du secteur, mais aussi de la dispersion et du caractère asymétrique de la distribution de productivité. En particulier, à niveau moyen de productivité identique, un secteur ou un pays affichera de meilleures performances à l'exportation et une croissance du PIB réel et de la PTF plus soutenue si une plus large proportion de ses entreprises ont un niveau d'efficacité élevé.

Enfin, les valeurs d'une série de variables telles que la productivité par secteur et par type d'entreprise peuvent s'avérer essentielles dans le cadre des analyses microéconomiques de la compétitivité. Comme le soulignent Dhyne *et al.* (2014), la compétitivité sur les marchés extérieurs doit être mesurée comparativement aux concurrents présents sur ces marchés. La position d'une entreprise exportatrice dans la distribution de ses concurrents sur le marché de destination est la mesure la plus adéquate de la compétitivité. Faute de données individuelles disponibles à l'échelle internationale, la plupart des études microéconomiques ne pouvaient pas appréhender la compétitivité de façon aussi désagrégée (par produit ou par secteur).

Verschelde *et al.* (2014) analysent les différences d'efficacité entre firmes ou entre pays sous l'angle de la frontière des possibilités de production. Celle-ci se définit comme la production maximale qu'il est possible d'atteindre avec un ensemble d'intrants de production donnés. Sur la base de données d'entreprises récoltées pour sept pays européens, ils estiment la frontière des possibilités de production de chaque pays de même que celle de l'Europe. Leurs résultats indiquent que, pour le secteur métallurgique par exemple, la Belgique et l'Allemagne ont des frontières de production supérieures à celles des autres pays européens considérés. Il convient également de noter que les écarts d'efficacité entre pays ne se sont pas réduits entre 2002 et 2009.

Cette analyse met en évidence différents canaux par lesquels la compétitivité peut être renforcée : d'une part, être le plus efficace possible compte tenu de la technologie

**GRAPHIQUE 2** ESTIMATION DES FRONTIÈRES DE PRODUCTION DANS LE SECTEUR MÉTALLURGIQUE <sup>(1)</sup>



Source : Verschelde *et al.* (2014).

(1) Frontière d'efficacité médiane pondérée, par pays. Une diminution de la frontière indique que le décalage entre un petit groupe de firmes très productives et les autres firmes augmente.

de production utilisée (autrement dit, se situer le plus près possible de la frontière de production) : d'autre part, développer des technologies plus efficaces (en d'autres termes, déplacer la frontière de production). Une amélioration managériale pourrait illustrer le premier canal, une innovation technologique le second. L'analyse des causes potentielles du ralentissement de la productivité clarifie bien cette distinction. Les études récentes indiquent en effet que le tassement plus prononcé de la productivité en Europe qu'aux États-Unis est imputable à une moins bonne diffusion des technologies de l'information plutôt qu'à la composition sectorielle du PIB, à l'évolution moins favorable du capital humain ou à l'ouverture au commerce international. Il appert aussi que la taille des entreprises et le mode de management sont des facteurs-clés de l'adoption de nouvelles technologies.

### 2.3 Exportations et productivité

Outre la distribution de certains indicateurs comme la productivité apparente du travail présentée au graphique 1, la banque de données CompNet comprend également un module « Commerce international » qui caractérise la situation des entreprises industrielles en matière d'exportations, et ce dans 15 pays européens.

Sur la base des données collectées dans le cadre de ce module (et commentées en détail par Berthou *et al.*, 2015b), on peut par exemple constater que, dans les 15 pays européens ayant contribué à ce module<sup>(1)</sup>, une entreprise industrielle sur quatre exporte au moins 0,5 % de sa production (la Belgique se situe au niveau de la moyenne). En fait, les exportations représentaient en moyenne 46 % du chiffre d'affaires des firmes industrielles exportatrices en 2010 (51 % en Belgique, dont les entreprises semblent être plus exposées à la demande internationale). Toutefois, les exportations d'un pays sont très concentrées. Ainsi, en Belgique, les dix plus grands exportateurs industriels s'arrogeaient en 2008 un peu plus de 20 % du total des exportations de l'industrie.

Les firmes exportatrices se distinguent significativement de celles qui ne le sont pas. Sur la base de l'équation (1), la productivité de l'entreprise est clairement un déterminant-clé de sa compétitivité. Cette relation théorique, mise en évidence dans de nombreuses études microéconomiques, est également illustrée dans la banque de données CompNet. En moyenne, pour l'ensemble des 15 pays ayant participé au module « Commerce international » de la banque de données CompNet,

(1) À savoir la Belgique, la Croatie, l'Estonie, la Finlande, la Hongrie, l'Italie, la Lituanie, Malte, le Portugal, la Roumanie, la Slovénie, la Slovaquie, la Pologne, la France et l'Espagne.

les entreprises exportatrices actives dans l'industrie sont plus productives à hauteur de 20 % que celles dont l'activité se limite au seul marché domestique. Cet écart de productivité de 20 % entre firmes exportatrices et non exportatrices est également observé en Belgique. Il est extrêmement important pour les dix plus grands exportateurs, pour lesquels il atteint 40 %, et explique en partie la dynamique d'entrées/sorties et la survie des entreprises sur les marchés mondiaux. En effet, les firmes exportatrices qui arrêtent d'exporter se caractérisent au moment de leur sortie par un niveau de productivité relativement proche de celui des firmes non exportatrices. A l'opposé, les entreprises qui décident de commencer à exporter affichent un niveau de productivité intermédiaire (plus élevé que celui des firmes non exportatrices mais plus faible que celui des exportateurs permanents).

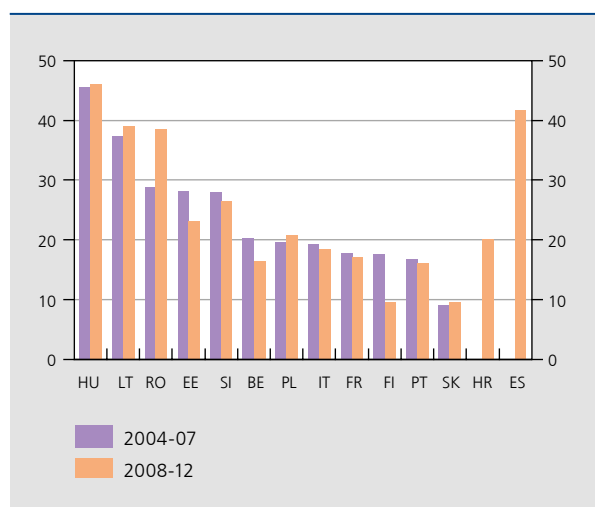
Berthou *et al.* (2015b) mettent également en exergue que le niveau de productivité exerce aussi un effet positif sur le volume et sur la croissance des exportations. Les exportations étant fortement concentrées, la compétitivité d'un petit nombre d'entreprises devient dès lors particulièrement cruciale. Si la productivité, et donc la compétitivité, de ces quelques superstars évolue négativement, les exportations peuvent s'en trouver lourdement affectées au niveau macroéconomique.

### 3. Compétitivité-prix

#### 3.1 Rôle des coûts unitaires du travail : la productivité ou les coûts unitaires du travail comme indicateur de compétitivité ?

Avec le niveau de productivité, le second déterminant de la compétitivité selon l'équation (1) est le salaire moyen. Alors que les discussions au sein du grand public mettent l'accent sur les écarts salariaux, et en particulier sur le dérapage salarial, pour caractériser la détérioration de la compétitivité des entreprises belges, les études microéconomiques se focalisent sur la productivité et les analyses macroéconomiques sur les coûts unitaires du travail. L'étude microéconomique de Decramer *et al.* (2014) évalue le rôle des coûts unitaires du travail au niveau des performances à l'exportation des entreprises manufacturières belges au cours de la période 1999-2010. Leurs résultats indiquent que l'élasticité des exportations nettes en valeur aux coûts unitaires du travail de l'entreprise se situe entre -0,2 et -0,4, l'effet étant d'autant plus prononcé pour les entreprises plus intensives en main-d'œuvre. De plus, pour une entreprise de taille donnée, la probabilité de

**GRAPHIQUE 3** ÉCARTS DE PRODUCTIVITÉ ENTRE LES FIRMES EXPORTATRICES ET NON EXPORTATRICES (POURCENTAGE)<sup>(1)</sup>



Sources : Berthou *et al.* (2015b), CompNet.

(1) Les données pour l'Espagne sont basées sur des données d'exportations non corrigées des changements dans les seuils de déclaration des transactions intra-européennes au cours de la période d'observation. Pour les autres pays, les données d'exportations sont corrigées de ces changements. Les données pour Malte ne sont pas reprises dans ce graphique.

commencer à exporter baisse avec le niveau des coûts unitaires du travail, tandis que celle d'arrêter d'exporter augmente avec celui-ci. Plus précisément, une hausse des coûts unitaires du travail de 10 % diminue la probabilité de se mettre à exporter de 0,3 point de pourcentage, alors qu'elle accroît celle de cesser d'exporter de 0,7 point de pourcentage. L'effet est donc relativement limité.

Par ailleurs, les résultats de Decramer *et al.* (2014) montrent que les différences entre les performances à l'exportation de deux entreprises d'un même secteur au cours d'une année donnée, qu'il s'agisse de la marge intensive ou de la marge extensive, résident dans la productivité plutôt que dans les salaires<sup>(1)</sup>. Ces résultats permettent de valider et de motiver a posteriori le fait que les études microéconomiques sur les questions de compétitivité reposent essentiellement sur la productivité.

De manière générale, la sensibilité des exportations aux coûts unitaires du travail est relativement faible. L'élasticité des exportations aux coûts unitaires du travail dépend de l'élasticité prix  $\varepsilon_p$ , des exportations et de l'élasticité des prix de vente aux coûts unitaires.

$$\varepsilon_p = \alpha p = \alpha \mu \beta ULC \quad (2)$$

Le bas niveau de l'élasticité estimée résulte soit du fait que l'élasticité des prix des exportations  $\alpha$  est peu élevée, par exemple parce que d'autres caractéristiques du produit, telles sa qualité, entrent également en ligne de compte, soit du fait que les coûts unitaires du travail ne représentent qu'une partie du coût marginal, autrement dit que  $\beta$  est faible<sup>(2)</sup>. En ce qui concerne cette dernière hypothèse, les coûts salariaux ne constituent en effet qu'environ un tiers des coûts totaux des entreprises en Belgique. Ces résultats sont corroborés par d'autres études internationales.

### 3.2 Rôle des prix comme indicateur de compétitivité

Les exportations d'une entreprise, sa profitabilité et ses parts de marché dépendent, entre autres, de ses prix de vente. Comme le rappelle l'équation (1), ceux-ci sont égaux au coût marginal de production, au taux de marge près<sup>(3)</sup>.

(1) Ceci peut s'expliquer par une plus grande hétérogénéité en termes de productivité que de salaires, entre autres en raison de la relative centralisation des négociations salariales au niveau sectoriel en Belgique.

(2) Le taux de marge  $\mu$  est en principe supérieur ou égal à l'unité.

(3) Les taux de marge ne sont pas observés mais doivent être estimés. Un exercice en ce sens a été réalisé par Amador *et al.* (2015) pour 15 pays. Les résultats mettent en évidence une grande hétérogénéité des taux de marge. D'une part, ces derniers varient d'une entreprise à l'autre : ils sont plus élevés pour les firmes plus âgées et les sociétés exportatrices. D'autre part, ils peuvent évoluer au fil du temps. Ils ont par exemple diminué pendant la crise, en particulier dans les pays qui ont été les plus touchés.

Considérer les prix plutôt que les coûts unitaires du travail comme un indicateur de compétitivité offre deux avantages : d'une part, cela permet d'intégrer les différences en termes de pouvoir de marché (taux de marge) ; d'autre part, cela permet de tenir compte du fait que le coût marginal n'est pas déterminé que par les coûts du travail.

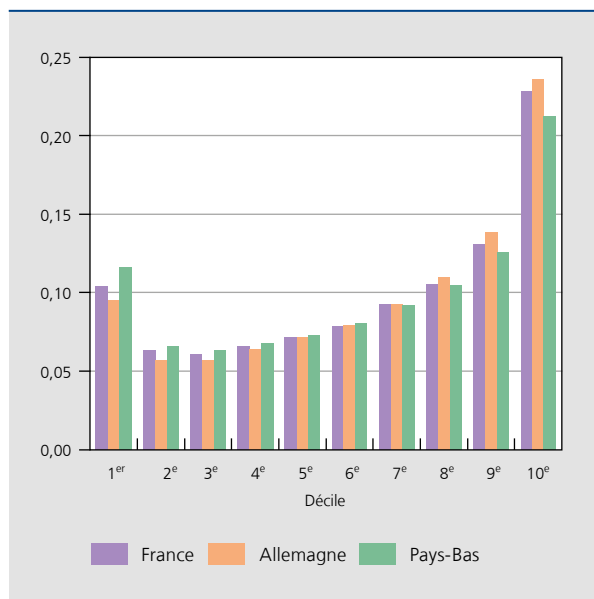
À cet égard, l'étude macroéconomique de Giordano et Zollino (2015), réalisée pour l'Allemagne, la France, l'Italie et l'Espagne, suggère en effet que les indicateurs basés sur les prix sont plus pertinents que ceux fondés sur les coûts unitaires du travail.

Au niveau microéconomique, l'étude de Dhyne *et al.* (2014) s'intéresse aux performances à l'exportation des entreprises françaises sur le marché belge. Cette analyse propose une nouvelle mesure de la compétitivité au niveau microéconomique, qui compare les indicateurs des firmes exportatrices à ceux des entreprises présentes sur le marché de destination. Les auteurs s'intéressent en particulier au rôle des valeurs unitaires (que nous appellerons prix pour simplifier). Bénéficiant de données d'exportation françaises et de données de production et d'importation belges, ils peuvent évaluer la position des prix des produits français exportés vers la Belgique dans la distribution des prix pratiqués en Belgique par leurs concurrents (belges ou étrangers). Leurs résultats confirment que les coûts unitaires du travail exercent une influence négative sur la probabilité d'exporter et que les prix relatifs des produits exportés par les entreprises françaises vers la Belgique influencent négativement leurs performances sur le marché belge. L'élasticité-prix estimée des quantités exportées est proche de l'unité.

Cette façon de mesurer la compétitivité est illustrée au graphique 4. Celui-ci considère les valeurs unitaires des produits (définis de manière relativement détaillée sur la base d'une classification à six chiffres) importés par des entreprises belges. Il classe ces prix en termes de position dans la distribution des prix pratiqués en Belgique par l'ensemble des entreprises, domestiques et exportatrices vers la Belgique. Le graphique ne reprend que les importations en provenance de nos trois principaux concurrents. Il indique par exemple que 23,5 % des produits importés d'Allemagne affichent des prix parmi les plus élevés (dans le dernier décile) comparativement à ceux en vigueur en Belgique pour la même catégorie de produits.

Deux stratégies de prix semblent caractériser les entreprises qui exportent vers la Belgique. La première consiste en une politique de concurrence par les prix. Elle semble être plus répandue pour les produits en provenance des Pays-Bas que pour ceux d'origine allemande (18 % des produits importés des Pays-Bas se situent dans les

**GRAPHIQUE 4** POURCENTAGES DE VALEURS UNITAIRES DES FIRMES EXPORTATRICES VERS LA BELGIQUE DANS LA DISTRIBUTION DES VALEURS UNITAIRES EN BELGIQUE



Sources: calculs de la BNB sur la base des données du commerce extérieur et enquête PRODCOM.

deux premiers déciles, contre 15 % de ceux d'origine allemande). Par ailleurs, on observe un pic dans les deux derniers déciles de la distribution: un nombre non négligeable d'entreprises qui exportent vers la Belgique pratiquent des tarifs élevés. Ceci peut être le signe d'une stratégie de concurrence par la qualité ou de produits de niche. Cette seconde stratégie est plus fréquente pour les produits allemands et français (respectivement 36 et 37 % dans les deux derniers déciles de la distribution de prix) que pour les produits néerlandais (34 %). En effet, les ventes liées à ces produits qui figurent dans le haut de la distribution de prix ne représentent qu'une faible part des importations en valeur.

### 3.3 Élasticité-prix des exportations

Comme mentionné dans le rapport final de CompNet (cf. Di Mauro et Ronchi, 2015), le fait que de nombreux pays européens aient dû ces dernières années procéder à un rééquilibrage, parfois important, de leur balance courante a ravivé l'intérêt pour l'évaluation de la réponse des exportations d'un pays aux variations des prix relatifs, et donc pour l'estimation de l'élasticité-prix des exportations définie à l'équation (2).

À ce sujet, les résultats empiriques sont relativement partagés. Les évaluations macroéconomiques de cette élasticité

tendent à donner une élasticité-prix des exportations inférieures à l'unité. Par contre, les estimations basées sur des données d'exportations désagrégées (firmes ou produits) semblent indiquer que la réaction à des variations des prix relatifs est beaucoup plus vive (élasticité-prix supérieure à l'unité, souvent proche de 5).

L'étude microéconomique de Berthou *et al.* (2015a) tente de concilier les résultats de ces deux approches. Sur la base de la banque de données CompNet, les auteurs montrent que les grandes entreprises (ou les plus productives), qui s'arrogent la majorité des exportations, sont moins sensibles aux variations du taux de change réel que les firmes de plus petite taille (ou les moins productives). Cette conclusion est cohérente avec celle d'Amiti *et al.* (2014) pour la Belgique, qui montrent que la transmission des variations du taux de change aux prix à l'exportation est plus faible pour les grandes entreprises car celles-ci sont typiquement à la fois exportatrices et importatrices. Dès lors, une dépréciation du taux de change augmente les coûts des inputs de production importés, neutralisant partiellement les bénéfices de la dépréciation du taux de change.

Cette faible réaction aux mouvements du taux de change affichée par les grandes entreprises, qui, compte tenu du caractère très concentré des exportations, en représentent la plus grande partie, permet de comprendre les implications des changements des prix relatifs pour les performances à l'exportation des pays européens. En effet, l'effet d'une réduction du taux de change réel sur le total des exportations d'un pays étant à court et à moyen termes principalement déterminé par la réaction des firmes les plus grandes ou les plus productives, le rééquilibrage de la balance commerciale d'un pays requiert des variations importantes des prix relatifs au sein de la zone euro. Ces fluctuations des prix relatifs auront toutefois un impact plus important pour les petits exportateurs. La baisse du taux de change peut compenser la faible productivité de ces petites entreprises et leur permettre de pénétrer sur les marchés internationaux. En raison de leur petite taille, l'arrivée de ces nouveaux exportateurs aurait cependant une incidence limitée sur les balances commerciales, du moins à court terme. Afin de renforcer la contribution de la marge extensive au rééquilibrage de la balance commerciale, des mesures structurelles facilitant l'entrée et la croissance des firmes jeunes sur les marchés mondiaux pourraient accroître la réponse macroéconomique aux variations du taux de change réel.

## 4. Compétitivité hors prix

Que ce soit au niveau macroéconomique (cf. Benkovskis et Wörz, 2014, ou Giordano et Zollino, 2015) ou



microéconomique (cf. Decramer *et al.* 2014), les estimations révèlent que les prix ou les coûts unitaires du travail ne peuvent expliquer à eux seuls les performances extérieures, indiquant par-là que la compétitivité hors prix joue également un rôle important. Ainsi par exemple, l'analyse de Benkovskis et Wörz (2014) montre que les pertes de marché des pays industrialisés (pays de la « vieille » Europe, États-Unis et Japon) par rapport à celles des pays émergents et des nouveaux États membres de l'Union européenne sont essentiellement imputables à des pertes de compétitivité hors prix. Cette compétitivité hors prix inclut entre autres la qualité des produits et des services offerts, la réputation, l'adaptation aux préférences des consommateurs sur les marchés locaux, etc.

#### 4.1 Qualité des produits

La qualité d'un produit est un concept particulièrement difficile à quantifier en économie car celle-ci n'est pas directement observable. De nombreuses études ont tenté de proposer un indicateur de la qualité des produits exportés. On peut par exemple simplement considérer le prix d'un produit comme une mesure approximative de sa qualité. Les travaux de Blinder (1991) sur les causes de la rigidité des prix ont mis en évidence que, comme le prix d'un produit est pour le consommateur sa principale caractéristique observable, les entreprises utilisent celui-ci pour en signaler la qualité. La qualité des facteurs de production (travail et inputs matériels) ayant un impact positif sur la qualité du produit final, un prix élevé associé à un coût de production élevé peut en effet être interprété comme un gage de qualité. Toutefois, un coût unitaire de production élevé peut également être synonyme d'une moins bonne efficacité productive. Le prix est donc un indicateur imparfait de la qualité du produit final.

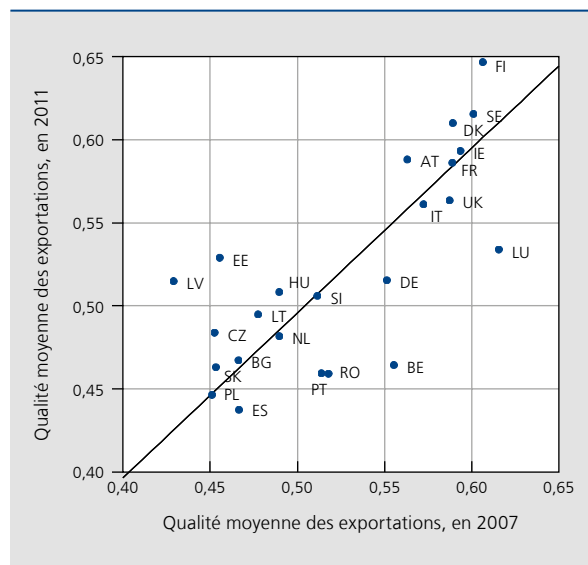
Une alternative au critère du prix consistera donc à mesurer la qualité d'un produit par la demande excédentaire dont il fait l'objet compte tenu de son prix. Sur la base de l'estimation d'une fonction de demande, la qualité d'un produit pourra être approximée par la différence entre sa part de marché et ce que celle-ci devrait être compte tenu de son prix. Si cet écart est positif, la demande d'un produit est supérieure à celle induite par son prix. Ce produit est donc relativement plus apprécié par le consommateur, ce qui devrait traduire un niveau de qualité important. Par contre, si la part de marché observée est inférieure à celle impliquée par le prix, cela reflète un niveau de qualité médiocre. Cette approche est par exemple sous-jacente aux mesures de qualité proposées par Khandelwal (2010).

Di Comite *et al.* (2014) introduisent un raffinement supplémentaire dans l'approche de Khandelwal en prenant en compte les différences locales dans la demande, qui

reflètent les goûts des consommateurs. En effet, les écarts entre les parts de marché d'un produit vendu à un prix identique dans deux pays vont traduire le fait que les consommateurs peuvent avoir des goûts autres. Ainsi par exemple, si dans le pays A les consommateurs sont amateurs de chocolat alors que dans le pays B ils ne le sont pas, à prix identique, la demande de chocolat de la marque X sera plus élevée sur le marché A que sur le marché B, alors que la qualité du produit est la même. En comparant les évolutions des parts de marché dans plusieurs pays en fonction du prix des exportations, Di Comite *et al.* (2014) proposent une méthode permettant de construire un indicateur de qualité nettoyé des différences de goûts des consommateurs.

Sur la base de cette méthodologie, Vandebussche (2014) a évalué la position des divers pays européens sur une échelle de qualité des produits. Ses travaux concluent que les producteurs belges, comme ceux de la « vieille » Europe, ont plutôt tendance à fabriquer des produits de qualité intermédiaire, tandis que ceux d'Europe de l'Est ou des pays émergents se spécialisent sur les segments de faible qualité et que les pays nordiques et le Japon occupent les segments de très haute qualité. Depuis la crise, le niveau moyen de la qualité des produits des exportateurs belges aurait, selon l'auteur, diminué comparativement aux autres États membres de l'UE, ce qui pourrait indiquer une détérioration de la compétitivité hors coûts des exportateurs belges. Cette dégradation de la qualité relative des produits

**GRAPHIQUE 5** DÉPLACEMENTS SUR L'ÉCHELLE DE QUALITÉ DURANT LA CRISE<sup>(1)</sup>



Source : Vandebussche (2014).

(1) Les pays qui se situent au-dessus de la droite à 45° ont progressé de manière relative sur l'échelle de qualité entre 2007 et 2011, tandis que les pays qui se situent en dessous de la droite à 45° ont régressé de manière relative sur l'échelle de qualité entre 2007 et 2011.



touche la plupart des économies avancées, mais elle semble être particulièrement marquée en Belgique.

## 4.2 Qualité du management

Outre la qualité des produits, un des déterminants de la compétitivité hors coûts d'une entreprise est la qualité de son management. Cette composante de la compétitivité a également été abordée au sein de CompNet. Ainsi par exemple, une étude microéconomique de Mion et Opromella (2015) réalisée pour le Portugal montre que l'expérience accumulée dans le passé par des managers au sein d'une firme exportatrice peut s'avérer profitable pour leur nouvelle entreprise, surtout si la zone d'exportation en question intéresse cette dernière. En effet, les coûts liés à l'entrée et au développement de parts de marché sont propres à chaque destination. Les entreprises doivent adapter leur stratégie commerciale et leur produit à chaque marché en fonction des préférences des consommateurs locaux, des réglementations spécifiques etc. La connaissance des éléments particuliers à chaque marché et le développement de canaux de distribution et de relations personnelles constituent donc des atouts précieux. L'étude montre que cette expérience spécifique du manager augmente la probabilité que la firme se mette à ou continue d'exporter vers cette destination, de même qu'elle exerce un effet positif sur les montants exportés pour les sociétés qui étaient déjà actives sur ce marché avant l'arrivée du manager expérimenté.

Une autre étude de Berman *et al.* (2015) confirme que l'expérience acquise sur un marché à l'exportation est une clé de la réussite de l'entrée sur ce marché. Les exportations vers un nouveau marché ne sont en effet pas toujours couronnées de succès. Un grand nombre d'entreprises renoncent après à peine quelques années. Les firmes qui poursuivent leur activité d'exportation enregistrent une vive croissance sur ces marchés, surtout si elles sont jeunes. Les résultats empiriques de cette étude soulignent l'importance de l'apprentissage des caractéristiques de la demande sur un marché spécifique pendant les premières années car celui-ci permet aux entreprises de maintenir et de développer leur position sur ces marchés.

## 5. Dynamique des entreprises et allocation des ressources

### 5.1 Rôle de la dynamique et de l'âge des entreprises dans la productivité agrégée

La productivité et, partant, la compétitivité d'un pays ou d'un secteur ne sont bien sûr pas des concepts statiques.

Celles-ci peuvent être renforcées, par exemple en augmentant l'efficacité des entreprises existantes (entre autres par le biais du progrès technique). Deux autres sources d'amélioration de la productivité agrégée méritent d'être soulignées. La première est liée à la création et à la destruction d'entreprises: la productivité s'accroît si les nouvelles entreprises sont plus productives que celles qui cessent leur activité. La seconde concerne la réallocation des ressources entre entreprises: la productivité agrégée progresse si la part de marché des entreprises les plus productives s'élargit tandis que celle des entreprises les moins productives rétrécit, autrement dit si les ressources (que ce soit en termes d'emploi, de capital ou de financement) sont réallouées des entreprises les moins productives vers les plus productives.

À cet égard, comme l'illustre le tableau 1, l'étude microéconomique de Verschelde *et al.* (2014), réalisée pour sept pays européens, indique que, en Belgique comme chez certains de nos voisins – Allemagne, France et Royaume-Uni –, la croissance de l'efficacité des firmes en activité est l'élément qui contribue le plus à la hausse de l'efficacité globale des branches industrielles. L'effet des réallocations entre entreprises ainsi que des créations nettes de firmes est de moindre ampleur et peut être positif ou négatif.

Enfin, leurs résultats suggèrent que les jeunes entreprises apportent une contribution non négligeable à la croissance de l'efficacité de leur secteur d'activité. En effet, les firmes nouvellement créées entrent sur le marché avec, en moyenne, un déficit d'efficacité. Cependant, cette dernière augmente au fil du temps et peut aller jusqu'à excéder celle des firmes en place depuis plus de dix ans. En particulier, en Belgique, le niveau d'efficacité des entreprises actives depuis six à dix ans est supérieur d'environ 10 % à celui des entreprises qui existent depuis plus de dix ans.

Ce constat est cohérent avec l'analyse de Berman *et al.* (2015). Leurs résultats microéconomiques pour la France montrent que les firmes jeunes qui parviennent à se maintenir en activité quelques années après leur entrée sur le marché enregistrent des taux de croissance élevés et s'arrogent plus de la moitié des exportations après une décennie.

Cependant, la proportion d'entreprises jeunes (actives depuis moins de dix ans) est relativement faible en Belgique (12 %) comparativement aux pays voisins (27 % en Allemagne).

### 5.2 Efficacité allocative des ressources

Comme discuté ci-avant, les marchés sont en constante évolution, et la réallocation des ressources entre les

**TABLEAU 1** CONTRIBUTION MOYENNE DES ENTREPRISES À LA CROISSANCE D'EFFICACITÉ SECTORIELLE DANS L'INDUSTRIE

	Belgique	Allemagne	France	Italie	Espagne	Finlande
Contribution moyenne par type d'entreprise (en pp)						
Actives depuis plus de dix ans	0,60	1,14	1,22	0,91	0,68	0,76
Actives depuis six à dix ans	3,67	1,17	0,79	0,81	-10,40	0,77
Actives depuis cinq ans au plus	-3,24	0,94	1,77	1,22	-1,31	-1,22
Nouvelles firmes	-0,04	-0,03	0,09	0,05	0,02	0,09
Firmes qui cessent leur activité	0,00	0,01	0,02	0,01	0,02	0,04
Proportion d'entreprises (pourcentages des entreprises qui restent en activité)						
Actives depuis cinq ans au plus	4	13	8	10	8	11
Actives depuis six à dix ans	8	14	11	13	16	13

Sources : Verschelde et al. (2014) et calculs propres.

entreprises peut, si elle s'opère vers les firmes les plus productives, être un des éléments qui contribuent à la croissance de la productivité. À l'inverse, elle peut exercer une incidence négative sur la productivité agrégée si les ressources s'orientent vers les entreprises les moins productives. De façon générale, une mauvaise allocation des ressources entre les entreprises est sous-optimale. Les freins à la réallocation entre les entreprises sont donc des sources à la fois d'une faible productivité et d'une moindre capacité des économies de réagir à un choc économique important.

Partant de l'idée que, théoriquement, à l'équilibre dans un marché sans frictions, l'allocation des ressources est optimale, les signes d'une mauvaise allocation des ressources sont généralement associés à l'existence d'imperfections sur les marchés (qu'ils soient du travail, des produits ou financier). On pourrait ajouter que l'ajustement à l'équilibre ne s'opère pas instantanément.

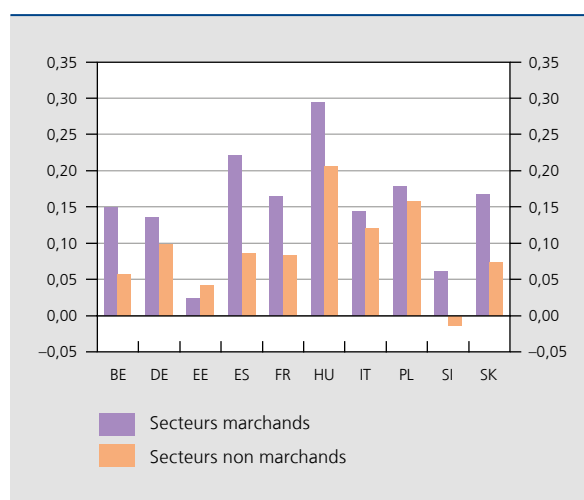
Le réseau CompNet s'est concentré sur un indicateur d'efficacité allocative sectoriel qui découle de la décomposition proposée par Olley et Pakes (1996) La productivité moyenne d'un secteur,  $y_{st}$ , est la somme des productivités de chaque entreprise individuelle,  $\omega_{it}$ , pondérée par la taille de l'entreprise,  $\theta_{it}$ . Olley et Pakes ventilent cette somme en deux composantes. La première est la moyenne non pondérée des productivités de toutes les entreprises d'un secteur,  $\bar{\omega}_{st}$ . La seconde est la somme des écarts de productivité par rapport à la moyenne du secteur,  $\omega_{it} - \bar{\omega}_{st}$ , pondérés par la taille de l'entreprise relativement à la taille moyenne du secteur,  $\theta_{it} - \bar{\theta}_{st}$ . Ce dernier terme, appelé OP gap, est une mesure de l'efficacité allocative. Il contribue positivement à la productivité moyenne du secteur si les entreprises plus (moins) productives que la moyenne sont

de plus grande (petite) taille. A contrario, si les entreprises les moins productives sont plus grandes que la moyenne du secteur, la contribution de ce terme est négative.

$$y_{st} = \sum_{i \in s} \theta_{it} \omega_{it} = \bar{\omega}_{st} + \sum_{i \in s} (\theta_{it} - \bar{\theta}_{st}) (\omega_{it} - \bar{\omega}_{st}) \quad (3)$$

À titre d'illustration, le graphique ci-dessous montre les OP gaps pour les secteurs marchand et non marchand. On voit que l'efficacité allocative est du même ordre de

**GRAPHIQUE 6** ALLOCATION DES RESSOURCES ET EFFICACITÉ DANS LES SECTEURS MARCHANDS ET NON MARCHANDS<sup>(1)</sup>



Source : banque de données CompNet.

(1) Données calculées sur la base d'échantillons d'entreprises comptant au moins 20 employés pour la période 2003-2007. Une valeur positive de l'indicateur est le signe que les ressources productives sont transférées des firmes peu productives vers les firmes les plus productives et donc que la réallocation des ressources se fait de manière optimale.

grandeur en Belgique et en Allemagne. Sauf en Estonie, elle est systématiquement plus élevée dans les secteurs soumis à la concurrence.

## 6. Chaînes globales de valeur et réseau d'entreprises

Ces dernières décennies, la diminution des coûts de transport et de communication, le progrès technologique et l'abaissement des barrières politiques et économiques ont entraîné une hausse du commerce international et des investissements directs étrangers. Dans un mouvement général de décloisonnement des chaînes de production, les firmes ont dans une plus large mesure recouru à des inputs provenant d'autres entreprises, parfois situées à l'étranger. Si l'absence de statistiques empêchait dans le passé toute analyse chiffrée du phénomène, la création et la diffusion récente de tableaux d'input-output mondiaux (notamment ICIO (OCDE) et WIOD) ont comblé cette lacune.

Amador *et al.* (2015b) ont illustré la fragmentation par le biais de l'augmentation du contenu en composantes étrangères des exportations, tant dans la zone euro que dans les autres grandes régions du monde<sup>(1)</sup>. Une question lancinante sous jacente à ces évolutions globales est celle de leurs répercussions sur l'emploi. Dans un contexte de plus en plus mondialisé, Timmer *et al.* (2013) montrent

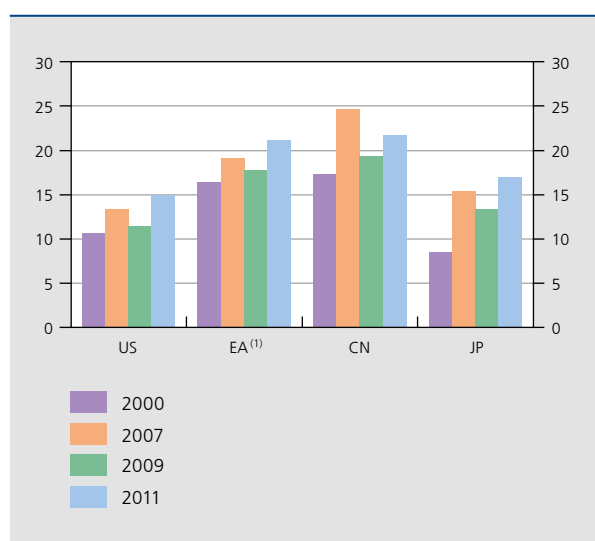
que la fragmentation de la production va de pair avec une diminution de l'emploi dans l'industrie des pays avancés. Cependant, cette tendance est contrebalancée par une hausse de l'emploi dans les services marchands. La fragmentation semble par ailleurs renforcer les avantages comparatifs, non pas par type d'industries mais par type d'activités. Les pays européens se spécialisent ainsi dans des segments de la production plus intensifs en main-d'œuvre qualifiée.

Comme l'a souligné Richard Baldwin lors de son allocution à la conférence CompNet, la globalisation de nos économies a altéré la nature des échanges internationaux. L'émergence et la croissance des chaînes de production globale invitent à repenser la façon de mesurer la compétitivité. À titre d'exemple, la lecture des balances commerciales est modifiée lorsqu'on passe du concept des échanges de biens et de services à celui de la valeur ajoutée échangée. L'excédent commercial d'un pays vis-à-vis d'un autre peut en effet être influencé par la composition de son panier à l'exportation. Lorsque celui-ci intègre beaucoup d'inputs importés, le passage au concept d'exportations en valeur ajoutée dégonfle les exportations et, partant, le surplus commercial. Selon Nagengast et Stehrer (2015), le déficit commercial des États-Unis à l'égard de la Chine en 2011 se réduit de 17 % lorsqu'il est calculé sur la base des échanges de valeur ajoutée, alors que par rapport au Japon il grimpe de 39 %. En outre, les déséquilibres intra-zone euro sont plus faibles lorsqu'ils sont évalués à l'aune des échanges en valeur ajoutée.

Les balances commerciales bilatérales calculées sous l'angle des échanges en valeur ajoutée peuvent apporter un éclairage nouveau en matière de politique économique, d'une part, en relativisant le constat posé quant aux déséquilibres commerciaux entre les États membres de la zone euro, et d'autre part, en reconsidérant les effets des politiques économiques.

La crise a en effet fait apparaître que la persistance d'un déficit commercial et d'une position extérieure nette négative peut avoir des conséquences fâcheuses en cas de graves chocs financiers. La tentation de recourir à des politiques protectionnistes en ciblant l'origine géographique des déficits commerciaux à l'aide des flux de biens et de services peut dès lors s'avérer dangereuse. Non seulement la forte imbrication directe des économies entre elles rend les politiques protectionnistes très risquées, comme l'attestent les nombreux débats en la matière menés au niveau de l'OMC, mais, en outre, dans la mesure où une part des échanges comprend aussi des échanges indirects entre les pays, une politique protectionniste menée dans

**GRAPHIQUE 7** CONTENU DES EXPORTATIONS EN VALEUR AJOUTÉE ÉTRANGÈRE (POURCENTAGE DE LA VALEUR DES EXPORTATIONS)



Source : Amador *et al.* (2015b).

(1) La zone euro est ici définie comme une entité à part entière, c'est-à-dire que les flux intra-zone euro ne sont pas pris en compte.

(1) Cf. Duprez (2014) pour une analyse des exportations belges.

un pays pourrait, en bloquant la chaîne de production globale, avoir des répercussions sur le processus de production dans de nombreux pays.

La fragmentation des chaînes de production permet d'expliquer pourquoi la croissance des importations a largement dépassé celle du PIB pendant les trois dernières décennies. Al-Haschimi *et al.* (2015) ont ainsi montré que le ratio de la croissance des importations à celle du PIB a, en moyenne, atteint une valeur de 2 entre 1981 et 2007. Ce ratio s'est toutefois largement réduit au cours de la période 2011-2013, ce qui pourrait suggérer que la fragmentation des chaînes de production ne s'est plus développée.

L'analyse sous l'angle des processus de production globalisés contribue également à expliquer l'ampleur de la contraction du commerce durant la crise économique. Altomonte *et al.* (2012) pointent ainsi le « bullwhip effect », qui suggère que l'ajustement des stocks aux différentes étapes de la production démultiplie un choc initial de demande. Nagengast et Stehrer (2015) indiquent que, durant la crise économique, la part d'intrants provenant des fournisseurs domestiques a augmenté au détriment des fournisseurs étrangers, ce qui a ralenti le commerce international de façon plus que proportionnelle.

Pour mieux appréhender les chaînes globales de valeur, le recours à des données de firmes permet également de tirer des enseignements. En affinant un modèle de gravité classique, Altomonte *et al.* (2015) ont ainsi montré que les exportations (et chaque contribution en valeur ajoutée, qu'elle soit domestique ou étrangère) entre deux branches d'activité de deux pays sont plus élevées lorsqu'une même multinationale est implantée dans les deux. Sur la base des données belges, Dhyne *et al.* (2015) ont également construit une base de données reconstituant le réseau d'entreprises pour la Belgique entre 2002 et 2012. Selon leurs résultats, 82 % des firmes belges participent directement ou indirectement à la production de biens ou de services destinés à l'exportation, tandis que seulement 5 % des firmes exportent directement.

## Conclusion

Des différentes contributions du réseau CompNet, on retiendra tout d'abord le développement de deux nouveaux outils de diagnostic de la compétitivité d'un pays, à savoir le *diagnostic toolkit on competitiveness* et la *banque de données CompNet*. Les informations statistiques qu'ils contiennent permettent de mieux appréhender le concept, par essence protéiforme, de la compétitivité.

S'il est certain que la concurrence par les prix peut s'avérer une stratégie essentielle pour faire face à la concurrence internationale, en particulier pour certains produits (bas de gamme ou moins différenciés), des stratégies alternatives basées sur le développement de la qualité jouent également un rôle non négligeable (entre autres dans les produits de niche). Par ailleurs, il n'est pas inutile de rappeler que la compétitivité-prix dépend non seulement des coûts salariaux mais également des coûts des produits intermédiaires et que, à niveaux de coûts identiques, les entreprises peuvent faire la différence en améliorant leur productivité. Ce constat implique donc que le renforcement de la compétitivité d'un pays ou d'une entreprise requiert une approche plurielle sollicitant de multiples instruments et mesures. Outre sur la formation des coûts salariaux, la compétitivité des économies européennes doit s'appuyer sur des éléments hors coûts. Le champ d'action est relativement vaste puisque la compétitivité hors prix touche aussi bien à l'innovation qu'à la qualité des biens et des services, à la capacité organisationnelle, managériale et technologique, au pouvoir d'absorption des nouvelles technologies (qui dépend par exemple de l'adaptabilité de la main-d'œuvre) et à l'expérience accumulée sur les marchés à l'exportation.

Un des avantages des outils développés au sein de CompNet est de permettre une comparaison internationale des performances de chaque pays au travers d'une gamme d'indicateurs de compétitivité. En effet, la compétitivité d'une économie se mesure par rapport à celle de ses concurrents, existants ou potentiels. Un tel exercice nécessite de disposer des informations relatives aux autres pays ou entreprises à l'aune desquels on veut évaluer sa compétitivité. À cet égard, le *diagnostic toolkit* est un point d'accès unique à une série de statistiques macroéconomiques et transnationales pertinentes pour situer un pays vis-à-vis de ses concurrents. Ces données agrégées sont complétées par la banque de données CompNet, qui permet, grâce au calcul de nouveaux indicateurs à partir de données microéconomiques, de comparer de manière internationale les performances individuelles des entreprises. En particulier, la banque de données reprend les caractéristiques de la distribution d'un ensemble de variables, telles que la productivité ou les coûts unitaires du travail, afin de positionner une entreprise par rapport à un marché de destination.

Parmi les nombreuses variables analysées dans la banque de données CompNet, la forme de la distribution de la productivité apparente du travail ou de la productivité totale des facteurs est un déterminant essentiel de la compétitivité d'un pays. Sur la base de ces distributions, l'amélioration de la compétitivité d'un pays n'est plus liée uniquement à l'accroissement du niveau de productivité

moyen, même si ce paramètre reste important, mais l'est aussi à la capacité d'accroître la masse d'entreprises se situant à droite de la moyenne de la distribution. En effet, seules les firmes les plus performantes peuvent à la fois payer le coût d'entrée sur les marchés mondiaux et y survivre durablement.

Un des enjeux macroéconomiques actuels concerne la résorption des déséquilibres macroéconomiques. À cet égard, une des leçons qu'on peut tirer des études menées aussi bien au sein de CompNet qu'ailleurs, est que le seul recours à des instruments traditionnels tels que le taux de change ne sera pas suffisant pour les éliminer. En effet, ces études ont montré que la sensibilité des exportations aux variations du taux de change est relativement limitée, entre autres parce que les exportations sont concentrées au sein d'un nombre relativement restreint d'entreprises, dont les caractéristiques (taille, productivité, fait qu'elles sont également importatrices) réduisent la sensibilité de leurs exportations aux variations des prix relatifs. Un rééquilibrage complet des balances commerciales uniquement au moyen de l'instrument du taux de change nécessiterait alors de très grandes variations de taux. Il faut donc repenser d'autres mesures de politique économique pour résoudre ce problème, notamment en jouant sur la marge extensive de la croissance des exportations (par exemple en faisant rentrer sur les marchés extérieurs de nouvelles entreprises plus réactives aux variations des prix relatifs).

Afin d'accroître le pourcentage d'entreprises exportatrices dans la population totale, il convient donc de mener des politiques structurelles permettant soit d'augmenter leur productivité (politiques d'innovation, de formation, etc.), soit de jouer sur les composantes hors coûts de la productivité. Il s'impose également de conduire des politiques visant à améliorer l'allocation des ressources productives vers les firmes les plus efficaces.

Enfin, en s'appuyant sur les bases de données qui sont désormais disponibles (notamment WIOD), CompNet a aussi contribué aux récents travaux sur les chaînes de valeur. Dans la mesure où le contenu importé des exportations peut se révéler important, on sait aujourd'hui qu'il peut s'avérer fallacieux d'utiliser les données d'exportations de biens et de services pour poser un diagnostic sur la compétitivité extérieure. En prenant en compte la globalisation des processus de production, le concept de valeur ajoutée exportée permet de mesurer de manière plus pertinente la compétitivité d'un pays, notamment parce qu'il a plus de sens lorsqu'il s'agit d'en déterminer les répercussions sur l'emploi. Plus généralement, l'analyse des chaînes de valeur offre un nouvel éclairage sur l'organisation des chaînes de production. Ce dernier permet de mieux comprendre les phénomènes de propagation des chocs entre les économies. Il fournit également une meilleure description du contexte dans lequel s'inscrivent d'éventuelles mesures de politique économique, comme les barrières aux importations ou les rééquilibrages de la balance commerciale.

## Bibliographie

- Al-Haschimi A., F. Skudelny, E. Vaccarino et J. Wörz (2015), *The trade demand nexus: any changes from global value chains?*, Working Paper, forthcoming.
- Altomonte C., F. di Mauro, G.I.P. Ottaviano, A. Rungi et V. Vicard (2012), *Global value chains during the great trade collapse: a bullwhip effect*, ECB Working Paper 1412, January.
- Altomonte C., I. Colantone, A. Rungi et T. Sonno (2015), « Global value networks », in Amador J., R. Baldwin et F. di Mauro (éds), *The age of global value chains: mapping and policy implications*, CEPR Press, Chapter 6, forthcoming.
- Amador J., F. di Comite, C. Fuss, J. Hagemejer, J. M. Montero et A. C. Soares (2015a), *Price-cost margin dynamics and heterogeneity: evidence from European firm-level data*, mimeo.
- Amador J., R. Cappariello et R. Stehrer (2015b), *Global value chains: a view from the euro area*, ECB Working Paper 1761, March.
- Amiti M., O. Itskhoki et J. Konings (2014), « Importers, Exporters and Exchange Rate Disconnect », *American Economic Review*, 104 (7), 1942–78.
- Ariu A. (2012), *Services versus goods trade: Are they the same?*, NBB, Working Paper 237.
- Ariu A. (2015), *Crisis-proof services: Why trade in services did not suffer during the 2008-2009 collapse*, NBB, Working Paper 284.
- Barba Navaretti G., M. Bugamelli, E. Forlani et G.I.P. Ottaviano (2015), *It takes (more than) a moment: Revisiting the link between firm productivity and aggregate exports*, ECB, Working Paper, forthcoming.
- Benkovskis K. et B. Bluhm (2015), *Empirical link between firm-level indicators and target variables of competitiveness: Bayesian Model Averaging approach*, ECB, Working Paper, forthcoming.
- Benkovskis K. et J. Wörz, (2014), *What drives the market share changes? Price versus non-price factors*, ECB, Working Paper 640.
- Berman N., V. Rebeyrol et V. Vicard (2015), *Demand learning and firm dynamics: evidence from exporters*, Banque de France, Working Paper 551.
- Berthou A., C.-V. Demian et E. Dhyne (2015a), *Exchange rate movements, firm-level exports and heterogeneity*, mimeo.
- Berthou A., E. Dhyne, M. Bugamelli, A.-M. Cazacu, C.-V. Demian, P. Harasztosi, T. Lalinsky, J. Merikull, F. Oropallo et A.C. Soares (2015b), *Assessing European Firms' Exports and Productivity Distributions: the CompNet Trade Module*, NBB, Working Paper 282.
- Blinder A. (1991), « Why Are Prices Sticky? Preliminary Results from an Interview Study », *American Economic Review*, 81 (2), 89-96.
- Decramer S., C. Fuss et J. Konings (2014), *How do Exporters React to Changes in Cost Competitiveness?*, NBB, Working Paper 276.
- Di Comite F., J.-F. Thisse et H. Vandenbussche (2014), *Verti-zontal differentiation in export markets*, NBB, Working Paper 216.
- Di Mauro F. et M. Ronchi (2015), *CompNet Report – Assessing European Competitiveness: the contribution of CompNet research*, ECB, June.

Dhyne E., C. Fuss et P. Sevestre (2014), *Assessing export competitiveness at the very micro level: Lessons from matched Belgian and French data*, mimeo.

Dhyne E., G. Magerman et S. Rubinova (2015), *The Belgian production network 2002-2012*, NBB, Working Paper 288.

Duprez C. (2014), «Création de valeur à l'exportation. Un diagnostic de la Belgique», NBB, *Revue économique*, septembre.

Ferrando A., C. Altomonte, S. Blank, P. Meinen, M. Iudice, M.-H. Felt, K. Neugebauer et I. Siedschlag (2015), *Assessing the financial and financing conditions of firms in Europe: the financial module in CompNet*, ECB, Working Paper 1836.

Giordano C. et F. Zollino (2015), *Exploring price and non-price determinants of trade flows in the largest euro area countries*, ECB, Working Paper 1789.

Karagalous P., K. Benkovskis and the CompNet Task Force (2015), *Compendium on the diagnostic toolkit for competitiveness*, ECB, Occasional Paper 163.

Khandelwal A. (2010), «The Long and Short (of) Quality Ladders», *Review of Economic Studies*, 77 (4), 1450-76.

Lopez-Garcia P., F. di Mauro, N. Benatti, C. Angeloni, C. Altomonte, M. Bugamelli, L. D'Aurizio, G. Barba Navaretti, E. Forlani, S. Rossetti, D. Zurlo, A. Berthou, C. Sandoz-Dit-Bragard, E. Dhyne, J. Amador, L. D. Opromolla, A. C. Soares, B. Chiriacescu, A.-M. Cazacu, T. Lalinsky, E. Biewen, S. Blank, P. Meinen, J. Hagemeyer, P. Tello, A. Rodríguez-Caloca, U. Čede, K. Galuščák, J. Meriküll et P. Harasztosi (2014), *Micro-based evidence of EU competitiveness: the CompNet database*, ECB, Working Paper 1634.

Lopez-Garcia P., F. di Mauro and the CompNet Task Force (2015), *Assessing European competitiveness: the new CompNet micro-based database*, ECB, Working Paper 1764.

Melitz M. J. (2003), «The Impact of Trade on Intra-Industry Reallocations and Aggregate Industry Productivity», *Econometrica*, 71(6), 1695–1725.

Mion G. et L. D. Opromella (2015), *Managers' mobility, trade performance, and wages*, ECB, Working Paper 1596.

Nagengast A. et R. Stehrer (2015), *The great collapse in value added trade*, ECB, Working Paper, forthcoming.

Olley G. S. et A. Pakes (1996), «The dynamics of productivity in the telecommunications equipment industry», *Econometrica*, 64(6), 1263–1297.

Timmer M.P., B. Los, R. Stehrer et G.J. de Vries (2013), «Fragmentation, incomes and jobs. An analysis of European competitiveness», *Economic Policy*, 28(76), 613–661.

Vandenbussche H. (2014), *Quality in exports*, European Economy Economic Paper 528.

Vershelde M., M. Dumont, B. Merlevede et G. Rayp (2014), *European competitiveness – A semiparametric stochastic metafrontier analysis at the firm level*, NBB, Working Paper 261.



# Résultats de la troisième vague de l'enquête sur la formation des salaires en Belgique

D. Cornille<sup>(\*)</sup>

## Introduction

En 2014 et en 2015, 25 pays de l'Union européenne ont pris part à une enquête harmonisée sur les pratiques des entreprises européennes en matière de formation des salaires (et des prix), dans le cadre du Wage Dynamics Networks (WDN), un réseau de recherche du Système européen de banques centrales (SEBC) qui étudie les caractéristiques de la dynamique des salaires.

L'enquête est centrée sur la période 2010-2013 et inclut des questions sur la perception qu'ont les entreprises de la nature des changements de l'environnement économique à la suite de la crise de la dette souveraine, sur leurs réactions à ces derniers et sur le rôle des contraintes financières. Deux enquêtes ont déjà été conduites précédemment, respectivement en 2007 et en 2009. La première, en 2007, couvrait 17 pays et visait à mieux comprendre comment les entreprises adaptent les salaires et la quantité de travail, de même que les interactions avec la formation des prix. En 2009, un sous-groupe de dix pays a mené une enquête complémentaire plus concise pour mieux cerner les réactions des entreprises en termes de salaires et d'emploi dans le contexte de la grande récession.

L'enquête à laquelle cet article est consacré vise à actualiser l'analyse du comportement des entreprises en évaluant l'incidence de la crise la plus récente, et en particulier l'influence des réformes mises en œuvre. Même si cela a moins été le cas en Belgique, la période 2010-2013 a été marquée dans de nombreux pays par des réformes affectant profondément le fonctionnement du marché du travail. L'analyse comparative des résultats de l'enquête dans les différents pays est en cours: elle devrait prochainement être disponible sous la forme d'un Occasional Paper de la BCE. Dans l'intervalle, différents rapports nationaux devraient être rendus publics. Cet article contribue à ce processus. Il présente les principaux résultats de l'enquête de 2014 pour la Belgique<sup>(1)</sup>.

Divers projets de recherche plus spécifiques exploitant les données de l'enquête sont en cours dans les différents pays. Ils feront l'objet de publications distinctes.

Comme cela avait déjà été le cas pour les éditions précédentes, l'un des atouts de l'enquête est l'harmonisation du questionnaire établi en concertation entre les 25 pays participants au WDN. Le réseau a néanmoins prévu la possibilité d'intégrer ou non certaines questions optionnelles ou, le cas échéant, des questions spécifiques, selon les besoins. Toutes les questions optionnelles ont été incorporées au questionnaire belge, à l'exception de quatre d'entre elles, le but étant de réduire la longueur de l'enquête et, partant, le risque de non-réponse qui lui est généralement proportionnel. L'une des difficultés rencontrées lors de la confection de l'enquête a été de retenir une période de référence commune à tous les pays.

(\*) L'auteur remercie les quelque 1 000 entreprises belges qui ont participé à l'enquête et la division « Conjoncture » du département de Statistique générale pour la conduite de l'enquête.

(1) Une version préliminaire du présent article a été préparée en vue d'une publication des résultats par pays sur le site internet de la BCE. Pour une analyse des résultats des enquêtes précédentes, cf. Druant, Du Caju et Delhez (2008) et de Walque, Druant, Du Caju et Fuss (2010). Pour plus d'informations, cf. <http://www.nbb.be/wdn>

En effet, les périodes de tensions économiques n'ont pas nécessairement coïncidé entre les différents pays. Il a donc été décidé de ne pas établir de lien explicite entre la période retenue, à savoir 2010-2013, et le terme de « crise ». Certains pays ont de ce fait étendu le questionnaire en dédoublant certaines questions pour des périodes différentes. Cela a permis à ceux qui n'avaient pas participé aux éditions précédentes de l'enquête de compléter les résultats pour les périodes antérieures.

Le questionnaire pour la Belgique, consultable sur le site internet de la Banque<sup>(1)</sup>, comporte quatre parties, outre les informations générales permettant de caractériser la branche d'activité et le type de l'entreprise. La première aborde les changements survenus dans l'environnement économique au cours de la période 2010-2013, en identifiant le type et l'intensité des chocs qui ont pu toucher les entreprises. La deuxième traite de la structure et de l'adaptation de la main-d'œuvre des entreprises interrogées, tandis que la troisième est consacrée à l'ajustement des salaires. Enfin, la quatrième partie, que les pays participants pouvaient choisir d'ajouter ou non à l'enquête, s'intéresse à la fixation des prix et à leurs adaptations.

Le questionnaire comprend 35 questions de trois types différents. D'abord, dans un nombre limité de cas, les entreprises devaient introduire des données chiffrées. Ensuite, certaines questions requéraient de cocher une ou plusieurs options. Enfin, les participants étaient invités à préciser l'intensité, le degré de pertinence ou de difficulté, ou encore l'importance relative d'une affirmation déterminée. Dans ces deux derniers cas, la ventilation des réponses illustrées ci-après ne prend en considération ni les non-réponses ni les éventuelles options « Je ne sais pas ».

La présentation des résultats de l'enquête comprend cinq parties. La première traite de la réalisation de l'enquête. La deuxième esquisse, d'un point de vue macroéconomique, le contexte général du marché du travail en Belgique au cours de la période de référence de l'enquête. La troisième analyse plus en détail la réaction des entreprises et l'adaptation des salaires. La quatrième examine la question des changements de prix, tandis que la cinquième résume les principaux résultats.

## 1. L'enquête

L'enquête belge couvre les entreprises occupant au moins cinq travailleurs et opérant dans l'industrie manufacturière, la construction, le commerce, les services aux

entreprises ou encore le secteur financier. Les secteurs couverts par l'enquête représentent ensemble 52 % de l'emploi dans les entreprises belges (abstraction faite des indépendants). L'enquête a été réalisée par la Banque nationale de Belgique en juin et en septembre 2014 après une phase de test auprès d'une dizaine d'entreprises qui a permis de clarifier la présentation du questionnaire. Le questionnaire a été envoyé par courrier postal, mais une version électronique a également été mise à disposition.

Le questionnaire final a été envoyé à un total de 4 641 entreprises. L'échantillon s'est appuyé en partie sur le groupe d'entreprises qui ont répondu à l'enquête précédente du WDN en 2007, lesquelles sont également constituées en grande partie d'entreprises incluses dans l'échantillon utilisé par la Banque pour l'enquête mensuelle de conjoncture auprès de l'industrie manufacturière, de la construction, du commerce et des services aux entreprises. L'échantillon a ensuite été étendu au secteur de l'énergie et aux institutions financières pour élargir la représentativité aux autres secteurs. Les entreprises occupant moins de cinq travailleurs n'ont pas été reprises dans l'échantillon.

Au total, 991 entreprises ont participé à l'enquête, soit un taux de réponse de 21 %. Étant donné la longueur du questionnaire, ce taux peut être considéré comme satisfaisant, bien qu'inférieur aux vagues précédentes (dont le questionnaire était moins long). Chaque entreprise participante recevra un résumé des résultats basés sur les réponses de la branche à laquelle elle appartient. Le mode de composition de l'échantillon est tel que les grandes entreprises sont surreprésentées. Alors que les firmes participantes représentent 1,7 % du nombre total d'entreprises, elles couvrent 5,4 % de l'emploi total. Malheureusement, le taux de réponse pour le secteur de l'énergie a été nul, tandis qu'il a été relativement élevé pour le secteur financier. Toutefois, l'interprétation des résultats pour le secteur financier doit prendre en compte le faible nombre de participants. Un tableau détaillé décrivant l'échantillon est présenté ci-après.

En ce qui concerne le comportement en matière de réponse aux questions, le taux de réponse est en moyenne supérieur à 95 % et varie entre 100 % et 83 % pour la question portant sur la couverture des conventions salariales collectives.

Les réponses sont en général cohérentes par rapport aux informations provenant d'autres sources. L'on note toutefois une exception en ce qui concerne les questions portant sur le processus de négociation salariale collective – qui figurent également parmi les questions présentant les plus faibles taux de réponse. Ainsi, seules quelque 50 % des entreprises ont indiqué qu'une convention

(1) Cf. [www.nbb.be/fr/wage-dynamics-network-wdn-3](http://www.nbb.be/fr/wage-dynamics-network-wdn-3)

collective conclue en dehors de l'entreprise était en vigueur, alors que le chiffre attendu devrait dépasser les 90 %, étant donné la composante centralisée du système de négociation salariale en Belgique. Une explication de cette incohérence pourrait être qu'au cours des périodes 2011-2012 et 2013-2014 (ainsi que 2015-2016), les projets d'accord interprofessionnel, qui n'ont pas été approuvés par l'ensemble des partenaires sociaux, ont été mis en œuvre par le gouvernement fédéral. Les entreprises interrogées pourraient avoir considéré cet élément comme un signe d'absence d'« accord » formel en dépit de l'entrée en vigueur d'une politique salariale présentant toutes les caractéristiques d'un accord.

Pour que les résultats de l'enquête soient représentatifs de l'ensemble des entreprises, il convient de les pondérer. À cet effet, ces dernières ont été subdivisées en strates, sur la base de leur secteur d'activité et de leur nombre de travailleurs. Les coefficients de pondération sont calculés comme étant le rapport entre la population d'entreprises au sein de chaque strate et le nombre de firmes de chaque strate ayant répondu à l'enquête. Sauf mention contraire, les résultats présentés dans cet article ont été pondérés de la sorte, et les réponses manquantes ont été exclues. C'est l'option qui a initialement été retenue par le WDN pour la publication de l'ensemble des rapports nationaux.

## 2. Contexte économique

Le contexte économique et les évolutions du marché du travail au cours de la période 2010-2013 ont été encore en partie caractérisés par les répercussions de la crise économique et financière qui a éclaté en 2008. En Belgique, il en a résulté une chute de l'emploi intérieur – et une hausse du chômage –, qui a d'abord été d'une ampleur relativement limitée par rapport à des pays voisins comme la France, les Pays-Bas et à l'UE en moyenne. Cette chute limitée de l'emploi s'est accompagnée d'une nette baisse de la productivité horaire et de la durée moyenne du travail. La préservation de l'emploi peut s'expliquer par différents mécanismes de flexibilité. Le régime du chômage temporaire a joué un rôle important, d'autant qu'il a été étendu au début de la crise pour permettre aux employeurs d'adapter l'utilisation de leur main-d'œuvre plus facilement à la réduction de leur activité et d'éviter des licenciements. Cette option a été largement utilisée, en particulier dans l'industrie manufacturière, notamment parce qu'à cette époque-là, la crise était considérée comme temporaire et que la situation financière des entreprises belges était saine. Dans le même temps, l'emploi intérieur s'est appuyé sur la création intensive d'emplois subventionnés (par exemple dans le cadre du système des titres-services). La persistance de la crise en 2012 et 2013 a toutefois

**TABLEAU 1** ÉCHANTILLON

(4 641 entreprises contactées, 991 entreprises participantes<sup>(1)</sup>, soit un taux de réponse de 21 %)

	Population (plus de 5 travailleurs)		Participants (plus de 5 travailleurs)		Représentativité (pourcentages)		Échantillon	
	Nombre d'entreprises (2)	Emploi (3)	Nombre d'entreprises	Emploi	Nombre d'entreprises	Emploi	Nombre d'entreprises	Taux de réponse (en %)
<b>Total</b> .....	<b>58 448</b>	<b>1 977 590</b>	<b>991</b>	<b>106 920</b>	<b>1,7</b>	<b>5,4</b>	<b>4 641</b>	<b>21,4</b>
Industrie manufacturière .....	9 159	472 626	416	47 318	4,5	10,0	1 929	21,6
Énergie .....	47	17 798	0	0	0,0	0,0	25	0,0
Construction .....	8 556	171 905	206	11 853	2,4	6,9	765	26,9
Commerce .....	16 344	422 127	113	9 831	0,7	2,3	668	16,9
Services aux entreprises .....	22 777	784 198	243	36 121	1,1	4,6	1 210	20,1
Institutions financières .....	1 565	108 936	13	1 797	0,8	1,6	44	29,5
De 5 à 19 travailleurs .....	42 630	360 787	250	2 724	0,6	0,8		
De 20 à 49 travailleurs .....	10 322	298 098	243	7 941	2,4	2,7		
De 50 à 199 travailleurs .....	4 262	361 610	407	38 517	9,5	10,7		
À partir de 200 travailleurs .....	1 234	957 095	91	57 738	7,4	6,0		

Sources: DGS, BNB.

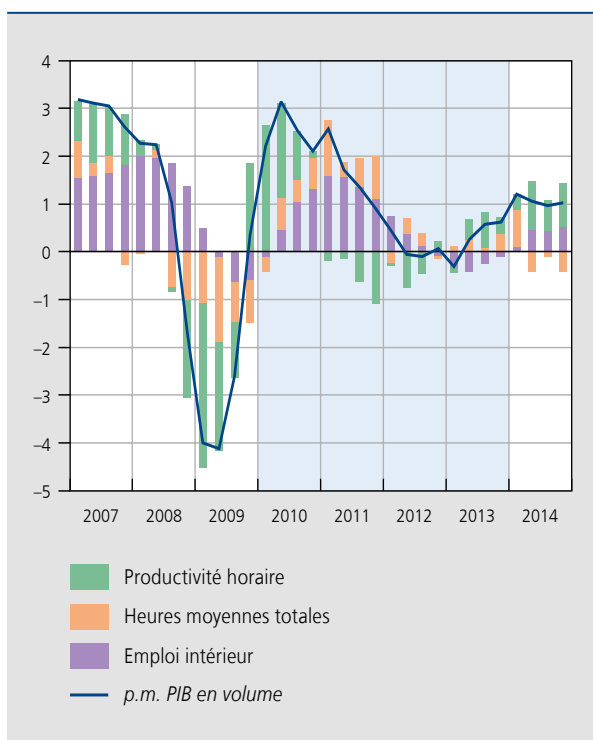
(1) À l'exclusion des entreprises occupant moins de cinq travailleurs et des entreprises n'ayant pas de code NACE.

(2) Entreprises opérant en Belgique en 2012 (source: DGS).

(3) Entreprises déclarantes auprès de l'ONSS et appartenant aux secteurs couverts par l'enquête (au premier trimestre 2013).

### GRAPHIQUE 1 EMPLOI, DURÉE DU TRAVAIL ET PRODUCTIVITÉ

(contributions à la croissance annuelle du PIB, points de pourcentage; données corrigées des effets de calendrier)



Source : ICN.

entraîné une forte baisse de l'emploi en 2013, sauf dans le secteur des services aux entreprises. C'est dans l'industrie que cette baisse a été la plus vive, bien que, dans ce secteur, le recul de l'activité ait été moindre qu'en 2009. D'une manière générale, la détérioration de l'emploi peut s'expliquer par différents facteurs. Premièrement, après avoir recouru de manière intensive au chômage temporaire au cours de la première phase de la crise, les entreprises, confrontées à une détérioration de leurs perspectives et de leur situation financière en raison de la stagnation persistante de l'activité économique, ont finalement dû réduire leur main-d'œuvre. En outre, le système de chômage temporaire a été adapté pour prévenir tout abus. Enfin, la création d'emplois subventionnés a été plus modérée qu'en 2008. En 2014, le marché du travail a bénéficié de la relance qui s'était amorcée en 2013. L'intensification de l'activité économique a tout d'abord engendré une amélioration de la productivité, comme cela se produit souvent dans pareille situation. La situation sur le marché du travail s'est, à son tour, rapidement améliorée, ce qui s'est reflété dans une hausse de l'emploi intérieur en 2014.

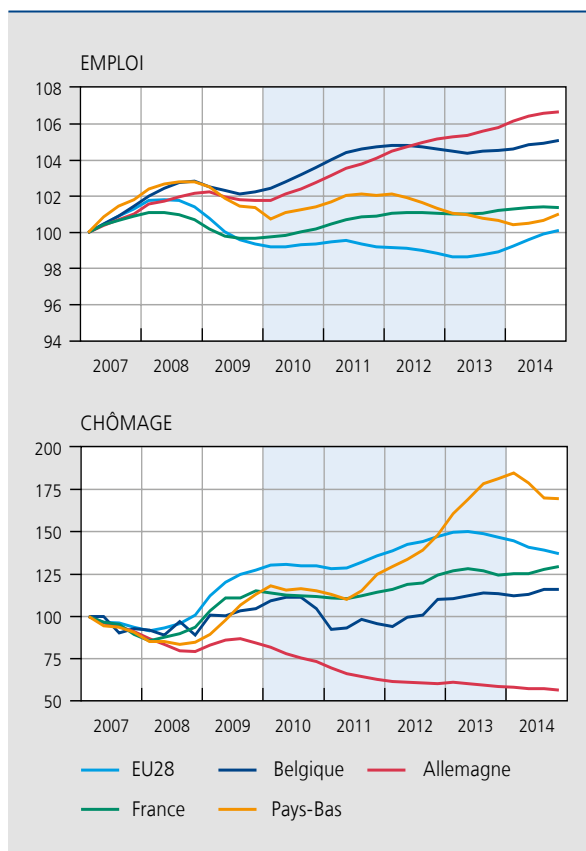
La politique de modération salariale – consistant en des contraintes pesant sur les hausses conventionnelles

des salaires – qui a commencé en 2009 a contribué à améliorer la résistance de l'économie. Elle a aidé les entreprises à préserver leur compétitivité en limitant les augmentations des coûts, et, in fine, a contribué à la reprise qui a suivi. Au niveau national, le système de négociation salariale pratiqué en Belgique présente un large champ d'action, mais il a récemment souffert de la difficulté de conclure des accords (cf. l'encadré sur la formation des salaires). Par ailleurs, sa structure hiérarchique limite la capacité d'ajustement des entreprises en matière de politique salariale, une caractéristique qui se reflète dans les réponses à l'enquête.

Il n'y a par ailleurs pas eu de réformes radicales du marché du travail au cours de la période sous revue. Bon nombre des mesures prises ont été de nature temporaire. L'on enregistre toutefois des changements dans de nombreux domaines, comme la dégressivité accrue des allocations de chômage, la limitation des sorties anticipées du marché du travail, le relèvement de l'âge de la pension et, bien que mise en œuvre en 2014, l'harmonisation des statuts des ouvriers et des employés.

### GRAPHIQUE 2 EMPLOI ET CHÔMAGE

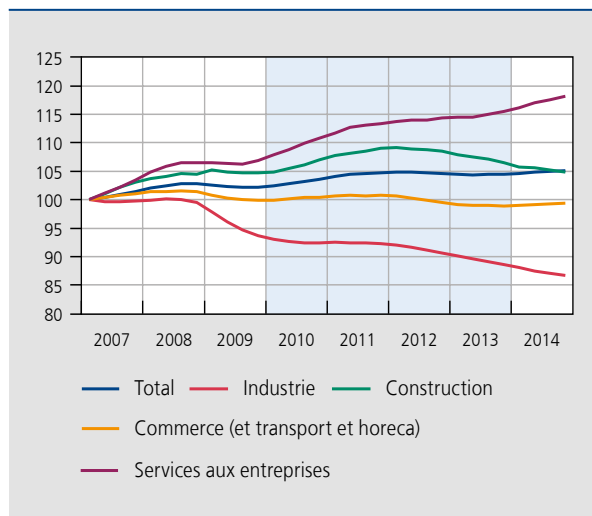
(données corrigées des variations saisonnières, indices 2007T1 = 100)



Source : CE.

### GRAPHIQUE 3 EMPLOI SELON LE SECTEUR D'ACTIVITÉ

(données corrigées des variations saisonnières, indices 2007T1 = 100)



Source: ICN.

L'environnement macroéconomique au cours de la période 2010-2013 se reflète largement dans les réponses à l'enquête menée dans le cadre du WDN. Globalement, en comparaison avec d'autres pays, la situation belge s'est caractérisée par une relative stabilité, bien que les entreprises aient été touchées par la crise à des degrés divers selon leurs caractéristiques. L'enquête du WDN constitue une occasion unique de mieux comprendre comment les entreprises ont été touchées et comment elles ont réagi.

### 3. Réactions des entreprises et adaptations des salaires

#### Différents types de chocs

La présente section expose la manière dont les entreprises qualifient les sources et l'ampleur des chocs qu'elles ont subis au cours de la période 2010-2013. L'on a opté pour cette période afin d'inclure la crise de la dette souveraine,

## Encadré – Formation des salaires dans le secteur privé en Belgique

Les hausses des salaires dans le secteur privé découlent des négociations organisées successivement à trois niveaux : national, sectoriel et des entreprises. Ces négociations se déroulent tous les deux ans dans un cadre institutionnel caractéristique prévoyant un salaire minimum garanti, une indexation automatique du salaire brut par rapport à ce que l'on appelle l'indice-santé<sup>(1)</sup> des prix à la consommation, ainsi qu'une norme salariale (indicative ou maximale, en fonction de la période) fixée au niveau national, selon la loi du 26 juillet 1996 relative à la promotion de l'emploi et à la sauvegarde préventive de la compétitivité.

Au niveau national, la norme salariale constitue une marge pour la croissance des coûts horaires nominaux de la main-d'œuvre dans les entreprises belges, compte tenu des évolutions attendues des coûts nominaux de la main-d'œuvre dans les trois principaux pays voisins de la Belgique (l'Allemagne, la France et les Pays-Bas). Faute d'accord entre les partenaires sociaux, le gouvernement peut fixer unilatéralement la norme salariale, comme c'est le cas depuis 2011.

En réaction à la crise, aucune norme salariale nominale n'a été décidée pour la période 2009-2010. Les augmentations de salaires, autres que l'indexation et les ajustements barémiques, ont été définies comme des montants fixes uniques, qui ne pouvaient pas dépasser 125 euros en 2009 et 250 euros en 2010. Pour 2011-2012, le projet d'accord salarial (qui a été mise en œuvre par le gouvernement) a à nouveau permis une hausse salariale horaire en pourcentage (0,3 % en 2012) en sus de l'indexation et des ajustements barémiques, mais la notion de « norme salariale » n'a plus été utilisée<sup>(2)</sup>. Pour 2013-2014 et plus récemment pour 2015-2016, l'accord interprofessionnel a été à nouveau mise en œuvre par le gouvernement. Pour 2013-2014, il n'a pas entraîné de hausse de la rémunération horaire, sauf pour l'indexation et les augmentations barémiques afin de contribuer à absorber le handicap salarial par rapport aux trois principaux pays voisins.

(1) Indice national des prix à la consommation, à l'exception des produits considérés comme constituant un risque pour la santé (d'où sa dénomination) : l'alcool, le tabac, l'essence et le diesel.

(2) Cela implique que les clauses all-in sont devenues non pertinentes parce qu'elles s'appuient sur le dépassement de la norme salariale nominale.

Les hausses du salaire réel se négocient au sein des comités paritaires<sup>(1)</sup> principalement organisés par secteur d'activité économique (le nombre de comités paritaires dépassant les 100), au début des années impaires, et sont assorties d'une convention conclue en principe au premier semestre de l'année. L'issue de ces négociations sectorielles ne peut entraîner une réduction du salaire minimum garanti prévu par la loi. Ce type d'accord peut être complété dans le cadre de conventions conclues au niveau des entreprises. Bien que les conventions conclues au niveau des entreprises aient gagné en importance, la Belgique est traditionnellement considérée comme un pays où les salaires sont essentiellement fixés au niveau intermédiaire (sectoriel), contrairement aux pays présentant une formation des salaires plus centralisée ou décentralisée.

(1) Cette appellation vient du fait qu'employeurs et employés y sont représentés à parts égales.

bien qu'elle ne soit pas explicitement mentionnée dans l'enquête. En Belgique, cette période ne s'est pas caractérisée par des incidences très importantes sur l'emploi, sauf dans le secteur manufacturier.

À la question de savoir comment cinq facteurs différents liés à la situation économique existante ont influencé leur activité, les entreprises ont indiqué que la « capacité des clients à payer » et le « niveau de la demande » ont eu l'effet négatif le plus important sur leur activité au cours de la période 2010-2013. Cela a été particulièrement le cas des entreprises du secteur manufacturier. La « volatilité/l'incertitude de la demande » a également été mentionnée comme un facteur négatif, mais une plus grande part d'entreprises ont indiqué une absence d'effets ou des effets positifs. Cela a également été le cas pour l'« accès au financement externe » et pour la

« disponibilité de l'approvisionnement », bien que la part des entreprises ayant ressenti un effet positif ait été bien moindre, la grande majorité ne signalant pas d'effet. Il est intéressant de noter que plus la taille de l'entreprise est grande (en nombre d'employés), plus l'effet négatif perçu de l'« accès au financement externe » est faible, confirmant ainsi l'hypothèse selon laquelle les entreprises de taille plus réduite sont plus sensibles aux contraintes pesant sur l'offre de crédit.

Quant au caractère temporaire ou persistant des chocs touchant les cinq facteurs différents liés à la situation économique existante, la plupart des réponses tendent à indiquer des chocs passagers ou seulement partiellement persistants. Toutefois, les facteurs produisant les effets les plus négatifs sont également ceux où les effets semblent les plus durables, à savoir la « capacité

**TABEAU 2** SITUATION ÉCONOMIQUE ET EFFETS SUR L'ACTIVITÉ DES ENTREPRISES AU COURS DE LA PÉRIODE 2010-2013 (pourcentages)

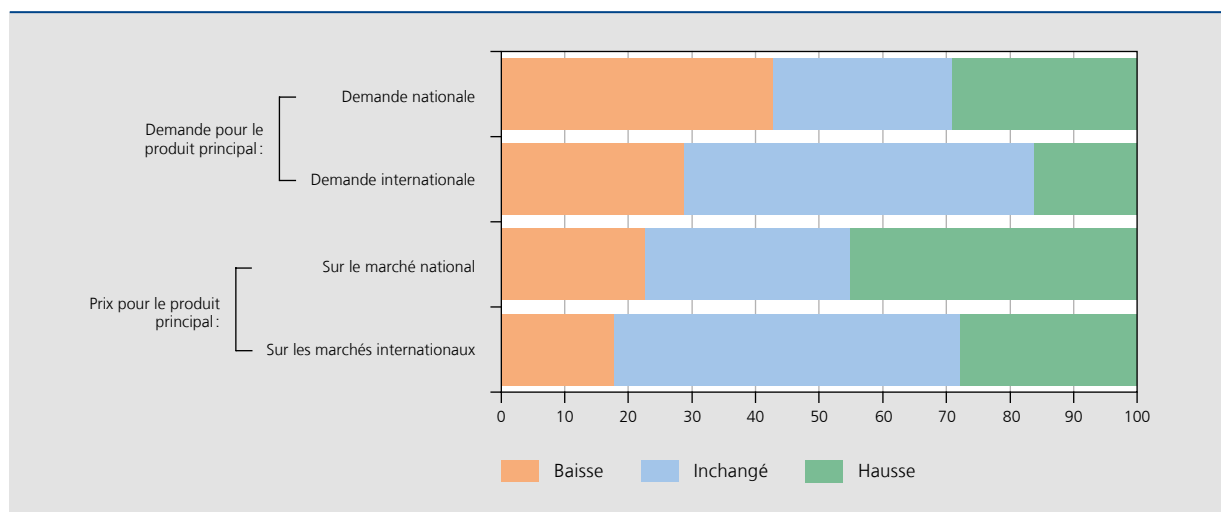
	Type d'effets <sup>(1)</sup> , part des entreprises qui répondent :			Degré de persistance, part des entreprises qui répondent :		
	Effets négatifs	Pas d'effet	Effets positifs	Effets passagers	Effets seulement partiellement persistants	Effets durables
Niveau de la demande .....	51	20	28	19	39	41
Volatilité / Incertitude de la demande .....	35	42	23	22	42	35
Accès au financement externe .....	24	67	10	36	38	27
Capacité des clients à payer .....	51	41	8	23	41	36
Disponibilité de l'approvisionnement .....	22	74	4	36	37	27

Source : BNB.

(1) Les effets négatifs se définissent comme étant la somme d'une forte baisse et d'une baisse modérée. Les effets positifs se définissent comme étant la somme d'une hausse modérée et d'une forte hausse.

**GRAPHIQUE 4** ÉVOLUTION DES PRIX ET DE LA DEMANDE AU COURS DE LA PÉRIODE 2010-2013

(pourcentages)



Source : BNB.

des clients à payer» et le «niveau de la demande», et ce constat a été à nouveau plus prononcé dans le secteur manufacturier. Une analyse complémentaire révèle que les effets négatifs sont considérés comme moins passagers et plus persistants, et ce d'autant plus dans le secteur manufacturier.

Les entreprises ont également été invitées à évaluer l'évolution des prix et de la demande de leur principal produit au cours de la période 2010-2013 : cette évaluation a tendance à varier selon le marché considéré. Sur le marché national, une grande part des entreprises a connu une baisse de la demande, mais une proportion importante a par ailleurs enregistré des hausses des prix. Sur les marchés étrangers, la demande et les prix sont demeurés plus souvent inchangés (pour six entreprises sur dix). Si l'on ne considère que les entreprises qui ont dû adapter les coûts de leur main-d'œuvre au cours de la crise, une majorité a connu une contraction de la demande, quel que soit le marché, et davantage de variations des prix (plus de baisses de prix sur les deux marchés, mais également plus de hausses de prix sur le marché étranger).

### Comment les entreprises ont-elles réagi ?

Au cours de la période 2010-2013, la plupart des entreprises ont enregistré une hausse de leurs coûts, laquelle s'explique généralement par une progression des coûts salariaux. C'est le cas quelle que soit leur taille, bien que la proportion des firmes faisant état d'une progression de leurs coûts salariaux augmente avec leur taille. Par ordre

d'importance, les autres coûts et les coûts d'approvisionnement ont également joué un rôle. Une hausse des coûts de financement est également rapportée par 30 % des entreprises, mais il est intéressant de constater que plus de 20 % d'entre elles indiquent au contraire que ces coûts ont baissé. Les réponses à cette question ne varient pas beaucoup d'un secteur à l'autre, sauf dans l'industrie, qui mentionne plus souvent une hausse des coûts d'approvisionnement et des autres coûts.

En combinant les réponses obtenues concernant l'évolution des coûts avec celles relatives aux chocs subis par les entreprises, il est possible d'avancer des hypothèses quant aux stratégies que celles-ci ont déployées pour faire face à cette période de crise.

Sur la base de cette approche indirecte, il ressort que, entre 2010 et 2013, les entreprises dont l'activité a été influencée négativement par l'un des facteurs proposés dans le questionnaire ont été plus nombreuses à constater des changements dans leurs coûts totaux. C'est surtout le cas pour celles qui ont souffert du niveau de la demande de leur produit ou de l'incapacité de leurs clients de respecter les conditions contractuelles. Par rapport aux entreprises qui ont été moins affectées, cela s'est généralement traduit par une moindre pression à la hausse sur les coûts totaux, sauf dans le cas où c'est la capacité de paiement des clients qui posait problème. En d'autres termes, les entreprises frappées par la crise ont plus souvent dû mener une politique de réduction des coûts. Cette pression sur les coûts a principalement concerné ceux de la main-d'œuvre. Dans tous les cas cependant, les entreprises qui



**TABLEAU 3** ÉVOLUTION DES COÛTS TOTAUX ET DE LEURS COMPOSANTES AU COURS DE LA PÉRIODE 2010-2013  
(pourcentages)

	Part des entreprises qui déclarent :		
	En baisse	Inchangés	En hausse
<b>Coûts totaux</b> . . . . .	<b>11</b>	<b>14</b>	<b>75</b>
Coûts de la main-d'œuvre . . .	8	14	78
Coûts de financement . . . . .	21	50	30
Coûts d'approvisionnement . .	6	53	41
Autres coûts . . . . .	5	52	43

Source : BNB.

sont négativement touchées par la crise, quel que soit le facteur mentionné, enregistrent en moyenne davantage de hausses que de baisses de leurs coûts de financement. Ceci est d'autant plus vrai pour les entreprises confrontées à un problème d'accès au financement externe. L'analyse de données provenant de la Centrale des crédits aux entreprises confirme que les petites entreprises dont le

profil de risque s'est affaibli pendant la crise – celles qui sont les plus sensibles à la crise – ont affiché une évolution défavorable des octrois de crédits.

L'enquête permet également de mieux cerner les composants de l'évolution des coûts salariaux et, partant, de dévoiler plus précisément les réponses apportées par les entreprises en la matière. Ces coûts dépendent tant de la quantité de travail utilisée comme input (nombre de travailleurs, nombre d'heures ouvrées, etc.) que de la rémunération du facteur travail par l'entreprise. Il ressort que (presque) aucune firme belge n'a rapporté de baisse des salaires au cours de la période 2010-2013, une situation assez singulière dans une perspective internationale puisque des diminutions de salaires ont été enregistrées à différents degrés dans tous les autres pays ayant participé à l'enquête. Bien que 22 % environ des entreprises aient répondu qu'elles ont maintenu les salaires de base globalement inchangés au cours de la période 2010-2013, la part des entreprises qui ont mentionné explicitement avoir procédé à un gel des salaires au cours de l'une de ces quatre années est moindre, à près de 10 %. Cette part s'était établie à 5 % en 2010 et en 2011, et a grimpé à 9 % en 2013, une valeur sensiblement identique à celle observée durant la crise de 2009. Le secteur de la construction a été légèrement

**TABLEAU 4** ADAPTATION DES COÛTS TOTAUX ET DE LA MAIN-D'ŒUVRE, SELON LES TYPES DE CHOCS AUXQUELS LES ENTREPRISES ONT ÉTÉ CONFRONTÉES  
(pourcentages)

	Selon les principaux types de chocs : Entreprises affectées négativement par les facteurs suivants :							
	Niveau de la demande		Capacité des clients de payer		Volatilité/Incertitude de la demande		Accès au financement externe	
	Oui <sup>(1)</sup>	Non <sup>(1)</sup>	Oui <sup>(1)</sup>	Non <sup>(1)</sup>	Oui <sup>(1)</sup>	Non <sup>(1)</sup>	Oui <sup>(1)</sup>	Non <sup>(1)</sup>
Ensemble des entreprises . . . . .	51	49	51	49	35	65	24	76
Évolution des coûts (2010-2013)								
Coûts totaux								
Inchangés . . . . .	9	19	10	18	12	15	15	14
Solde des réponses à la hausse <sup>(2)</sup> . . . . .	55	72	64	62	53	69	60	64
Coûts de la main-d'œuvre								
Inchangés . . . . .	11	17	13	15	12	15	13	14
Solde des réponses à la hausse <sup>(2)</sup> . . . . .	64	76	69	71	67	72	67	71
Coûts de financement								
Inchangés . . . . .	48	51	42	58	47	51	35	54
Solde des réponses à la hausse <sup>(2)</sup> . . . . .	15	3	19	-1	20	3	32	2

Source : BNB.

(1) La colonne « Oui » donne les résultats pour les entreprises dont l'activité a été affectée négativement par le facteur correspondant et la colonne « Non » pour celles qui n'ont pas été affectées négativement.

(2) Le solde des réponses à la hausse est calculé comme étant la différence entre la part des entreprises pour lesquelles une hausse (modérée ou forte) a été enregistrée et la part de celles pour lesquelles une baisse (modérée ou forte) a été enregistrée.

moins sensible aux gels et aux baisses des salaires, tandis que l'inverse est vrai pour le secteur du commerce. Cela a également été le cas lors de la première enquête du WDN menée en 2007, dans laquelle 5 % des entreprises indiquaient qu'elles avaient procédé à des gels de salaires au moins une fois au cours des cinq années précédentes (1 % avaient procédé à des baisses de salaires). La plupart des entreprises évitent les baisses de salaires, convaincues que ce geste entraînerait une baisse du moral ou des efforts, et un risque de voir les travailleurs les plus productifs quitter l'entreprise. Un autre facteur important, particulièrement pertinent pour la Belgique, est le rôle joué par les réglementations en matière de travail et les conventions collectives salariales, qui limitent le recours à cette option.

Outre le salaire de base, les entreprises peuvent adapter la partie variable des salaires. Dans l'enquête, seule la moitié des entreprises ont déclaré ne pas avoir modifié cette composante de la rémunération. Si on distingue les entreprises frappées par la crise de celles qui ne l'ont pas été, on constate paradoxalement que les hausses des salaires de base sont plus courantes dans les entreprises affectées négativement par la crise (à l'exception de celles pour lesquelles cela découle de l'accès au financement externe), alors que, pour ce qui est de la partie variable des salaires, ce n'est au contraire généralement pas le cas. Elles sont en effet plus nombreuses à maintenir ces avantages inchangés et, lorsqu'elles les modifient, elles sont relativement moins nombreuses à les augmenter.

**TABLEAU 5** ENTREPRISES DÉCLARANT DES BAISSSES OU DES GELS DE SALAIRES  
(pourcentages)

	Gels de salaires	Baisses de salaires
Au moins une fois au cours de la période 2010-2013 .....	10,3	0,3
dont :		
en 2010 .....	5,4	0,2
en 2011 .....	4,8	0,0
en 2012 .....	6,6	0,0
en 2013 .....	9,1	0,3
<i>p.m. Au cours de la période 2004-2008<sup>(1)</sup> .....</i>	<i>5,1</i>	<i>1,0</i>
<i>Durant la crise de 2009<sup>(2)</sup> ...</i>	<i>8,7</i>	<i>0,5</i>

Source : BNB.

(1) Enquête WDN1 de 2008.

(2) Enquête WDN2 de 2009.

Si, dans un contexte où les entreprises affectées par un choc négatif cherchent majoritairement à abaisser leurs coûts, et plus particulièrement ceux de la main-d'œuvre, elles parviennent à le faire pour la partie variable des salaires – un élément sur lequel elles exercent un plus grand contrôle – mais pas pour les salaires de base, plus largement dépendants de la formation institutionnelle des salaires en Belgique, il peut se poser la question de l'adéquation de la formation des salaires dans ces entreprises confrontées à un besoin d'ajustement plus important. Une telle situation pourrait certes s'expliquer dans le cas où les entreprises les plus touchées tendraient à réduire la part du personnel moins qualifié et à ne conserver que des employés hautement qualifiés, qui progresseraient ainsi plus rapidement dans l'échelle des responsabilités et des salaires. L'argument selon lequel les entreprises garderaient davantage les employés avec beaucoup d'ancienneté (et qui sont donc relativement plus chers, y compris à licencier) va aussi plutôt à l'encontre des logiques économiques généralement admises pour les entreprises qui restructurent. Néanmoins, pour évaluer l'hypothèse d'une réglementation de la formation des salaires inadéquate pour les entreprises en question, des recherches plus poussées devront être menées.

Inévitablement, le fait de comprimer les coûts salariaux dans une situation où les salaires de base sont en moyenne orientés à la hausse implique une diminution de la quantité de travail, au travers d'une réduction de l'emploi permanent, des formes de travail temporaire, ou encore des heures ouvrées. Au niveau agrégé, les parts des entreprises enregistrant respectivement des hausses et des baisses de l'emploi permanent sont identiques, soit environ un quart des firmes interrogées dans chaque cas, les autres – plus de 40 % – ne rapportant pas de changement dans leur personnel. Ceci est tout à fait cohérent avec l'absence d'effet massif sur l'emploi au niveau macroéconomique (cf. supra). Cependant, les entreprises affectées négativement affichent en moyenne quasi systématiquement davantage de diminutions que d'augmentations pour les différentes composantes de la quantité de travail, alors que ce n'est pratiquement jamais le cas pour les autres. Le recul relatif du nombre de salariés permanents est significatif, en particulier pour les entreprises touchées par un choc au niveau de la demande. Cette pression baissière s'exerce également, mais avec une ampleur plus limitée, sur les inputs plus flexibles (en termes d'heures et d'emplois temporaires).

Cette approche, indirecte, des réactions des entreprises est confirmée par l'analyse des questions plus directes quant à leurs stratégies, par exemple lorsqu'il leur est demandé si elles ont dû réduire significativement leurs coûts salariaux pendant la période 2010-2013. Lorsqu'on croise leurs réponses avec celles aux questions concernant

**TABLEAU 6** ADAPTATION DES COÛTS DE LA MAIN-D'ŒUVRE, SELON LES TYPES DE CHOCS AUXQUELS LES ENTREPRISES ONT ÉTÉ CONFRONTÉES  
(pourcentages)

	Selon les principaux types de chocs : Entreprises affectées négativement par les facteurs suivant :							
	Niveau de la demande		Capacité des clients de payer		Volatilité/Incertitude de la demande		Accès au financement externe	
	Oui <sup>(1)</sup>	Non <sup>(1)</sup>	Oui <sup>(1)</sup>	Non <sup>(1)</sup>	Oui <sup>(1)</sup>	Non <sup>(1)</sup>	Oui <sup>(1)</sup>	Non <sup>(1)</sup>
Évolution des coûts de la main-d'œuvre selon ses composantes								
Salaires de base								
Inchangés .....	19	24	17	26	20	23	27	20
Solde des réponses à la hausse <sup>(2)</sup> .....	79	75	81	73	78	77	70	79
Part variable des salaires (bonus, etc.)								
Inchangée .....	54	46	47	52	55	47	62	46
Solde des réponses à la hausse <sup>(2)</sup> .....	42	53	49	45	40	51	34	51
Nombre de salariés permanents								
Inchangé .....	42	43	44	40	49	39	46	41
Solde des réponses à la hausse <sup>(2)</sup> .....	-32	32	-9	8	-26	13	-17	4
Nombre de temporaires								
Inchangé .....	72	80	74	78	77	75	70	78
Solde des réponses à la hausse <sup>(2)</sup> .....	-3	10	1	6	-5	8	-9	7
Nombre d'heure de travail par personne								
Inchangé .....	61	81	65	77	62	76	70	71
Solde des réponses à la hausse <sup>(2)</sup> .....	-16	6	-10	0	-11	-2	-12	-3

Source : BNB.

(1) La colonne « Oui » donne les résultats pour les entreprises dont l'activité a été affectée négativement par le facteur correspondant et la colonne « Non » pour celles qui n'ont pas été affectées négativement.

(2) Le solde des réponses à la hausse est calculé comme étant la différence entre la part des entreprises pour lesquelles une hausse (modérée ou forte) a été enregistrée et la part de celles pour lesquelles une baisse (modérée ou forte) a été enregistrée.

les chocs qu'elles ont dû absorber, il apparaît que les entreprises qui avaient le plus eu besoin de comprimer leurs coûts salariaux, soit près d'un tiers du total, étaient plus susceptibles d'avoir enduré des chocs négatifs plus substantiels, particulièrement en termes de demande, de volatilité de la demande et d'accès au financement. Cela indique aussi qu'une attention accrue devrait être accordée aux relations entre les différents types de chocs lors de recherches ultérieures, et notamment en ce qui concerne les contraintes de financement externe. Le degré de persistance des chocs est également plus élevé pour les entreprises ayant le plus dû adapter leurs coûts salariaux, à l'exception des chocs en matière d'accès au financement externe, qui semblaient en moyenne plus transitoires.

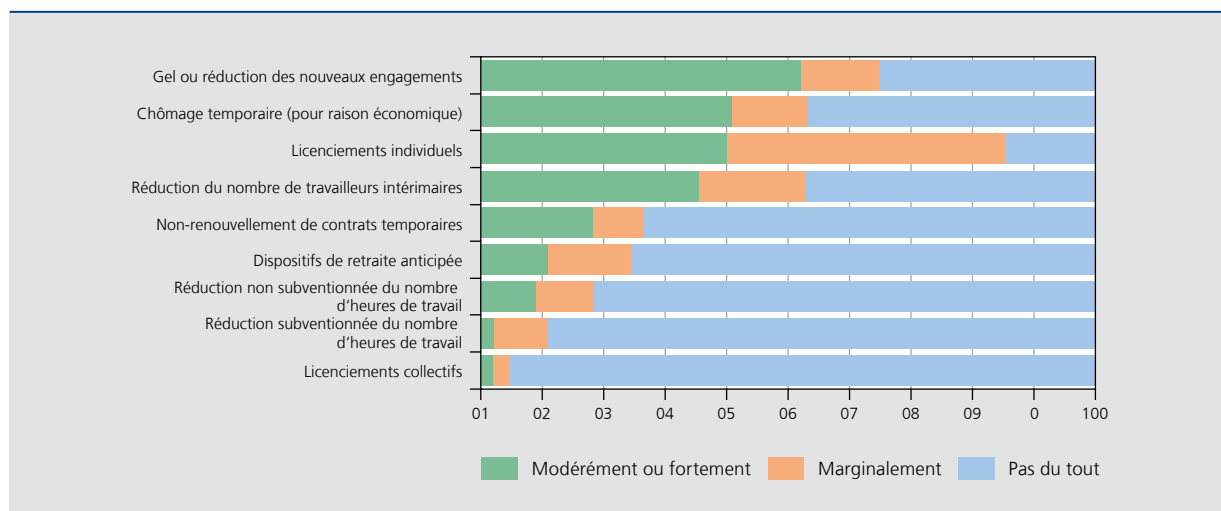
Ces observations corroborent dans une large mesure les conclusions tirées de la première vague de l'enquête en 2007, dans le cadre de laquelle les entreprises avaient été interrogées de manière directe sur leurs réactions à

différents chocs hypothétiques. Il en découlait, là aussi, que la compression des coûts s'effectuait, en particulier dans les grandes entreprises, principalement par le biais de l'emploi, en agissant sur le nombre de travailleurs permanents et, dans une moindre mesure, sur les postes temporaires.

Quant aux résultats par branche d'activité, ils confirment l'effet secteur observé au niveau macroéconomique. En effet, dans l'industrie et dans la construction, de même que dans le commerce, on observe une large proportion de réponses indiquant une baisse plus importante du nombre d'emplois permanents, du nombre d'heures ouvrées et, dans une moindre mesure, du nombre d'emplois temporaires et d'intérimaires.

Pour les entreprises qui ont déclaré avoir dû réduire la quantité de l'input travail, les mesures les plus répandues allant dans ce sens ont été le gel ou la réduction

**GRAPHIQUE 5** MESURES DE RÉDUCTION DE L'FFECTIF DE MAIN-D'ŒUVRE UTILISÉES DURANT LA PÉRIODE 2010-2013 PAR LES ENTREPRISES AYANT DÉCLARÉ AVOIR EU BESOIN DE RÉDUIRE SIGNIFICATIVEMENT L'FFECTIF DE MAIN-D'ŒUVRE OU D'EN MODIFIER LA COMPOSITION (SOIT 32 % DU NOMBRE TOTAL D'ENTREPRISES) ENTRE 2010 ET 2013 (pourcentages)



Source : BNB.

des nouveaux engagements, suivis du recours au chômage temporaire, en particulier dans les secteurs manufacturier et de la construction. Cette dernière mesure est généralement considérée comme étant une caractéristique majeure de la résistance relative de l'emploi en Belgique durant la première phase de la crise. Les licenciements individuels et les réductions du nombre de travailleurs intérimaires ont également été des outils importants pour les entreprises qui ont dû adapter l'effectif de leur main-d'œuvre. Le non-renouvellement de contrats temporaires, la réduction du nombre d'heures de travail<sup>(1)</sup> et les dispositifs de retraite anticipée ont également été utilisés, bien que dans une moindre mesure. Le recours aux licenciements collectifs n'a été que marginal dans notre échantillon.

La combinaison des réponses à la question de savoir si les entreprises avaient réduit ou gelé les salaires ainsi qu'à celles portant sur leur besoin de réduire l'effectif de main-d'œuvre ou d'en modifier la composition, permet d'identifier le dosage le plus fréquemment utilisé pour comprimer les coûts de la main-d'œuvre. Quelque 40 % des entreprises ont recouru à l'une de ces deux

stratégies, voire aux deux. L'option la plus répandue est la réduction de l'effectif de main-d'œuvre (31 %), alors que 11 % seulement des entreprises ont procédé à un gel des salaires au cours d'une année au moins entre 2010 et 2013. La nature centralisée du système de formation des salaires en Belgique est probablement un facteur expliquant pourquoi les salaires sont rarement utilisés comme variables d'ajustement. Seule une faible proportion d'entreprises ont combiné ces deux stratégies (3 %).

**TABLEAU 7** RÉDUCTION DES COÛTS DE LA MAIN-D'ŒUVRE : IMPORTANCE RELATIVE DES SALAIRES ET DE L'FFECTIF DE MAIN-D'ŒUVRE (pourcentages)

	Réduction de l'effectif de main-d'œuvre	Pas de réduction de l'effectif de main-d'œuvre	Total
Les salaires ont été gelés ou diminués .....	3	8	11
Les salaires n'ont été ni gelés ni diminués .....	31	58	89
<b>Total</b> .....	<b>34</b>	<b>66</b>	<b>100</b>

Source : BNB.

(1) Dans le cas présent, les réductions du nombre d'heures de travail font généralement référence aux régimes dits de crédit-temps (qui peuvent être subventionnés ou non) ou à du travail à temps partiel sur une base volontaire. Elles ne sont pas liées à des mesures de chômage temporaire. Toutefois, un régime spécifique de crédit-temps de crise (réduction du temps de travail de moitié, ou un cinquième) a été temporairement instauré au cours de la période 2009-2010, mais il n'a concerné que 3 000 personnes.

## Formation des salaires

S'agissant de la manière dont les conventions collectives salariales influencent les salaires, la majorité des entreprises ont répondu « Jamais/Non applicable » et, abstraction faite de celles-ci, 18 % des entreprises ont indiqué que la fréquence de modification des conventions salariales était inférieure à une fois tous les deux ans. Comme l'évoque la section 2, ce résultat est en contradiction avec le cadre institutionnel, qui implique un très large taux de couverture des travailleurs (90 % environ) par des conventions nationales revues tous les deux ans. Par ailleurs, dans la première enquête WDN menée en 2007, 98 % des entreprises déclaraient dépendre d'une commission paritaire (enceinte dans laquelle les conventions salariales sont généralement conclues tous les deux ans aussi), et plus d'un quart disposaient d'une convention collective au niveau de l'entreprise. L'une des explications probables de cette incohérence pourrait être que durant les périodes 2011-2012 et 2013-2014, les projets de conventions nationales, qui n'avaient pas été approuvés par l'ensemble des partenaires sociaux, ont néanmoins été appliqués par le gouvernement fédéral. Il se peut dès lors que les entreprises interrogées aient considéré cette situation comme le signe de l'absence de « convention » formelle, même si une politique salariale présentant toutes les caractéristiques d'un accord interprofessionnel était bel et bien en vigueur. Enfin, certaines entreprises sondées peuvent avoir coché « Jamais/Non applicable » pour indiquer « Ne sait pas ».

Parmi les entreprises qui ont fait état d'une fréquence élevée d'adaptation des conventions collectives salariales, l'on observe une certaine variation en fonction du secteur concerné : les entreprises opérant dans le secteur industriel ont davantage tendance à adapter les conventions

sur une base annuelle, tout comme les entreprises des secteurs du commerce et des services aux entreprises, tandis que les entreprises présentes dans le secteur de la construction modifient ces conventions plus d'une fois par an. Les établissements financiers, quant à eux, ont tendance à les revoir moins souvent, généralement tous les deux ans.

La formation des salaires en Belgique présente une caractéristique spécifique, qui consiste en une indexation automatique des salaires, opérée sur la base de l'« indice santé » des prix à la consommation. La mise en œuvre de l'indexation dépend du mécanisme choisi par la commission paritaire applicable à chaque entreprise/travailleur.

Il existe deux grands groupes de systèmes : dans le premier, les salaires sont indexés au moment où la moyenne mobile des quatre derniers mois de l'indice santé dépasse une valeur de référence. Il s'agit du système utilisé pour les fonctionnaires, qui repose sur des augmentations par paliers de 2 %, octroyées endéans un délai de deux mois après le dépassement de l'indice pivot. Dans le secteur privé, de nombreuses variantes sur le plan des augmentations et des indices de référence coexistent, si bien que les indexations des salaires ne sont pas nécessairement synchrones. Les systèmes de ce type sont plus répandus dans l'industrie.

Dans l'autre type de système, l'indexation se fait à intervalles fixes, à savoir tous les mois, tous les deux mois, tous les trimestres, tous les quadrimestres, tous les semestres ou, dans le cas le plus fréquent, tous les ans.

Le premier système (indexation lors du dépassement d'un indice pivot) est appliqué dans deux tiers environ des entreprises constituant notre échantillon, le tiers restant

**TABLEAU 8** MODIFICATION DES CONVENTIONS COLLECTIVES SALARIALES

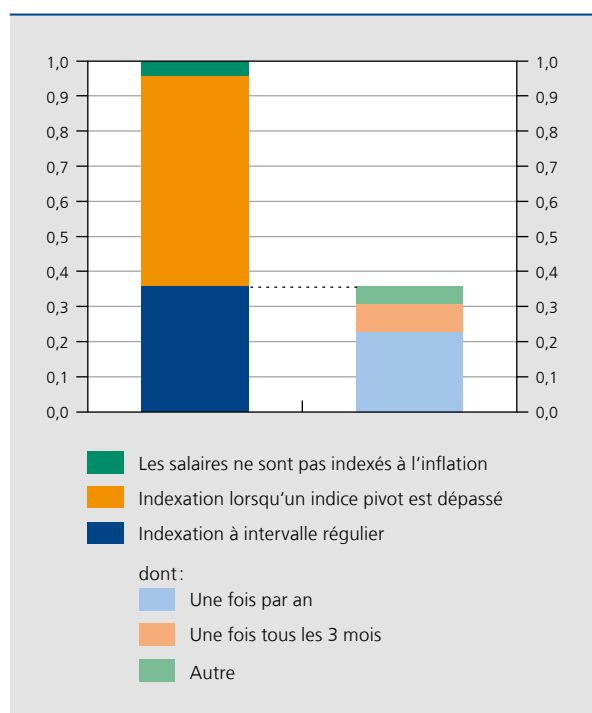
(pourcentages, hormis « Jamais / Non applicable »)

	Total	Industrie	Construction	Commerce	Services aux entreprises	Établissements financiers
Plus d'une fois par an	9	2	33	4	6	0
Une fois par an	31	34	18	36	33	13
Entre une fois par an et une fois tous les deux ans	15	9	7	9	25	25
Tous les deux ans	28	39	24	23	25	50
Moins que tous les deux ans	18	15	18	27	12	13

Source : BNB.

p.m. L'option « Jamais / Non applicable » représente 51 % du total des réponses.

**GRAPHIQUE 6** SYSTÈMES D'INDEXATION DES SALAIRES  
(pourcentages)



Source: BNB.

appliquant le second système (indexation à intervalles réguliers), un constat qui s'inscrit dans le droit fil des résultats de la première enquête WDN de 2007. Les données provenant des sources administratives indiquent pourtant la proportion inverse, ce qui n'est pas nécessairement incompatible avec les enquêtes, dans la mesure où les sources administratives portent sur l'ensemble du secteur privé (en ce compris des secteurs qui ne sont pas couverts par l'enquête) et sont exprimées par rapport au nombre de salariés plutôt qu'au nombre d'entreprises (lorsqu'ils sont exprimés par rapport au nombre de travailleurs, les résultats de l'enquête tendent vers des proportions comparables aux données administratives). La forme la plus commune d'indexation à intervalles réguliers est celle qui est opérée à une fréquence annuelle, un constat étayé par d'autres sources. Tel est particulièrement le cas dans les services aux entreprises. Ce système est également relativement répandu dans le secteur de la construction, même si l'indexation trimestrielle y est préférée.

Comme l'on pourrait s'y attendre, vu la présence de mécanismes d'indexation, les salaires de base sont plus fréquemment modifiés que les conventions collectives salariales. Cela étant, quelque 20% des entreprises déclarent encore que les salaires de base sont modifiés tous les deux ans voire moins souvent, ce qui paraît très

peu fréquent. De plus, cette proportion a quelque peu augmenté (abstraction faite des réponses « Jamais/Non applicable ») en 2010-2013 en comparaison de la période précédente, même si, dans le même temps, la part des entreprises indiquant une fréquence d'adaptation des salaires élevée (plus d'une fois par an) a également progressé. La première enquête WDN menée en 2007 comprenait une question similaire, qui indiquait une fréquence d'adaptation des salaires de base nettement plus élevée. La formulation de la question était assez différente et mettait l'accent sur des facteurs tels que l'indexation ou l'ancienneté, qui n'apparaissent pas explicitement dans la nouvelle mouture. Aussi, il est malaisé de déterminer si, dans la nouvelle enquête, les entreprises ont interprété les modifications résultant du mécanisme d'indexation comme des adaptations des salaires de base. Si tel n'est pas le cas, cela expliquerait le biais en faveur des réponses indiquant une fréquence moins élevée des modifications de salaire.

Sur le front des spécificités sectorielles, les réponses relatives à la fréquence des adaptations des salaires de base dans les services aux entreprises se concentrent sur « une fois par an », ce qui est aussi partiellement vrai pour le secteur de la construction, où la fréquence « plus d'une fois par an » est pourtant encore plus répandue. Ces résultats présentent une corrélation partielle avec la fréquence de l'indexation dans ces secteurs. Cela étant, il est difficile de comprendre pourquoi le secteur industriel se caractérise par une plus forte proportion d'entreprises ayant répondu « Jamais/Non applicable ».

Curieusement, lorsqu'elles sont invitées à évaluer si, sur dix propositions différentes en matière de politique des ressources humaines, certaines mesures sont devenues

**TABLEAU 9** FRÉQUENCE DES ADAPTATIONS DES SALAIRES DE BASE  
(pourcentages)

	Avant 2010	Entre 2010 et 2013
Plus d'une fois par an . . . . .	13	16
Une fois par an . . . . .	35	33
Entre une fois par an et une fois tous les deux ans . . . . .	15	13
Tous les deux ans . . . . .	5	7
Moins que tous les deux ans . . . . .	15	15
Jamais / Non applicable . . . . .	17	16

Source: BNB.

plus ou moins difficiles à appliquer qu'en 2010, une part non négligeable des entreprises – entre 20 et 50 % – indiquent qu'il est devenu plus difficile d'y procéder. Il n'y a cependant pas, de prime abord, de facteur explicatif direct de cette difficulté accrue, que ce soit sur le plan de réformes institutionnelles ou du marché du travail en Belgique. L'une des explications possibles pourrait provenir du fait que la politique de modération salariale a laissé peu de marge de flexibilité au niveau de l'entreprise, en particulier pour différencier les salaires. Ceci expliquerait sans doute en partie pourquoi l'ajustement des salaires des travailleurs en fonction est la mesure que la plus grande part d'entreprises a considérée comme étant plus difficile à appliquer qu'auparavant, en particulier dans les services aux entreprises et le commerce. D'autres facteurs pourraient avoir trait aux réformes des régimes de retraite anticipée ou à l'unification des statuts d'ouvrier et d'employé (bien que mise en œuvre en 2014), mesures qui pourraient être perçues par les entreprises comme influant indirectement sur leur flexibilité.

Il convient de noter qu'un large consensus se dégage dans tous les secteurs au sujet des politiques qui ne sont pas devenues plus difficiles à mettre en œuvre, comme le chômage temporaire pour raisons économiques ou la mutation d'employés à des postes différents. À l'autre extrémité du spectre, il n'y a pas davantage de divergences marquées à épingler, à ceci près que dans l'industrie et la construction, les licenciements pour motifs économiques et disciplinaires comptent aussi au nombre des mesures

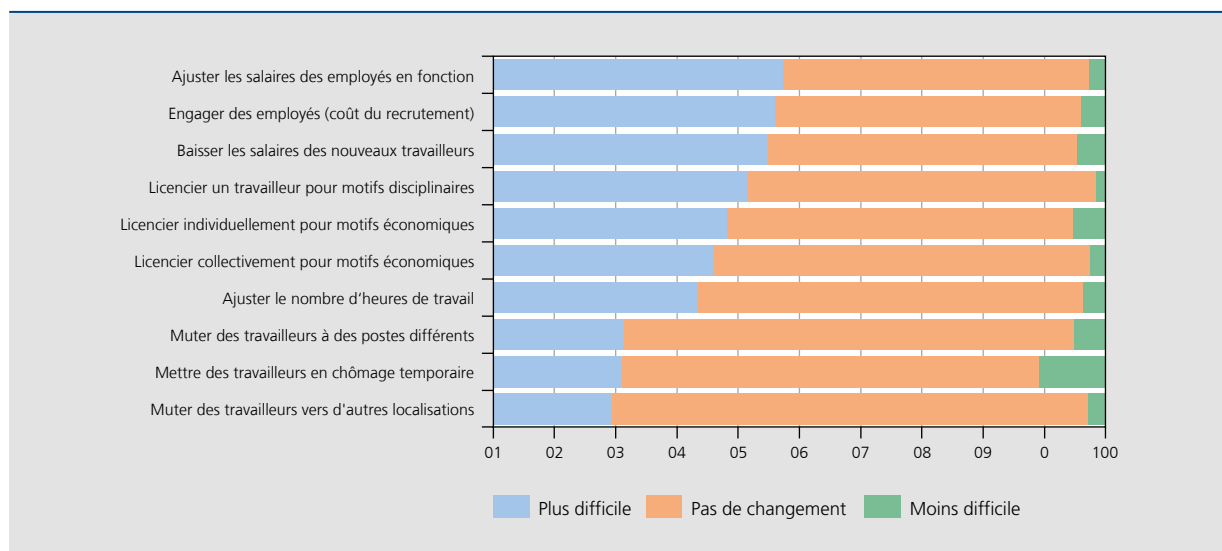
des ressources humaines jugées plus difficiles à appliquer, au même titre que l'abaissement des salaires des nouveaux engagés.

## Obstacles à l'embauche

Le recrutement et la fixation de salaires inférieurs pour les nouveaux employés comptent parmi les politiques que de nombreuses entreprises estiment plus difficiles à mener qu'en 2010, même si une faible majorité déclare ne pas avoir noté de changement significatif. Dans le cas des entreprises qui éprouvent le besoin d'étendre leurs effectifs ou d'en modifier la composition, il peut s'agir d'un obstacle de taille au déploiement de leurs activités. Les principaux obstacles à l'embauche de nouveaux travailleurs sous contrat permanent sont en effet la fiscalité élevée de la rémunération salariale et le haut niveau des salaires, sans oublier les coûts de licenciement. La Belgique est l'un des pays les plus onéreux pour ces trois aspects : en 2013, elle figurait au nombre des pays présentant les niveaux de salaire les plus élevés et la fiscalité du travail la plus lourde. Selon une enquête menée par une firme de consultance privée<sup>(1)</sup>, la Belgique est l'un des pays présentant les coûts de licenciement les plus importants. De plus, en comparant la situation en 2010-2013 avec celle prévalant avant 2010, le coût des travailleurs nouvellement engagés est

(1) Voir <http://www.laga.be/newsroom/whats-new-about-laga/International-Dismissal-Survey-2015>.

**GRAPHIQUE 7** EST-IL DEVENU PLUS OU MOINS DIFFICILE QU'EN 2010 DE PROCÉDER À CERTAINES POLITIQUES DE RESSOURCES HUMAINES ? (pourcentages)



Source : BNB.



plus souvent évoqué comme étant supérieur à celui des travailleurs en fonction et est plus rarement cité qu'auparavant comme étant inférieur ce qui indique que le coût moyen relatif des nouveaux engagements croît en comparaison de celui des travailleurs en fonction<sup>(1)</sup>. Il s'agit d'une caractéristique commune aux différents secteurs mais c'est particulièrement le cas dans le secteur de la construction. Une mise en perspective de ces résultats avec la large proportion d'entreprises qui considèrent une disponibilité insuffisante de la main-d'œuvre ayant les compétences requises comme un obstacle à l'embauche pertinent ou très pertinent pourrait pointer un degré croissant d'inadéquation de la main-d'œuvre. Par conséquent, l'une des politiques alternatives prônées par les entreprises pour réduire les coûts de la main-d'œuvre, selon la première enquête WDN, à savoir le remplacement des salariés ayant quitté volontairement l'entreprise par de nouveaux travailleurs, a probablement perdu de son efficacité.

Les autres obstacles à l'embauche les plus pertinents évoqués par les entreprises sondées sont l'incertitude quant à la situation économique – premier facteur évoqué par les entreprises

(1) L'harmonisation de la législation entre salariés et ouvriers pourrait aussi peser sur le coût perçu des nouveaux engagements (suppression de la période d'essai pour les contrats à durée indéterminée, etc.), mais même si elle a été négociée en 2013, elle n'est entrée en vigueur qu'en janvier 2014.

**TABLEAU 10** OBSTACLES À L'EMBAUCHE DE TRAVAILLEURS SOUS CONTRAT PERMANENT À DURÉE INDÉTERMINÉE DURANT LA PÉRIODE 2010-2013 (pourcentages)

	Pas pertinent	Peu pertinent	Pertinent ou très pertinent
Fiscalité élevée des salaires	5	11	84
Incertitude quant à la situation économique	7	13	80
Niveau de salaire élevé	6	15	79
Disponibilité insuffisante de la main-d'œuvre présentant les compétences requises	8	18	74
Coûts de licenciement	12	16	72
Risques de modification de la législation du travail	11	30	60
Coûts des autres intrants complémentaires de la main-d'œuvre	21	34	45
Coûts de recrutement	16	40	44
Autres	54	15	31
Accès au financement	35	39	27

Source : BNB.

du secteur de l'industrie et par les entreprises qui éprouvent le besoin d'ajuster leurs coûts de la main-d'œuvre – et les risques de modification de la législation du travail. Ce qu'il est intéressant de noter est que l'accès au financement est l'un des facteurs les moins pertinents pour bon nombre d'entreprises, bien que plus d'un quart continuent de l'épingler comme un obstacle pertinent ou très pertinent.

## 4. Ajustements des prix

Cette partie commente les résultats de l'enquête concernant les questions relatives à la fixation et aux changements des prix. Il s'agit d'une partie optionnelle du questionnaire harmonisé, en ce sens que chaque pays participant pouvait choisir de l'intégrer ou non au questionnaire national. L'objectif est d'évaluer comment l'ajustement des prix a été affecté par le nouvel environnement économique.

À la question de savoir comment elles fixent le prix de leurs principaux produits, plus d'un tiers des entreprises ont répondu qu'elles pouvaient fixer les prix entièrement en fonction des coûts et d'une marge bénéficiaire préétablie, ce qui indique une position relativement dominante sur leur marché. Pour une proportion située entre un quart et un tiers des entreprises, les prix étaient négociés avec chaque client. Et un cinquième des répondants ont déclaré que les prix étaient fixés en fonction des principaux concurrents, une stratégie particulièrement importante dans les secteurs du commerce et des services aux entreprises, et plus encore dans le secteur de l'intermédiation financière, où il s'agit, de loin, de la principale politique de fixation des prix. Globalement, la grande majorité des entreprises affichait néanmoins un certain degré d'autonomie en matière de fixation des prix. Un peu plus de 10 % seulement d'entre elles n'ont pu suivre une politique indépendante, principalement parce que le prix est réglementé (notamment pour le secteur des services ou pour les entreprises non exportatrices) ou parce qu'il est fixé par les principaux clients, et moins souvent parce qu'il est fixé par une société mère. Il n'existe pas de différences significatives d'importance entre le marché national et les marchés étrangers, hormis pour les secteurs de la construction et des services aux entreprises, qui s'appuient davantage sur la négociation des prix avec chaque client sur les marchés étrangers.

S'agissant de la fréquence des changements de prix, une majorité des entreprises du secteur des services aux entreprises ont tendance à changer leurs prix une fois par an ou moins d'une fois par an, tandis que, dans les secteurs manufacturier, de la construction et du commerce, la plupart

**TABEAU 11** POLITIQUE DE FIXATION DES PRIX  
(pourcentages)

	Marché national	Marchés étrangers
Le prix est fixé entièrement en fonction des coûts et d'une marge bénéficiaire préétablie .....	37	37
Le prix est négocié avec chaque client .....	25	29
Le prix est fixé en fonction des principaux concurrents .....	22	20
Il n'y a pas de politique autonome de fixation des prix .....	13	12
Autres .....	2	2

Source : BNB.

d'entre elles changent leurs prix plus d'une fois par an. À l'échelle de l'ensemble des entreprises, la fréquence la plus courante des changements de prix est une fois par an, suivie de plus d'une fois par an. Ce constat confirme les résultats de la première enquête du WDN menée en 2007, compte tenu du fait que la formulation était différente : cette enquête ne proposait pas d'option « Ne sait pas », ce qui explique probablement la proportion plus élevée de « Jamais » enregistrée à cette époque-là.

Par rapport à la période d'avant 2008, plus d'un quart des entreprises ont eu tendance à changer leurs prix plus

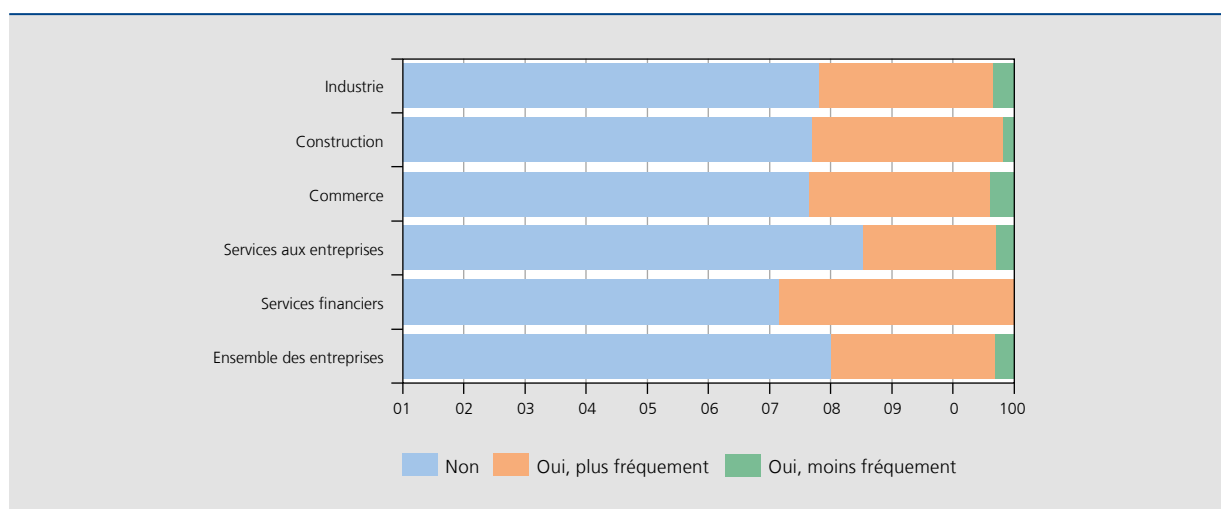
souvent au cours de la période 2010-2013. Toutefois, c'est moins le cas du secteur des services aux entreprises que des autres secteurs. Cette évolution indique que le mécanisme de fixation des prix dans le secteur des services aux entreprises pourrait présenter des spécificités, par exemple en matière de concurrence ou d'organisation du marché, qui diffèrent de la moyenne.

Les entreprises étaient également invitées à sélectionner et à classer par ordre d'importance les raisons à l'origine des changements de fréquence des ajustements des prix. Les principales motivations évoquées pour expliquer la plus grande fréquence d'adaptation des prix sont liées au jeu de la concurrence, soit parce que celle-ci s'est vivement accrue, soit parce que les changements de prix de la part des concurrents principaux ont été plus fréquents. Les trois quarts des entreprises rapportent d'ailleurs que la pression concurrentielle sur le marché de leur produit principal est plus intense qu'avant 2008, et ce tant pour le marché domestique que pour les marchés étrangers. Les changements dans les coûts et la volatilité de la demande sont également des facteurs explicatifs de la hausse de la fréquence des changements des prix considérés comme importants, mais dans une moindre mesure que la concurrence. Quant aux éléments qui justifient une baisse de la fréquence des changements des prix, une situation certes moins répandue selon l'enquête, c'est principalement une concurrence plus atone qui est évoquée par les entreprises, tandis que les changements de coûts plus rares et une demande moins volatile jouent un rôle plus mineur.

De manière générale, on peut observer que les entreprises qui subissent une plus lourde pression de la concurrence

**GRAPHIQUE 8** VARIATION DE LA FRÉQUENCE DES AJUSTEMENTS DE PRIX

(part des entreprises indiquant un changement au cours de la période 2010-2013 par rapport à la période d'avant 2008, pourcentages)



Source : BNB.

**TABLEAU 12** RAISONS DE LA VARIATION DE LA FRÉQUENCE DES AJUSTEMENTS DE PRIX

(part des entreprises considérant le facteur comme important ou très important)

Fréquence plus élevée des ajustements de prix		Fréquence moins élevée des ajustements de prix	
Changements de prix plus fréquents par les principaux concurrents .....	77	Changements de prix moins fréquents par les principaux concurrents .....	61
Concurrence accrue sur le marché du produit principal ...	79	Concurrence moindre sur le marché du produit principal ..	49
Changements plus fréquents des autres coûts des intrants .....	58	Changements moins fréquents des autres coûts des intrants .....	44
Demande plus volatile .....	52	Demande moins volatile .....	37
Changements plus fréquents des coûts de la main-d'œuvre .....	46	Changements moins fréquents des coûts de la main-d'œuvre .....	31

Source : BNB.

mentionnent également que leur activité a été fortement affectée à la baisse (pour au moins un des cinq facteurs proposés par le questionnaire). Celles dont l'activité a souffert de la sorte sont également nettement plus susceptibles d'avoir modifié la fréquence des changements des prix par rapport à avant 2008. Elles sont 40 % à le signaler, contre 25 % pour celles dont l'activité a moins été touchée. Ceci indique que, outre la politique salariale et la stratégie d'adaptation du facteur travail, la politique d'adaptation des prix a également joué un rôle dans l'ajustement des entreprises au cours de la période 2010-2013.

## Conclusion

L'article décrit les principaux résultats de l'enquête réalisée en 2014 sur la formation des salaires et sur les ajustements des prix dans les entreprises au cours de la période 2010-2013. Il s'agit d'une enquête menée dans le cadre du Wage Dynamics Network (WDN), un projet de recherche au sein du SEBC.

De manière générale, les enseignements tirés de l'analyse corroborent les caractéristiques connues du marché du travail belge et de son cadre institutionnel. Ils donnent par ailleurs un aperçu inédit de la manière dont les entreprises perçoivent ce marché et réagissent à la crise. Ils révèlent ainsi que ce sont le niveau de la demande et l'incapacité des clients à payer et à respecter les conditions contractuelles qui ont eu le plus grand impact négatif sur leur activité au cours de la période 2010-2013. Bien que les entreprises indiquent qu'il n'y a pas eu de rationnement généralisé du crédit – les contraintes en la matière n'étant pas citées comme étant une source majeure d'effet négatif – même si elles demeurent un facteur non négligeable, en particulier pour certaines petites entreprises.

L'adaptation des entreprises, passe par différents canaux. En ce qui concerne le canal des prix, la politique des entreprises se caractérise par un degré d'autonomie assez élevé, mais qui est en pratique limité par l'alourdissement de la pression concurrentielle. Ceci explique probablement en partie l'accélération de la fréquence des ajustements des prix, qui n'a cependant été observée qu'auprès d'une minorité d'entreprises. Les politiques en matière de coûts sont un autre canal que peuvent emprunter les firmes. Les entreprises indiquent en général être confrontées à des hausses, en particulier des coûts salariaux. Les deux principales composantes de ces coûts sont la quantité de travail et la rémunération de celui-ci.

En ce qui concerne l'ajustement de la quantité de travail, la proportion d'entreprises enregistrant respectivement des hausses et des baisses de l'emploi permanent sont identiques au niveau agrégé. Ceci est cohérent avec l'absence d'effet massif sur l'emploi au niveau macroéconomique. Cependant, les entreprises dont l'activité a été affectée négativement affichent en moyenne quasi systématiquement davantage de baisses que de hausses pour les différentes composantes de la quantité de travail, alors que ce n'est pratiquement jamais le cas pour les autres. L'enquête confirme aussi que le recours aux dispositifs de chômage temporaire a été un facteur important permettant d'expliquer la résilience de l'emploi en Belgique.

Quant à la rémunération du travail, l'enquête montre que, dans un contexte de modération salariale, il n'y a eu presque aucune baisse de salaire. Cette caractéristique, liée au processus de formation des salaires en Belgique, est nettement moins observée dans les autres pays européens. Les entreprises mettent aussi l'accent sur le fait que les hauts niveaux de taxation et des salaires sont des

obstacles majeurs à l'embauche, tout comme l'incertitude qui entache la situation économique. Les mesures destinées à atténuer ces entraves, telles les mesures de baisse des charges salariales prises par le gouvernement fédéral dans le cadre du tax shift, permettraient donc de contribuer à relever ce défi. Des stratégies visant à réduire

l'incertitude seraient également adéquates, d'autant plus qu'une large proportion d'entreprises partage la perception que le marché du travail serait devenu moins flexible, un sentiment qui ne semble pourtant pas pouvoir s'expliquer par des changements de la réglementation ou du cadre institutionnel en Belgique.

## Bibliographie

Druant M., Ph. Du Caju et Ph. Delhez (2008), « Résultats de l'enquête réalisée par la Banque sur la formation des salaires dans les entreprises en Belgique », BNB, *Revue économique*, septembre, 51-77.

de Walque G., M. Druant, Ph. Du Caju et C. Fuss (2010), « Qu'avons nous appris du Wage Dynamics Network ? », BNB *Revue économique*, juin, 57-79.



# Résultats et situation financière des entreprises en 2014

I. Rubbrecht  
D. Vivet

## Introduction

Chaque année, dans la Revue économique de décembre, la Banque présente les évolutions qui ressortent des comptes annuels des sociétés non financières. À l'automne, la Centrale des bilans dispose en effet d'un échantillon déjà représentatif de comptes annuels relatifs à l'année précédente. Les conclusions tirées de ce dernier peuvent donc être généralisées de manière fiable à l'ensemble de la population.

Le présent article comporte quatre parties. La première décrit brièvement la méthode suivie et la population étudiée. La deuxième propose une extrapolation des principaux postes du compte d'exploitation pour l'exercice comptable 2014, en se focalisant essentiellement sur la valeur ajoutée, les frais de personnel, les amortissements et le résultat d'exploitation. Les extrapolations sont détaillées en fonction de la taille des sociétés et selon les principales branches d'activité. La troisième partie évalue la position financière des sociétés en termes de rentabilité et de structure financière. Cette analyse se base sur la théorie d'interprétation des comptes annuels et fournit un point de vue tant macro- et mésoéconomique (globalisations) que microéconomique (médianes et autres mesures de distribution). Elle est complétée par un examen de l'effet de levier financier et de la capacité de remboursement des charges d'intérêts (*times interest earned*). Enfin, la quatrième partie se penche sur l'évolution des délais de paiement des clients et des fournisseurs, tels qu'ils peuvent être calculés au départ des comptes annuels. Le lien entre ces ratios et le risque de défaillance est ensuite commenté.

## 1. Méthode et description de la population étudiée

### 1.1 Méthode

Depuis la fin des années 1970, la Centrale des bilans collecte les comptes des sociétés non financières. À cette fin, les entreprises sont tenues de déposer leurs comptes annuels sous la forme d'un formulaire normalisé, au plus tard sept mois après la clôture de l'exercice comptable. Les données font ensuite l'objet de vérifications et d'éventuelles corrections afin de satisfaire aux normes de qualité requises, à la suite de quoi une première analyse est possible, à partir de septembre.

Chaque année, cependant, les comptes annuels relatifs au dernier exercice étudié, en l'occurrence 2014, ne sont pas encore tous disponibles. Cette situation tient au fait qu'un nombre non négligeable de comptes sont déposés tardivement ou ne satisfont pas aux contrôles arithmétiques et logiques de la Centrale des bilans. C'est pourquoi les données se rapportant à 2014 sont estimées sur la base d'un échantillon constant. Celui-ci se compose des entreprises ayant déposé des comptes annuels couvrant un exercice comptable de douze mois, tant pour 2013 que pour 2014. La méthode consiste à extrapoler les résultats de 2014 en fonction des évolutions observées au sein de l'échantillon, lesquelles sont présumées représentatives des évolutions ayant affecté l'ensemble de la population. Comme cela a été vérifié dans les précédentes éditions de cet article, il s'agit d'une hypothèse largement avérée : les extrapolations donnent, dans la très grande majorité des cas,



une bonne indication de la direction et de l'ampleur des mouvements réels.

L'échantillon de cette année a été tiré le 10 septembre 2015. Il se compose de 254 721 comptes annuels, soit 73,5 % du nombre total de comptes déposés pour l'exercice 2013. Le taux de représentativité mesuré en termes de valeur ajoutée est nettement supérieur, puisqu'il atteint 87 %. La représentativité a significativement augmenté au cours des dix dernières années: en 2005, elle était encore de 52,6 % en termes de nombre de sociétés, et de 82,4 % en termes de valeur ajoutée. Cette amélioration tient principalement aux progrès techniques mis en œuvre à la Centrale des bilans (dépôt électronique, datawarehouse, etc.) et à l'instauration de majorations tarifaires en cas de dépôt tardif des comptes annuels (cf. édition précédente de cet article dans la *Revue économique* de décembre 2014).

## 1.2 Description de la population étudiée

La population étudiée correspond à l'ensemble des sociétés non financières tel que défini par la Centrale des bilans. Cet ensemble est cependant expurgé de la branche des « activités de sièges sociaux » (NACE-BEL 70 100) car celle-ci rassemble des sociétés assurant généralement la fonction de banquier interne ou de gestionnaire de trésorerie au sein de groupes d'entreprises, qui, à ce titre, sont assimilables à des sociétés financières.

L'annexe 1 détaille les codes NACE-BEL des branches d'activité couvertes. Les regroupements sectoriels reposent sur la nomenclature NACE-BEL 2008. À des fins de présentation et d'interprétation, la structure utilisée ici diffère toutefois quelque peu de la structure officielle de la nomenclature.

L'article distingue également les sociétés en fonction de leur taille. Cette différenciation se fonde sur le type de schéma déposé. D'après le Code des sociétés, les petites entreprises non cotées en bourse ont la possibilité de déposer leurs comptes annuels selon le schéma abrégé, tandis que les grandes entreprises et les petites entreprises cotées en bourse sont tenues d'utiliser le schéma complet.

Dans le Code des sociétés, une entreprise est considérée comme petite dès lors qu'elle n'a pas dépassé plus

d'une des limites suivantes au cours des deux derniers exercices comptables:

- nombre de travailleurs occupés (en moyenne annuelle): 50;
- chiffre d'affaires (HTVA): 7 300 000 euros;
- total du bilan: 3 650 000 euros;

sauf si le nombre de travailleurs occupés dépasse 100 unités en moyenne annuelle<sup>(1)</sup>.

Dans tous les autres cas, l'entreprise est considérée comme grande.

Conformément à ces critères, on définit comme grandes les entreprises déposant un schéma complet. Les autres sociétés, c'est-à-dire celles qui introduisent un schéma abrégé, sont considérées comme des PME.

La ventilation du nombre de sociétés, de la valeur ajoutée et du personnel par branche d'activité et par taille est présentée au tableau 1 pour le dernier exercice comptable complet, c'est-à-dire 2013. Celui-ci met en évidence un certain nombre de caractéristiques structurelles de la population, parmi lesquelles:

- Les grandes entreprises représentent la majeure partie de la valeur ajoutée (74 % du total) et de l'emploi (70 %), tout en étant largement minoritaires en termes de nombre de sociétés (6 %);
- 15 % des sociétés industrielles sont de grandes entreprises, contre seulement 5 % des sociétés de services. La proportion de grandes entreprises est particulièrement élevée dans les industries chimique (43 %) et pharmaceutique (37 %), ainsi que dans la branche « énergie, eau et déchets » (31 %);
- Les branches comptant le plus de (très) petites entreprises sont les branches de services principalement tournées vers la demande intérieure, dont par exemple l'horeca (99 % de PME), le commerce de détail (97 %) et la construction (96 %);
- Tout en étant largement minoritaire en termes de nombre de sociétés (6 % du total), l'industrie manufacturière reste une importante source de valeur ajoutée (27 %) et d'emplois (24 %) pour l'économie belge, même si ces parts se sont nettement tassées au cours des 20 dernières années<sup>(2)</sup>.

## 2. Évolution des composantes du compte d'exploitation

### 2.1 Contexte conjoncturel en 2014

En 2014, le PIB a augmenté de 1 %, soit un taux de croissance sensiblement supérieur à ceux observés en 2013

(1) Si l'exercice compte plus ou moins de douze mois, le critère relatif au chiffre d'affaires est calculé au prorata. Si l'entreprise est liée à une ou plusieurs entreprises, le critère portant sur la moyenne annuelle du nombre de travailleurs occupés est calculé en additionnant le nombre moyen de travailleurs occupés par toutes les entreprises concernées, et les critères liés au chiffre d'affaires ainsi qu'au total bilanciel sont calculés sur une base consolidée. Pour de plus amples informations, cf. l'avis CNC 2010-5 de la Commission des normes comptables ([www.cnc-cbn.be](http://www.cnc-cbn.be)).

(2) En 1996, l'industrie manufacturière représentait encore 38 % de la valeur ajoutée et 36 % de l'emploi.

**TABLEAU 1** VENTILATION DE LA POPULATION ÉTUDIÉE PAR BRANCHE D'ACTIVITÉ  
(exercice comptable 2013)

	Nombre de sociétés		Valeur ajoutée (millions d'euros)		Emploi <sup>(1)</sup>	
	Grandes entreprises	PME	Grandes entreprises	PME	Grandes entreprises	PME
<b>Industrie manufacturière</b> .....	<b>3 392</b>	<b>18 759</b>	<b>42 396</b>	<b>5 046</b>	<b>369 677</b>	<b>75 864</b>
dont:						
Industries agricoles et alimentaires .....	627	3 283	6 743	854	60 990	14 794
Textiles, vêtements et chaussures .....	222	1 270	1 160	272	17 078	4 756
Bois, papier et imprimerie .....	354	3 316	2 303	652	24 978	9 274
Industrie chimique .....	266	355	6 698	116	39 821	1 367
Industrie pharmaceutique .....	55	93	5 752	27	21 344	508
Métallurgie et travail des métaux .....	552	4 092	5 072	1 347	59 197	20 092
Fabrications métalliques .....	565	1 897	8 548	627	86 399	8 473
<b>Branches non manufacturières</b> .....	<b>17 496</b>	<b>306 930</b>	<b>90 959</b>	<b>40 613</b>	<b>933 820</b>	<b>491 339</b>
dont:						
Commerce de véhicules automobiles .....	903	10 388	2 763	1 562	31 136	21 648
Commerce de gros .....	4 453	28 447	18 003	4 338	127 137	47 577
Commerce de détail .....	1 247	37 110	7 863	4 509	116 166	72 405
Transport et entreposage .....	1 594	9 773	12 114	2 524	157 069	35 953
Hébergement et restauration .....	276	21 232	1 256	2 360	20 875	47 996
Information et communication .....	1 046	17 004	10 094	1 884	67 196	16 234
Activités immobilières .....	1 966	31 768	2 517	3 084	7 311	7 964
Services aux entreprises .....	3 003	78 098	16 588	9 586	258 411	91 923
Énergie, eau et déchets .....	472	1 055	8 854	320	40 154	2 500
Construction .....	1 852	45 727	6 897	7 112	82 490	106 275
<b>Total</b> .....	<b>20 888</b>	<b>325 689</b>	<b>133 355</b>	<b>45 659</b>	<b>1 303 497</b>	<b>567 203</b>

Source : BNB.

(1) Effectif moyen du personnel, en équivalents temps plein.

et en 2012, mais assez modéré dans une perspective de long terme. Cette évolution de l'activité est allée de pair avec un regain d'incertitude. Ainsi, la confiance des chefs d'entreprise s'est nettement détériorée au printemps de 2014, avant de se stabiliser à un niveau relativement bas pendant l'été, puis de se redresser quelque peu au fil des derniers mois de l'année.

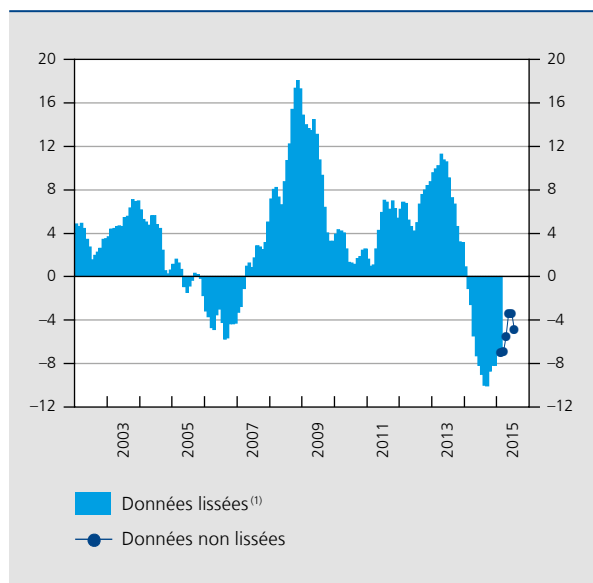
La conjoncture relativement plus clémente a eu des répercussions favorables sur les défaillances d'entreprises: sur l'ensemble de 2014, le nombre de faillites a atteint 10 736, contre 11 740 en 2013, ce qui représente un recul de 9%. L'ensemble des branches d'activité ont été concernées par ce mouvement baissier, mais ce sont l'horeca (-11%), les transports (-9%) et le commerce

(-8%) qui ont le plus significativement pesé sur la tendance (cf. tableau 2). Comme en témoignent les données du premier semestre, la décreue s'est poursuivie en 2015, mais à un rythme de moins en moins soutenu (-2% par rapport au premier semestre de 2014).

Le reflux du nombre de faillites en 2014 tranche avec les hausses parfois très prononcées enregistrées au cours des années précédentes. Il ne doit cependant pas masquer le fait que les statistiques de faillites demeurent à des niveaux historiquement élevés: au premier semestre de 2015, le nombre de défaillances d'entreprises a en effet atteint 5 555, soit 38% de plus qu'au premier semestre de 2007 (4 020). Par ailleurs, plusieurs années après le début de la crise financière,

**GRAPHIQUE 1** ÉVOLUTION DU NOMBRE DE FAILLITES D'ENTREPRISES EN BELGIQUE

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



Sources : SPF Économie, PME, Classes moyennes et Énergie, calculs propres.  
(1) Données lissées par une moyenne mobile centrée sur douze mois.

de nombreuses entreprises vulnérables ont sans doute fini par disparaître, ce qui contribue mécaniquement à un recul des faillites.

Enfin, il convient de noter que certaines variations récentes s'expliquent par l'activité des tribunaux de commerce. La diminution des faillites en 2014 est ainsi en partie attribuable à l'intensification des enquêtes commerciales

et des clôtures de dossiers à Bruxelles en 2013, qui avait contribué à gonfler le nombre de faillites dans la région cette année-là.

**2.2 Évolutions globales du compte d'exploitation**

Sur l'ensemble de l'année 2014, la valeur ajoutée totale créée par les sociétés non financières, c'est-à-dire la différence entre le produit des ventes et le coût des biens et des services fournis par des tiers, s'est accrue de 0,5 % à prix courants (cf. tableau 3). Si on excepte 2009, il s'agit du taux de croissance le plus faible depuis plus de 15 ans, qui découle d'une stagnation tant des ventes que des achats. La progression de la valeur ajoutée suit en fait une tendance nettement baissière depuis quatre ans.

La valeur ajoutée créée par une entreprise lui permet de couvrir ses charges d'exploitation et, pour l'excédent, de dégager un résultat net d'exploitation.

Les frais de personnel représentent habituellement la majeure partie des charges d'exploitation. Après avoir affiché un rythme de croissance supérieur à celui de la valeur ajoutée les années précédentes, ils ont décliné de 0,6 % en 2014. Pour l'essentiel, cette diminution de la masse salariale provient, d'une part, de l'essoufflement marqué de l'inflation, qui s'est largement répercuté sur les coûts salariaux au travers du mécanisme d'indexation, et, d'autre part, du gel des augmentations salariales réelles décidé par le gouvernement. Le nombre de travailleurs s'est en outre tassé en 2014 (-1 % en équivalents temps plein).

**TABLEAU 2** ÉVOLUTION DU NOMBRE DE FAILLITES PAR BRANCHE D'ACTIVITÉ

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	1 <sup>er</sup> semestre	
							2014	2015
Industrie manufacturière	544	541	563	611	619	585	322	273
Construction	1 442	1 560	1 693	1 802	2 065	1 977	1 065	1 027
Commerce	2 603	2 649	2 691	2 744	2 993	2 766	1 459	1 435
Horeca	1 798	1 788	1 987	2 062	2 261	2 011	1 033	1 005
Transports et communications	851	858	907	942	948	859	444	421
Services aux entreprises et immobilier	1 147	1 396	1 573	1 507	1 786	1 658	878	971
Autres	1 035	778	810	919	1 068	880	488	423
<b>Total</b>	<b>9 420</b>	<b>9 570</b>	<b>10 224</b>	<b>10 587</b>	<b>11 740</b>	<b>10 736</b>	<b>5 689</b>	<b>5 555</b>

Sources : SPF Économie, PME, Classes moyennes et Énergie, calculs propres.

**TABLEAU 3** ÉVOLUTION DES PRINCIPALES COMPOSANTES DU COMPTE D'EXPLOITATION  
(prix courants)

	Pourcentages de variation par rapport à l'année précédente					Millions d'euros	Pourcentages de la valeur ajoutée
	2010	2011	2012	2013	2014 e		
<b>Valeur ajoutée</b> .....	<b>5,5</b>	<b>3,7</b>	<b>1,4</b>	<b>1,5</b>	<b>0,5</b>	<b>179 833</b>	<b>100,0</b>
Frais de personnel .....	0,6	5,3	3,0	1,6	-0,6	102 976	57,3
Amortissements et réductions de valeur <sup>(1)</sup> . . . . . (-)	2,1	4,1	3,4	2,6	2,2	34 586	19,2
Autres charges d'exploitation .....	3,0	4,7	2,5	-0,4	-5,2	10 414	5,8
<i>Total des charges d'exploitation</i> .....	<i>1,1</i>	<i>5,0</i>	<i>3,0</i>	<i>1,7</i>	<i>-0,3</i>	<i>147 976</i>	<i>82,3</i>
<b>Résultat net d'exploitation</b> .....	<b>28,6</b>	<b>-1,7</b>	<b>-5,7</b>	<b>0,6</b>	<b>3,9</b>	<b>31 857</b>	<b>17,7</b>

Source : BNB.

(1) Sur immobilisations corporelles, immobilisations incorporelles et frais d'établissement (rubrique 630).

Après les frais de personnel, les charges d'exploitation les plus importantes sont constituées par la rubrique 630 des comptes annuels, à savoir les amortissements et les réductions de valeur sur immobilisations corporelles, immobilisations incorporelles et frais d'établissement. En 2014, leur croissance a ralenti pour la troisième année consécutive, revenant à 2,2 %, soit un niveau nettement inférieur à la moyenne des dix dernières années (3,9 %), ce qui reflète une politique d'investissement devenue beaucoup plus conservatrice ces dernières années.

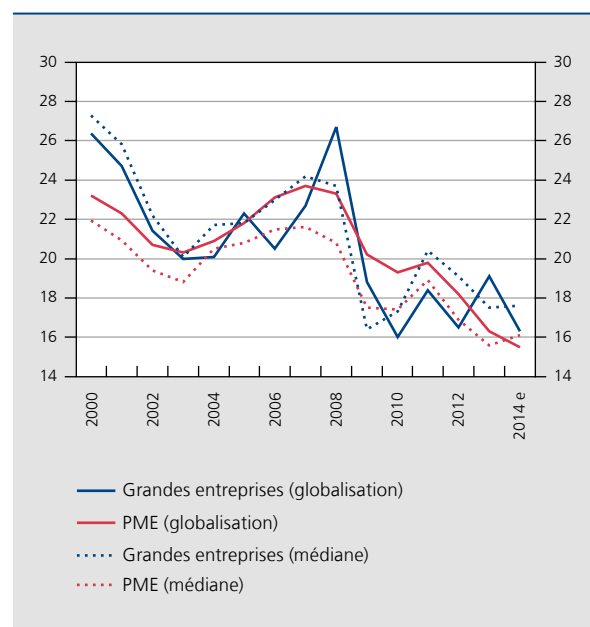
Dans les comptes annuels, l'effort d'investissement consenti par les entreprises peut être appréhendé au moyen du taux de renouvellement des immobilisations corporelles. Ce ratio divise les acquisitions d'immobilisations corporelles réalisées au cours de l'exercice par le stock d'immobilisations corporelles au terme de l'exercice précédent. Quelle que soit la mesure utilisée, le ratio s'est très vivement contracté à la suite de la récession de 2008-2009 et se maintient depuis lors à des niveaux amplement inférieurs à ceux observés avant la crise financière (cf. graphique 2). Cette tendance baissière a affecté la quasi-totalité des branches qui composent l'économie belge.

Largement déterminé par les frais de personnel et les amortissements, le total des charges d'exploitation a reculé de 0,3 % en 2014, soit la première réduction depuis plus de 20 ans. Combinée à la légère hausse de la valeur ajoutée, cette évolution a induit un modeste raffermissement (+3,9 %) du résultat d'exploitation en 2014, qui a grimpé à 32 milliards d'euros. Le résultat d'exploitation a été globalement très

stable ces quatre dernières années, à des niveaux toujours inférieurs au sommet atteint avant la récession de 2008-2009 (36 milliards d'euros).

L'analyse en fonction de la taille montre que ce sont essentiellement les PME qui ont contribué au redressement du compte d'exploitation en 2014 : au cours de

**GRAPHIQUE 2** TAUX DE RENOUVELLEMENT DES IMMOBILISATIONS CORPORELLES  
(pourcentages)



Source : BNB.

l'exercice, elles ont enregistré un accroissement de 3 % de la valeur ajoutée et de 5,2 % du résultat d'exploitation, contre respectivement -0,4 % et 3 % pour les grandes entreprises. Dans l'ensemble, les résultats des PME sont en hausse dans quasiment toutes les branches d'activité étudiées, et plus particulièrement dans les services aux entreprises, le commerce de gros, l'immobilier et la construction. La situation est plus contrastée en ce qui concerne les grandes entreprises : les progressions affichées par celles-ci dans certaines branches, telles que la chimie, la métallurgie ou le commerce de gros, sont compensées par des régressions dans le commerce de détail, les transports, la pharmacie, ou encore les télécommunications.

## 2.3 Évolutions par branche d'activité

Le tableau 4 décrit les mouvements du compte d'exploitation par branche d'activité durant les deux dernières années sous revue.

En 2014, par opposition à la tendance de long terme, les résultats des branches manufacturières ont été plus dynamiques que ceux des branches non manufacturières.

La situation relativement favorable des branches manufacturières s'explique en premier lieu par le tassement des coûts : outre de la diminution des coûts salariaux,

**TABEAU 4** ÉVOLUTION DE LA VALEUR AJOUTÉE ET DU RÉSULTAT D'EXPLOITATION, PAR BRANCHE D'ACTIVITÉ

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

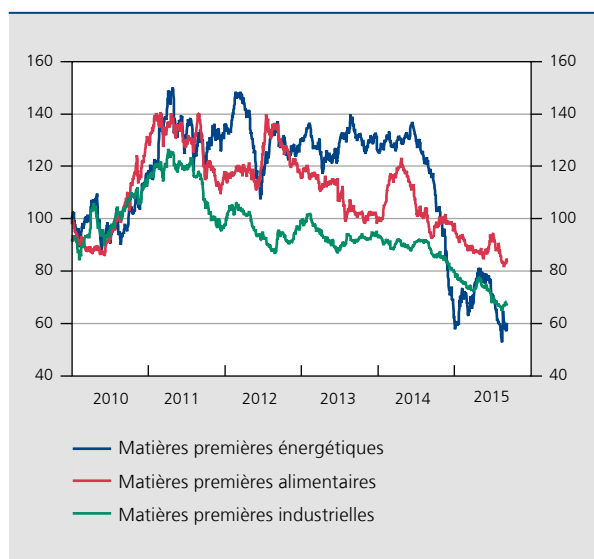
	Valeur ajoutée		Résultat net d'exploitation		<i>p.m.</i> Importance, en pourcentage, des branches dans la valeur ajoutée totale en 2014 e
	2013	2014 e	2013	2014 e	
<b>Industrie manufacturière</b> .....	<b>1,4</b>	<b>4,2</b>	<b>3,9</b>	<b>16,6</b>	<b>27,5</b>
dont :					
Industries agricoles et alimentaires .....	4,6	3,8	15,8	4,5	4,4
Textiles, vêtements et chaussures .....	-1,3	10,4	2,7	57,5	0,9
Bois, papier et imprimerie .....	-2,8	2,5	-21,9	26,5	1,7
Industrie chimique .....	1,2	7,2	0,6	41,3	4,1
Industrie pharmaceutique .....	12,1	0,7	42,5	-32,9	3,2
Métallurgie et travail des métaux .....	1,1	4,4	233,2	167,3	3,7
Fabrications métalliques .....	-2,1	4,3	-6,0	6,6	5,3
<b>Branches non manufacturières</b> .....	<b>1,6</b>	<b>-0,9</b>	<b>-0,4</b>	<b>-2,6</b>	<b>72,5</b>
dont :					
Commerce de véhicules automobiles .....	-1,1	7,2	-5,6	28,4	2,6
Commerce de gros <sup>(1)</sup> .....	-0,5	1,5	-7,8	19,5	12,6
Commerce de détail <sup>(1)</sup> .....	1,6	-0,3	-1,6	-9,3	6,6
Transport et entreposage .....	-0,2	-14,0	-16,3	-84,9	7,0
Hébergement et restauration .....	3,8	3,6	17,3	36,6	2,1
Information et communication .....	-2,5	1,3	-23,5	-9,5	6,7
Activités immobilières .....	2,6	3,6	3,8	3,0	3,2
Services aux entreprises .....	4,6	3,4	11,9	-4,1	15,0
Énergie, eau et déchets .....	-3,1	-6,1	-29,9	2,9	4,8
Construction .....	0,8	-1,5	3,2	-11,8	7,7
<b>Total</b> .....	<b>1,5</b>	<b>0,5</b>	<b>0,6</b>	<b>2,1</b>	<b>100,0</b>

Source : BNB.

(1) Hors commerce de véhicules automobiles.

### GRAPHIQUE 3 PRIX DES MATIÈRES PREMIÈRES

(indices 2010 = 100, données journalières en dollars des États-Unis)



Source : HWWI.

L'industrie a profité du recul des prix des matières premières (cf. graphique 3). Les matières premières énergétiques ont présenté les mouvements les plus marqués, avec en particulier une plongée du cours du pétrole de type Brent de 50 % en 2014. L'atonie de la demande mondiale a également pesé sur les cours des matières premières industrielles et alimentaires. L'activité manufacturière en tant que telle a pour sa part légèrement progressé, comme en témoignent les ventes (+0,6 % en 2014) et les indices de production industrielle calculés par le SPF Économie : si les branches ont évolué en sens divers, l'indice global de production manufacturière est passé de 106,1 en décembre 2013 à 107,6 en décembre 2014. Les branches où la baisse des coûts a eu le plus de répercussions sont la métallurgie, la chimie de base et les fabrications métalliques.

L'industrie pharmaceutique est pour sa part une des rares branches manufacturières à avoir affiché un affaiblissement de son résultat d'exploitation en 2014 (-32,6 %). Celui-ci s'explique en très grande partie par la hausse des amortissements de frais de R&D et de licences liées à de nouveaux médicaments.

Les évolutions dans les branches non manufacturières ont été très variées et ont parfois largement dépendu des situations spécifiques de certaines grandes entreprises. Les variations les plus positives ont été enregistrées dans le commerce de gros (en raison principalement du lien étroit de la branche avec l'industrie)

et dans le commerce de véhicules et équipements associés, qui a surtout profité de la baisse des prix des matières premières dans le secteur des pneumatiques. Le commerce de détail et les télécommunications ont au contraire subi une nouvelle érosion de leurs marges, dans un contexte restant caractérisé par une lourde pression concurrentielle.

L'essoufflement des résultats dans la construction est quant à lui surtout lié à la clôture de projets importants ou à des opérations immobilières spécifiques, ainsi qu'à la contraction des investissements publics dans un contexte de consolidation budgétaire. Enfin, la branche « transport et entreposage » a été fortement impactée par des événements spécifiques, à savoir la réorganisation d'un opérateur et une vaste réduction de valeur sur stocks dans une société spécialisée dans l'entreposage de produits pétroliers.

## 3. Évolution de la situation financière des sociétés

L'analyse financière qui suit s'appuie sur la théorie d'interprétation des comptes annuels, à laquelle des ratios financiers sont empruntés. Les définitions de ces ratios figurent à l'annexe 2. Les ratios financiers sont présentés sous la forme de globalisations et de médianes. La globalisation d'un ratio divise la somme des numérateurs de toutes les sociétés par la somme de leurs dénominateurs. Le ratio globalisé est donc la moyenne pondérée de chaque ratio au niveau de chaque entreprise, dont le poids est la part de chaque entreprise dans la valeur totale du dénominateur du ratio. Ainsi, la moyenne globalisée représente la situation des entreprises ayant la plus grande valeur au dénominateur. La médiane correspond à la valeur centrale d'une distribution ordonnée, où 50 % des sociétés ont un ratio dont la valeur est supérieure à la médiane et 50 % un ratio dont la valeur y est inférieure. L'utilisation de ces deux concepts vise à réaliser une analyse complémentaire. Comme les moyennes et, partant, le ratio globalisé, sont influencés par des valeurs extrêmes (*outliers*), l'importance de la valeur médiane peut contrer ces valeurs extrêmes. Par ailleurs, la moyenne globalisée permet d'esquisser plutôt la situation sous l'angle macroéconomique et mésoéconomique, tandis que la médiane éclaire la situation microéconomique.

### 3.1 Rentabilité

Cette section analyse la rentabilité d'une société par rapport aux ventes, d'une part, et par rapport aux capitaux propres et au total bilanciel, d'autre part.

### 3.1.1 Marge nette sur ventes

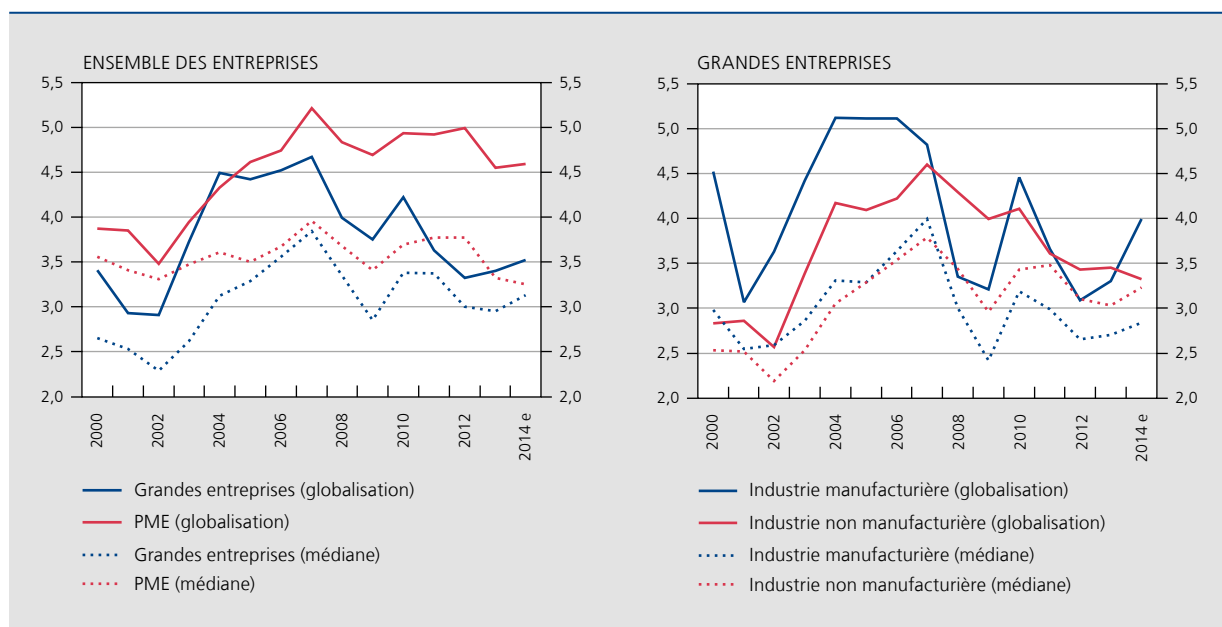
La rentabilité des ventes peut se mesurer à l'aide de la marge nette sur ventes, qui est égale au rapport entre le résultat net d'exploitation et les ventes. La marge nette sur ventes donne un aperçu de l'efficacité relative de l'entreprise après déduction de l'ensemble des charges d'exploitation, en ce compris les amortissements, les réductions de valeur et les provisions de l'entreprise. Elle fournit une indication sur la capacité de l'entreprise de dégager un résultat d'exploitation des produits des ventes qui soit positif après soustraction de l'ensemble des frais opérationnels, hors éléments financiers, exceptionnels et fiscaux.

La marge nette sur ventes des PME est, pratiquement tout au long de la période, supérieure à celle des grandes entreprises (cf. graphique 4), ce qui signifierait que, pour 100 euros de ventes, les PME conservent un bénéfice d'exploitation supérieur. Il convient de noter à cet égard qu'on ne tient compte ici que des PME pour lesquelles il a été possible de calculer une marge nette sur ventes, ce qui ne peut se faire que si leur chiffre d'affaires figure dans leurs comptes annuels. En outre, l'écart entre la marge nette sur ventes globalisée des PME et celle des grandes entreprises s'est creusé au fil des ans. Différentes raisons peuvent l'expliquer. Les grandes entreprises sont généralement de plus gros pourvoyeurs d'emplois, ce qui

entraîne une charge accrue en frais de personnel, une rubrique des charges qui a progressé plus rapidement que la valeur ajoutée ces dernières années, à l'exclusion de l'an dernier. Comme mentionné précédemment, cette exception est le résultat d'une diminution de l'inflation en 2014, ce qui a eu une incidence sur l'indexation automatique des salaires, et d'un gel des augmentations salariales réelles pour la période 2013-2014. En outre, les entreprises de plus grande taille sont confrontées à une concurrence internationale accrue, ce qui comprime leurs marges.

Jusqu'à la fin de 2007, les grandes entreprises de l'industrie manufacturière affichaient une marge nette sur ventes plus élevée que celles de l'industrie non manufacturière. Cette différence s'explique par les marges plus importantes dans la chimie, la pharmacie, le bois, le papier, la métallurgie et le travail des métaux. Depuis 2008, en revanche, il s'avère que la marge nette sur ventes des grandes entreprises industrielles a pâti plus fortement de la conjoncture baissière consécutive à la crise financière. Les diminutions les plus nettes ont été enregistrées dans ces mêmes branches d'activité, qui sont non seulement particulièrement sensibles à la conjoncture, mais sont par ailleurs considérablement influencées par l'environnement international. D'après les estimations pour 2014, on observe un redressement très prudent de la marge nette sur ventes globalisée, tant dans les grandes entreprises

**GRAPHIQUE 4 MARGE NETTE SUR VENTES**  
(pourcentages)



Source : BNB.



(3,5%) que dans les PME (4,6%). Le rétablissement hésitant est mesurable dans la plupart des branches industrielles, grâce à une baisse de leurs frais opérationnels, qui s'explique en grande partie par le recul des prix des matières premières. L'industrie pharmaceutique fait figure d'exception: elle affiche un rétrécissement de sa marge nette sur ventes (de 8,5% en 2013 à 5,7% en 2014), découlant d'une hausse des amortissements sur les coûts capitalisés de R&D et sur les licences des nouveaux médicaments.

### 3.1.2 Rentabilité économique et financière

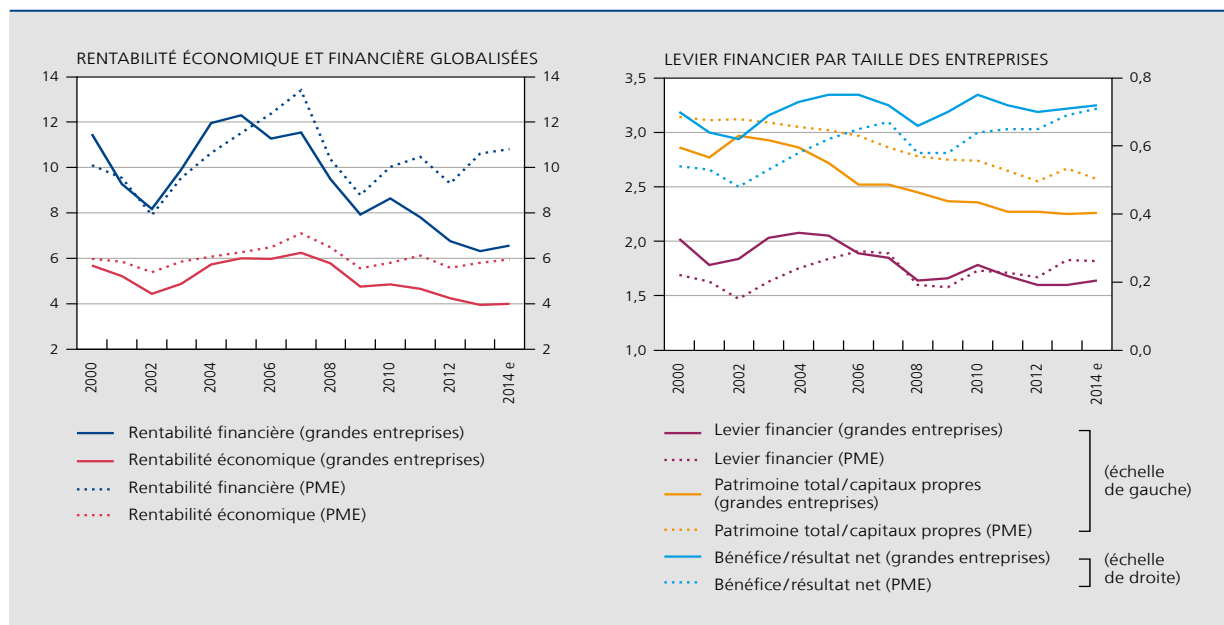
Dans l'analyse de la rentabilité rapportée aux capitaux propres et au total bilantaire, on peut établir une distinction entre la rentabilité économique et la rentabilité financière d'une société. La rentabilité économique est mesurée par le rapport entre le résultat net avant impôts et charges financières et le total bilantaire. À cet égard, on a volontairement fait abstraction des résultats exceptionnels, parce que ceux-ci sont non récurrents et que seul le résultat net des activités normales est visé. Le ratio constitue un indicateur de la santé économique de l'entreprise,

indépendamment du mode de financement de ses activités. La rentabilité financière tient en revanche compte du mode de financement et est estimée dans la présente étude par la rentabilité nette des capitaux propres, qui divise le bénéfice avant impôts par le total des capitaux propres. Ce ratio donne donc une indication du rendement que tirent les actionnaires des activités courantes de l'entreprise, ici aussi hors résultats exceptionnels et impôts. Ces deux ratios de rentabilité sont calculés avant déduction des impôts, à des fins de comparabilité.

Les différences entre ces deux formes de rentabilité peuvent s'expliquer par l'effet de levier financier. Si une entreprise peut emprunter des fonds à un taux inférieur à sa rentabilité économique, elle accroît sa rentabilité financière. La raison en est que les dettes contractées auprès de tiers sont en général nettement moins onéreuses que les capitaux propres, puisque les actionnaires s'attendent non seulement au rendement normal de leur investissement (*return on investment*), mais également à une prime de risque plus élevée<sup>(1)</sup> pour leur apport de capitaux. La rentabilité financière de l'entreprise est dès lors déterminée par sa rentabilité économique augmentée de son effet de levier financier<sup>(2)</sup>, lequel est influencé par la mesure dans laquelle l'entreprise se finance grâce à des capitaux de tiers et par les taux qui s'y rattachent. Il s'agit ici non seulement des charges d'intérêts des emprunts bancaires et obligataires, mais également des coûts éventuels liés aux

(1) En cas de faillite, l'entreprise remboursera d'abord ses créanciers, puis les créanciers subordonnés, pour restituer ensuite le solde aux actionnaires. C'est donc ce dernier groupe qui court le plus grand risque, ce qui explique que la prime de risque soit plus élevée.  
 (2) L'effet de levier financier = (bénéfice avant impôts/résultat net avant impôts et charges financières) x (patrimoine total/capitaux propres).

**GRAPHIQUE 5** RENTABILITÉ ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE GLOBALISÉES, LEVIER FINANCIER PAR TAILLE DES ENTREPRISES (pourcentages)



Source : BNB.

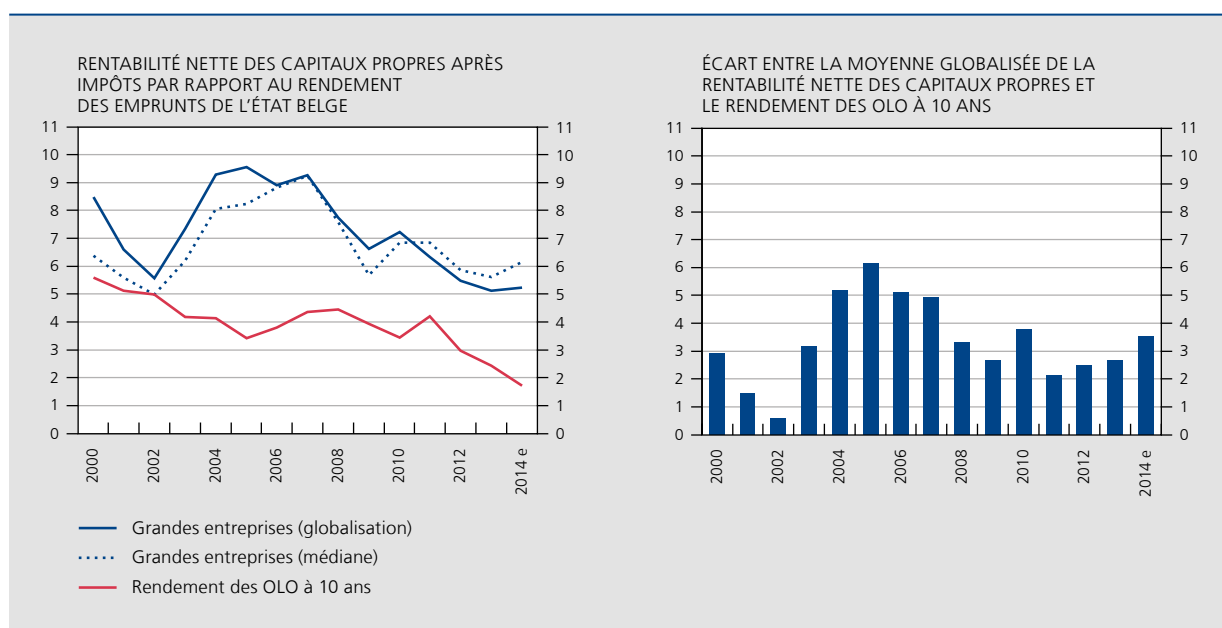
dettes contractées auprès de fournisseurs ou de sociétés du même groupe. Un ratio de levier supérieur à 1 indique que l'endettement a un effet amplificateur sur la rentabilité nette des capitaux propres, tandis qu'un ratio inférieur à 1 révèle un effet négatif de l'endettement sur la rentabilité financière de la société. Le graphique 5 confronte la théorie aux données chiffrées des comptes annuels.

La rentabilité économique globalisée des grandes entreprises s'inscrit en baisse depuis la crise financière de 2008, alors que celle des PME a mieux résisté. Les PME sont moins sensibles à la conjoncture puisqu'elles sont moins axées sur les activités industrielles et sur le commerce international. Les grandes entreprises ont été davantage influencées par la conjoncture défavorable et ont ainsi affiché en 2013 leur plus faible niveau de rentabilité économique (3,9%) de ces 15 dernières années. La plus forte contraction s'est produite dans l'industrie manufacturière. Toutes les branches de l'industrie manufacturière ont subi un repli entre 2007 et 2013, la métallurgie et le travail des métaux ayant accusé le recul le plus net. L'influence de l'environnement international moins favorable a entraîné la mise à l'arrêt temporaire, voire la fermeture, d'unités de production. Les industries agricoles et alimentaires ainsi que l'industrie chimique ont également enregistré une diminution importante de leur rentabilité économique. S'agissant de cette dernière, celle-ci s'explique principalement par le resserrement des marges et par les fluctuations des prix

des matières premières. La lente reprise de la croissance économique en 2014 semble se traduire timidement par un redressement limité de la rentabilité économique des grandes entreprises, mais uniquement dans l'industrie manufacturière, et plus particulièrement dans toutes les branches à l'exception du secteur pharmaceutique. Le rétablissement le plus marqué a été observé dans les industries agricoles et alimentaires, dans la métallurgie et le travail des métaux, ainsi que dans la chimie.

Le graphique 5 illustre une rentabilité financière supérieure à la rentabilité économique sur la période considérée, ce qui indique que, quelle que soit leur taille, les entreprises sont en mesure de contracter des dettes à un taux inférieur à leur rentabilité économique. La rentabilité financière globalisée des PME a affiché après 2008 une reprise grâce à une rentabilité économique relativement constante, ainsi qu'à un renforcement du levier financier. Ce dernier peut s'expliquer par le fait que, au cours de cette période, les PME ont, en termes relatifs, davantage eu recours aux capitaux de tiers que les grandes entreprises pour financer leurs actifs, de sorte que la forte réduction du coût du crédit bancaire depuis 2008 (cf. graphique 8) a pu avoir une plus grande incidence. En outre, la rentabilité financière des grandes entreprises n'a cessé de diminuer année après année, pour retomber en 2013 à son plus bas niveau (6,3%) de ces 15 dernières années. Ce recul résulte d'un repli de la rentabilité économique,

**GRAPHIQUE 6** RENTABILITÉ NETTE DES CAPITAUX PROPRES APRÈS IMPÔTS PAR RAPPORT AU RENDEMENT DES EMPRUNTS D'ÉTAT BELGES (pourcentages)



Source : BNB.

d'une part, et d'une baisse de l'effet de levier (bien que toujours supérieur à 1), d'autre part. Cette dernière s'explique par une augmentation relativement importante du ratio de fonds propres (*equity ratio*)<sup>(1)</sup> par rapport à celui des PME, ce qui a nuancé en partie l'effet positif de l'allègement des charges d'intérêts sur les capitaux de tiers. Il en ressort une hausse moins nette du rapport entre le bénéfice avant impôts et le résultat net avant impôts et charges financières. D'après l'estimation pour l'année 2014, on semble assister à un renversement de l'évolution de la rentabilité financière des grandes entreprises grâce au redressement prudent de la rentabilité économique. En résumé, cela signifie que, à l'heure actuelle, un investissement dans une grande entreprise fournit aux actionnaires un rendement réel moins élevé qu'il y a dix ans.

Pour un investisseur, toutefois, ce qui importe, c'est de savoir si une action rapporte toujours davantage qu'un placement sans risque, comme par exemple le rendement d'une obligation souveraine belge (OLO) à dix ans. Plus concrètement, il convient d'examiner une variante de la rentabilité financière, à savoir la rentabilité nette des capitaux propres après impôts. Il s'agit du bénéfice après charges d'intérêts et impôts sur les capitaux propres, hors les éléments exceptionnels, qui sont, par définition, non récurrents. Le graphique 6 compare la rentabilité globalisée des capitaux propres après impôts des grandes entreprises au rendement des emprunts d'État. Pour ce faire, on considère le rendement de référence des OLO à dix ans. L'écart entre la rentabilité nette et le rendement des emprunts d'État peut être considéré comme une indication de la prime de risque offerte aux actionnaires des entreprises importantes. Il y a lieu de l'interpréter avec la prudence nécessaire, dans la mesure où la vaste majorité des grandes entreprises ne sont pas cotées en bourse. Sans surprise, il s'avère qu'avant la crise financière, un placement en actions était beaucoup plus intéressant qu'après, bien que l'écart entre le rendement des emprunts d'État et la rentabilité nette des capitaux propres se soit élargi ces dernières années. Le rendement des obligations souveraines a lui aussi sensiblement chuté après la crise, non seulement en Belgique, mais également ailleurs en Europe, et ce en raison des mesures monétaires prises au niveau européen pour s'attaquer au problème – induit par la crise financière des dettes souveraines élevées en Europe.

## 3.2 Solvabilité

L'objectif principal des ratios de solvabilité est de voir dans quelle mesure l'entreprise est à même d'honorer

ses engagements financiers, c'est à dire ses charges d'intérêts et les remboursements de ses dettes.

Les ratios de solvabilité occupent une place prépondérante dans les modèles de prévision des faillites élaborés par la Banque, en particulier dans le modèle de santé financière qui figure dans le dossier d'entreprise de la Centrale des bilans, et dans le In house Credit Assessment System (ICAS), que la BNB applique officiellement depuis 2013 aux entreprises IFRS et depuis 2015 aux entités BE GAAP. L'ICAS est un instrument qui permet d'analyser la qualité du crédit des sociétés non financières belges dans le cadre de la politique monétaire de l'Eurosystème (cf. section 3.3).

### 3.2.1 Degré d'indépendance financière et degré d'autofinancement

L'unité de mesure de la solvabilité la plus connue est le degré d'indépendance financière de l'entreprise. Il s'agit du ratio des capitaux propres par rapport au patrimoine total. Plus l'indépendance financière est élevée, plus le taux d'endettement de l'entreprise est faible et plus la réserve de remboursement des créanciers – constituée par les capitaux propres – est grande. En d'autres termes, le degré d'indépendance financière mesure la robustesse de la structure du capital de l'entreprise.

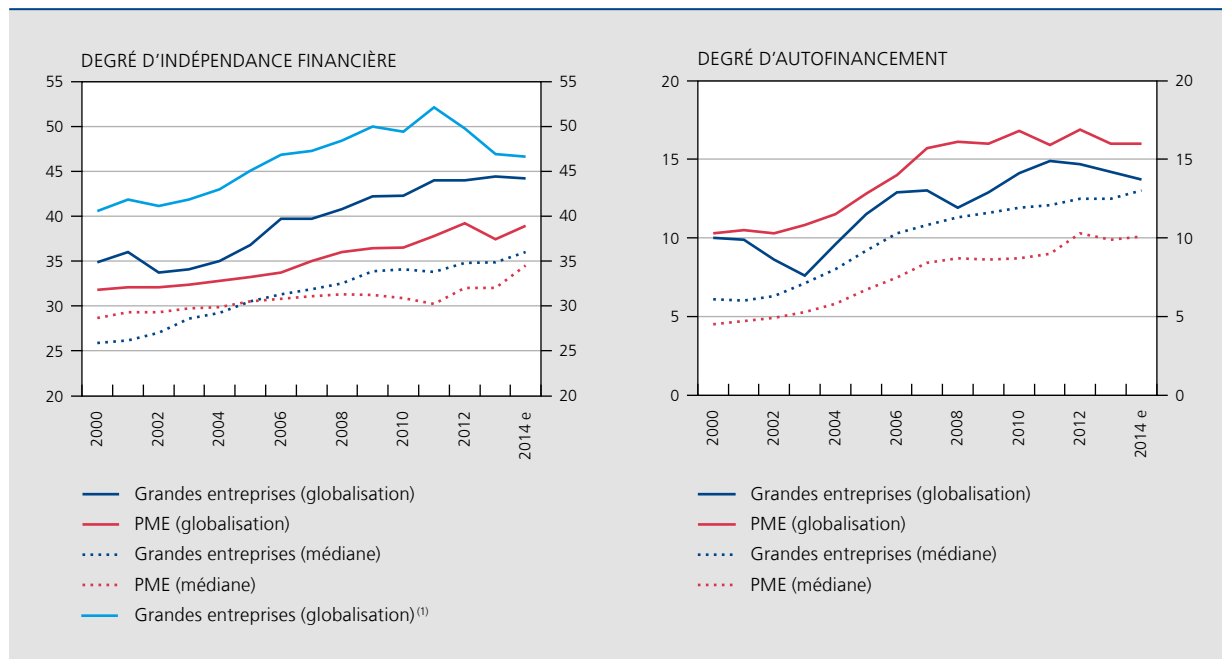
Quand le ratio est plus élevé, il y a plus de chances que, en cas de faillite, les capitaux propres soient suffisants pour absorber les pertes de liquidation et pour rembourser largement les créanciers. Les sociétés dont le degré d'indépendance financière est plus important paieront généralement des charges d'intérêts moindres pour leurs dettes (en raison du risque plus faible), ce qui leur permettra de conserver davantage de fonds pour investir ou pour distribuer des dividendes. Ainsi, il est plus aisé pour les entreprises qui sont financièrement plus indépendantes d'obtenir un emprunt des banques ou de se financer sur le marché des capitaux.

Un ratio de solvabilité un peu moins traditionnel est le degré d'autofinancement, c'est-à-dire les réserves et les reports de bénéfices/pertes rapportés au patrimoine total. Ce ratio détermine dans quelle mesure une société est capable d'accumuler des capitaux propres grâce aux bénéfices réalisés. Ce ratio constitue ainsi un indicateur de la rentabilité cumulée des années précédentes et de l'exercice sous revue. Parallèlement, le degré d'autofinancement nous renseigne sur la politique de dividende et de mise en réserve de l'entreprise. Un degré d'autofinancement élevé signifie, d'une part, que la croissance de l'entreprise est financée en grande partie par ses propres bénéfices et, d'autre part, que le risque qu'une perte réalisée n'entraîne la stabilité de l'entreprise est plus réduit.

(1) Le ratio de fonds propres (*equity ratio*) rapporte les capitaux propres au patrimoine total.

**GRAPHIQUE 7 INDÉPENDANCE FINANCIÈRE ET DEGRÉ D'AUTOFINANCEMENT DES SOCIÉTÉS BELGES**

(pourcentages)



Source : BNB.

(1) Y compris la branche des « activités de sièges sociaux ».

Ce ratio peut toutefois donner une image biaisée en cas d'opérations exclusivement comptables entre les réserves et les reports de bénéfices, d'une part, et le capital et les primes d'émission, d'autre part. Lorsqu'une partie des réserves est reportée vers le capital, le degré d'autofinancement de la société diminue sans que le total des capitaux propres ne baisse. C'est pour cette raison que le degré d'autofinancement doit être considéré en parallèle avec le degré d'indépendance financière.

En 2014, la moyenne globalisée du degré d'indépendance financière des grandes entreprises est demeurée quasiment stable, à 44,2 %, tandis que le ratio des PME s'est redressé, atteignant le niveau de l'année 2012 (39 %), après avoir nettement reculé en 2013 à la suite de la réduction des bénéfices d'exploitation, d'où un report moindre vers les capitaux propres. Depuis 2011, l'indépendance financière des grandes entreprises en termes globalisés est restée assez constante, alors qu'antérieurement elle avait régulièrement augmenté, pour se renforcer à partir de 2005, sous l'effet de l'introduction de la déduction fiscale pour capital à risque, également dénommée intérêts notionnels. Ces intérêts notionnels se sont concrétisés par l'afflux de capitaux étrangers en Belgique, principalement dans la branche dite des « activités de sièges sociaux », qui n'est pas incluse dans la population de la présente étude. Toutefois, pour illustrer les

évolutions récentes des activités de sièges sociaux, celle-ci est intégrée dans un ratio additionnel figurant dans la première partie du graphique 7. Il se fait que les intérêts notionnels ont perdu de leur attractivité ces dernières années, d'une part, parce que le taux de base utilisé pour la déduction a baissé d'année en année (retombant plus précisément au niveau de 1,630 % pour l'exercice d'imposition 2016, contre 4,473 % pour l'exercice d'imposition 2010) et, d'autre part, parce que, depuis l'exercice d'imposition 2013, les entreprises ne peuvent plus reporter à un exercice ultérieur des intérêts dont le montant dépasse la base imposable. Le caractère moins favorable des intérêts notionnels se traduit par une évolution plus stable de la moyenne globalisée du degré d'indépendance financière des sociétés. Dans la branche « activités de sièges sociaux », l'indépendance financière s'est même contractée, ces sociétés étant désormais moins enclines à maintenir leurs capitaux en Belgique.

Au cours de ces deux dernières années (2013-2014 e), le ratio globalisé du degré d'autofinancement des grandes entreprises a reculé, tandis que la médiane a continué de progresser. Le repli de la moyenne globalisée est probablement la conséquence d'une opération comptable par laquelle les réserves ont été amputées d'un montant alloué au capital. Cette opération a été appliquée dans le cadre d'un régime transitoire dans le contexte de la

**TABLEAU 5** TAUX DES INTÉRÊTS NOTIONNELS  
(pourcentages)

Exercice d'imposition	Taux de base	Taux majoré pour les PME
2007	3,442	3,942
2008	3,781	4,281
2009	4,307	4,807
2010	4,473	4,973
2011	3,800	4,300
2012	3,425	3,925
2013	3,000	3,500
2014	2,742	3,242
2015	2,630	3,130
2016	1,630	2,130

Source : SPF Économie.

hausse du précompte mobilier sur le boni de liquidation décidée par le ministre Geens en novembre 2013. Lors du contrôle budgétaire de mars 2013, il a été décidé de porter le taux du précompte mobilier sur le boni de liquidation de 10 à 25 % à partir du 1<sup>er</sup> octobre 2014. Un boni de liquidation correspond aux fonds qu'une société dissoute attribue à ses actionnaires en sus du remboursement du capital réellement libéré, qui est en principe exempté d'impôt. Afin d'éviter qu'une multitude de sociétés actives ne soient mises en liquidation, le ministre Geens a élaboré un régime transitoire en novembre 2013. Cette disposition transitoire prévoyait qu'une entreprise pouvait distribuer une partie des réserves taxées, telles qu'elles existaient au 31 mars 2013, au taux réduit du précompte mobilier (10 %) alors en vigueur, à condition que celles-ci soient immédiatement incorporées au capital libéré. Cette partie du capital libéré peut par la suite<sup>(1)</sup> être distribuée en exemption d'impôt comme si elle avait de tout temps été intégrée au capital libéré. De cette manière, il était possible d'éviter le taux majoré de 25 %. Eu égard à ce régime, la distribution de dividendes et l'augmentation simultanée du capital pouvaient avoir lieu respectivement après le 1<sup>er</sup> juillet 2013 et avant le 1<sup>er</sup> octobre 2014, selon

(1) La période durant laquelle les sommes incorporées au capital doivent être maintenues au sein de celui-ci avant de pouvoir être distribuées en exemption d'impôt est de quatre ans pour les PME et de huit ans pour les grandes entreprises, ces délais courant à partir de la date d'augmentation du capital.

(2) À partir de l'exercice d'imposition 2016, une PME peut, plutôt que de distribuer des bénéfices à ses actionnaires, réserver des bénéfices dans l'entreprise et payer sur ces gains un précompte anticipatif de 10 %. En procédant de la sorte, elle évitera, à la liquidation, de payer un précompte mobilier complémentaire. Elle doit toutefois conserver au sein de l'entreprise, et ce jusqu'au moment de la liquidation, les bénéfices réservés. Si le bénéfice réservé est distribué sous la forme de dividendes dans les cinq ans, un précompte mobilier complémentaire de 15 % sera prélevé. En cas de distribution après cinq ans, un précompte complémentaire de 5 % sera dû.

que la société tenait sa comptabilité par année civile ou non. Les sociétés ont fait usage de ce régime transitoire, ce qui a entraîné une diminution du degré d'autofinancement en 2013 et en 2014 e. Cette baisse est peu significative, d'autant qu'elle ne s'est pas accompagnée d'un tassement du niveau des capitaux propres, les actionnaires ayant dû immédiatement réinjecter les dividendes perçus (qui avaient été soustraits aux réserves) dans le capital de la société.

Selon la notification du Conseil des ministres du 15 octobre 2014, le gouvernement actuel a décidé, dans le cadre de l'élaboration du budget 2015, que les PME (au sens de l'article 15 du Code des sociétés) pouvaient conserver la possibilité d'échapper à la hausse du taux du précompte mobilier si une réserve de liquidation<sup>(2)</sup> était créée.

### 3.2.2 Charges d'intérêts moyennes des dettes financières et ventilation par type de dettes financières

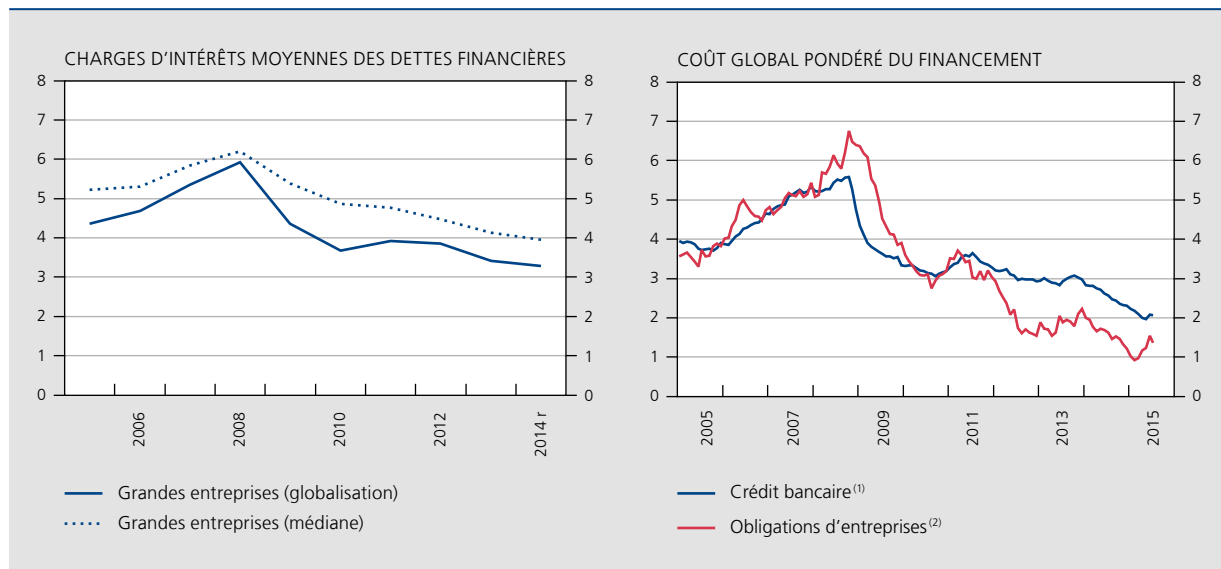
Le graphique 8 illustre l'évolution des charges d'intérêts moyennes des dettes financières contractées par les grandes entreprises, calculées comme le rapport entre les charges des dettes et la somme des dettes financières à court et à long termes. Ce ratio n'est estimé que pour les grandes entreprises car les PME ne renseignent pas le détail des charges d'intérêts de leurs dettes. En termes tant globalisés que médians, les charges d'intérêts moyennes ont affiché en 2008 leur niveau le plus élevé, pour ensuite retomber à leur niveau le plus bas en 2014 (3,3 % pour la moyenne globalisée, 4 % pour la médiane). Le ratio présente une évolution identique à celle du coût moyen pondéré appliqué par les banques belges aux nouveaux crédits aux entreprises, ainsi qu'au rendement des obligations d'entreprises (cf. la partie 2 du graphique 8). En 2014, tant le coût des crédits bancaires que le rendement des obligations d'entreprise ont fortement diminué, ce qui s'explique en grande partie par un nouvel abaissement du taux directeur de la BCE et par une poursuite du repli des taux du marché monétaire (surtout ceux à long terme).

Bien que les coûts de financement des crédits bancaires soient revenus ces dernières années à un niveau historiquement bas, les entrepreneurs n'ont pas tous exprimé une opinion aussi favorable sur les conditions non monétaires liées à l'obtention d'un nouveau prêt bancaire.

D'après l'enquête trimestrielle sur l'appréciation des conditions de crédit menée par la BNB, il s'avère qu'un chef d'entreprise moyen porte depuis 2014 un jugement plus optimiste sur les conditions générales d'accès à de nouveaux crédits bancaires, et ce pour la première fois

## GRAPHIQUE 8 COÛTS DE FINANCEMENT

(pourcentages)



Sources : BNB, Thomson Reuters Datastream.

(1) Taux moyen pondéré appliqué par les banques belges aux nouveaux crédits aux entreprises. La pondération est basée sur les encours des différents types de crédits.

(2) Rendement de l'indice d'obligations libellées en euros émises par des sociétés non financières belges, toutes maturités confondues. L'indice est pondéré par les encours.

depuis le deuxième trimestre de 2011. Cet allègement des conditions a été plus généralisé pour les grandes entreprises que pour les PME. Cette évolution positive a résulté principalement de la baisse des taux d'intérêt, tandis que l'évaluation des conditions non monétaires s'est détériorée, fût-ce dans une moindre mesure. Selon l'enquête SAFE (« Survey on the Access to Finance of small and medium-sized Enterprises in the euro area »), un sondage réalisé auprès des PME belges révèle que ce sont principalement les entreprises présentant un meilleur bilan qui ont pu attirer plus facilement des financements externes. Ces deux enquêtes mettent en évidence une plus grande rigidité des « conditions non monétaires de l'octroi d'un nouveau crédit bancaire » pour les PME. Il s'agit d'un point d'attention important puisque l'économie belge est fortement axée sur les PME et que, pour ces entreprises, les crédits bancaires constituent de loin la principale source de financement par endettement.

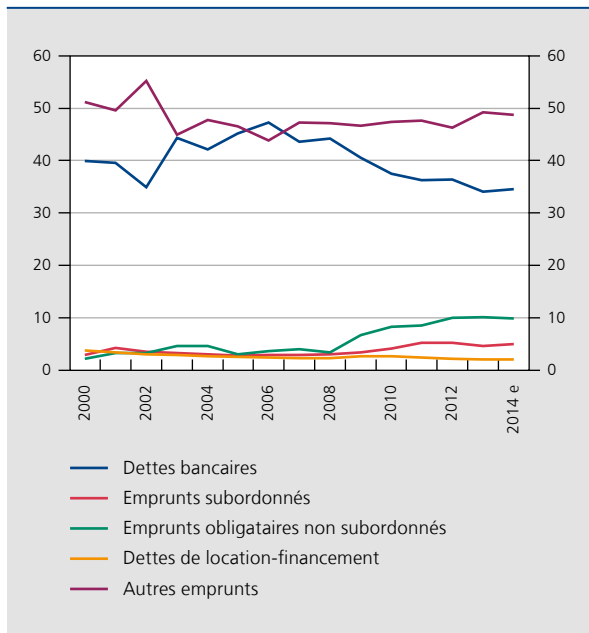
Pour les grandes entreprises, il est plus aisé de recourir non seulement aux crédits bancaires, mais également à d'autres formes de financement externe (cf. graphique 9). C'est ainsi que, depuis 2006, les grandes entreprises font de moins en moins appel aux dettes bancaires : la part de celles-ci est revenue de 47 % en 2006 à 34 % en 2014. Elles ont procédé à leur financement externe en émettant des obligations d'entreprise (4 % en 2006, contre 10 % en 2014) et en procédant

à d'« autres emprunts » (de 44 % en 2006 à 49 % en 2014), principalement des emprunts intragroupes.

Comme indiqué précédemment, la situation d'une entreprise en matière de solvabilité peut être déterminée par la mesure dans laquelle elle peut supporter les charges fixes d'intérêts sur les capitaux de tiers, même lorsque son résultat d'exploitation et ses revenus financiers sont moins favorables. Cela peut se mesurer à l'aide du *times interest earned ratio*. Il s'agit du rapport entre le résultat opérationnel net et les revenus financiers de la société, d'une part, et les charges d'intérêts de ses dettes bancaires et de ses emprunts obligataires, d'autre part. Nous choisissons de tenir compte également des revenus financiers car ceux-ci peuvent être assez importants dans le cas de certaines grandes entreprises, surtout lorsqu'il y a des participations dans d'autres firmes ou que la société prête des fonds à d'autres firmes du même groupe, notamment sous la forme de cash pooling.

Lorsque le ratio de couverture est inférieur à 1, la société ne génère pas suffisamment de bénéfices d'exploitation ni de revenus financiers pour honorer ses engagements d'intérêts. En termes tant globalisés que médians, le *times interest earned ratio* est supérieur à 1 pour les grandes entreprises comme pour les PME au cours de la période considérée (2000-2014 e). Les ratios des grandes entreprises sont nettement supérieurs à ceux des PME. Deux raisons expliquent cette différence : premièrement,

**GRAPHIQUE 9 PART DES DIFFÉRENTS TYPES DE DETTES FINANCIÈRES, UNIQUEMENT EN CE QUI CONCERNE LES GRANDES ENTREPRISES**  
(pourcentages)

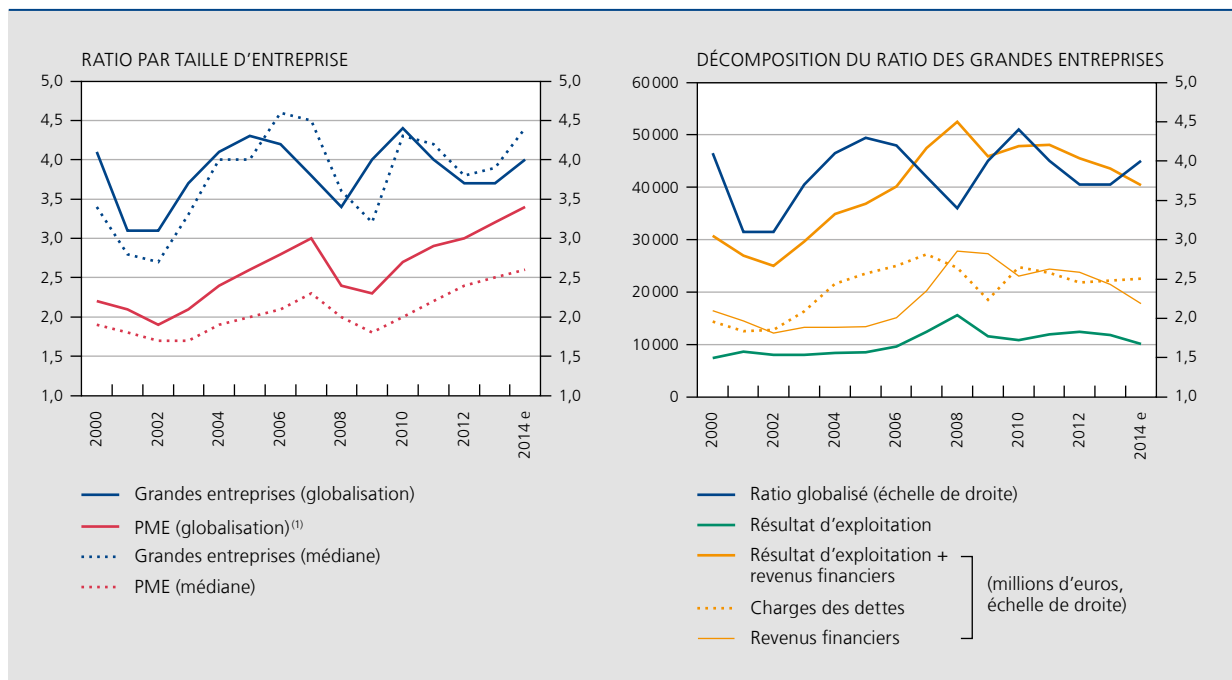


Source : BNB.

les premières perçoivent davantage de revenus financiers de participations ou de rémunérations de *cash pooling* que les secondes et, deuxièmement, les charges des dettes sont relativement plus lourdes pour les PME, d'autant que leur taux d'endettement est relativement plus élevé que celui des grandes entreprises (cf. graphique 7).

Au cours de la période 2000-2006, le ratio de couverture globalisé des grandes entreprises a suivi l'évolution du total du résultat d'exploitation réalisé et des revenus financiers. Après 2006, le ratio de couverture a reculé sous l'effet de la hausse des charges d'intérêts, imputable à l'augmentation du coût du financement externe tant des crédits bancaires que des obligations d'entreprise (cf. graphique 8). Le ratio de couverture est retombé à un étiage en 2008 à la suite de la crise financière. À partir de 2009, le ratio s'est rétabli grâce à une forte baisse du coût des prêts bancaires et des obligations d'entreprise, qui a pesé davantage que la contraction des résultats d'exploitation. En 2010, les résultats d'exploitation se sont redressés grâce à un rebond de la conjoncture économique, qui a renforcé la progression du ratio de couverture. En 2011-2012, le ratio s'est infléchi en raison d'un repli de la conjoncture. Ces deux dernières années, on a assisté à une reprise très prudente, tant de la croissance économique

**GRAPHIQUE 10 LE TIMES INTEREST EARNED RATIO ET SES COMPOSANTES**



Source : BNB.

(1) Le *times interest earned ratio* des PME considère au dénominateur « toutes les charges financières », puisque les schémas abrégés des PME ne donnent pas de détails sur les « charges des dettes ».



que des résultats d'exploitation. Ce rétablissement, associé à un nouvel affaiblissement du coût des crédits bancaires, ainsi qu'à une diminution plus vive encore des coûts des emprunts obligataires dans un contexte où ce type d'emprunts est de plus en plus utilisé en guise de financement externe (cf. graphique 9), explique la reprise positive du ratio de couverture des grandes entreprises.

L'évolution du ratio de couverture globalisé des PME suit celle des grandes entreprises, sauf en 2011 et en 2012, lorsque la récession économique a exercé une incidence moindre sur les bénéfices d'exploitation des PME.

Le tableau 6 montre que le ratio de couverture des grandes entreprises de l'industrie manufacturière est supérieur à celui de l'industrie non manufacturière. De plus, la différence en valeur s'accroît après la crise

financière. L'explication est à rechercher dans une réduction plus marquée des engagements d'intérêts au sein des entreprises industrielles à la suite d'une augmentation plus prononcée du degré d'autofinancement au sein des entreprises industrielles, d'une part, et d'une baisse plus importante du taux de renouvellement des immobilisations corporelles au sein de l'industrie manufacturière depuis 2008, d'autre part.

Le *times interest earned ratio* affiche un niveau faible persistant dans la branche « activités immobilières », dans la mesure où les entreprises du secteur immobilier se caractérisent par un taux d'endettement financier (proportion de dettes financières à court et à long termes par rapport au total bilantaire) relativement haut 41 % en moyenne sur la période 2007-2014 e, tandis que ce taux s'établit à 32 % en moyenne pour les grandes entreprises

**TABEAU 6** *TIMES INTEREST EARNED RATIO* AU NIVEAU DES BRANCHES D'ACTIVITÉ, EN CE QUI CONCERNE LES GRANDES ENTREPRISES

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014 e	Part des « charges des dettes » en 2014 e (pourcentages)
<b>Industrie manufacturière</b> .....	<b>4,17</b>	<b>3,53</b>	<b>4,52</b>	<b>5,49</b>	<b>4,60</b>	<b>4,28</b>	<b>4,12</b>	<b>5,55</b>	<b>28</b>
dont :									
Industries agricoles et alimentaires ..	3,97	2,57	4,55	3,69	3,36	3,39	3,11	4,56	8
Textiles, vêtements et chaussures ...	3,22	1,56	2,61	3,80	3,18	3,98	3,88	6,23	1
Bois, papier et imprimerie .....	2,84	2,69	2,55	3,77	3,96	3,16	2,96	2,90	2
Industrie chimique .....	3,44	2,50	3,39	4,96	4,33	4,44	3,74	5,88	7
Industrie pharmaceutique .....	5,11	7,83	13,27	9,94	7,49	6,39	7,46	7,32	1
Métallurgie et travail des métaux ...	6,11	2,85	1,60	4,04	2,79	0,97	2,48	4,10	3
Fabrications métalliques .....	7,71	6,18	5,07	7,09	6,96	7,13	8,09	9,15	3
<b>Branches non manufacturières</b> .....	<b>3,58</b>	<b>3,25</b>	<b>3,65</b>	<b>3,87</b>	<b>3,77</b>	<b>3,39</b>	<b>3,51</b>	<b>3,35</b>	<b>72</b>
dont :									
Commerce de véhicules automobiles	4,94	2,24	2,88	4,21	5,72	4,24	4,64	6,27	1
Commerce de gros .....	3,65	3,48	3,93	5,58	4,94	4,49	5,17	6,78	7
Commerce de détail .....	5,55	3,98	4,38	4,42	5,11	4,57	4,26	3,07	3
Transport et entreposage .....	4,02	4,53	4,49	3,15	2,22	3,01	2,98	2,15	7
Hébergement et restauration .....	2,12	1,89	1,78	2,40	2,57	1,58	2,30	4,41	1
Information et communication .....	3,86	4,43	4,36	4,08	4,40	3,75	3,03	2,84	7
Activités immobilières .....	1,80	1,73	1,51	1,31	1,66	1,66	1,60	1,52	9
Autres services aux entreprises .....	3,32	3,09	2,69	3,76	3,64	3,62	4,16	4,56	8
Énergie, eau et déchets .....	2,99	2,31	3,60	3,39	3,29	2,81	2,48	2,06	17
Construction .....	5,04	4,57	4,72	4,81	4,42	4,17	4,62	4,27	4
<b>Total</b> .....	<b>3,81</b>	<b>3,36</b>	<b>3,96</b>	<b>4,40</b>	<b>4,04</b>	<b>3,66</b>	<b>3,70</b>	<b>3,98</b>	<b>100</b>

Source : BNB.

au cours de cette même période. Le ratio de couverture de l'industrie pharmaceutique et des fabrications métalliques est quant à lui assez élevé puisque ces secteurs optent pour un recours limité aux dettes financières pour financer leurs activités (respectivement seulement 13 et 20 %).

Les branches industrielles présentant la plus large proportion de « frais afférents aux dettes » sont l'industrie agroalimentaire et la chimie. Dans ces deux secteurs, l'évolution du times interest earned ratio est déterminée principalement par celles des bénéfices d'exploitation et des revenus financiers. La vive hausse du ratio de couverture dans l'industrie agroalimentaire observée en 2009 et en 2014 s'explique, dans un cas comme dans l'autre, par la progression exceptionnelle des dividendes issus de participations dans quelques grandes entreprises, tandis que, dans le secteur de la chimie, l'estimation du ratio pour l'année 2014 révèle une nette augmentation des bénéfices d'exploitation grâce à la compression des charges d'exploitation résultant de la baisse des prix des matières premières. Par ailleurs, une grande entreprise opérant dans la chimie de base a influencé complémentaiement le ratio de couverture en dégagant des recettes de participations accrues.

L'évolution du ratio de couverture dans les principales branches d'activité de l'industrie non manufacturière sur le plan des « frais afférents aux dettes » est différente. Ici aussi, la variation du times interest earned ratio a été déterminée avant tout par les fluctuations des résultats d'exploitation et des revenus financiers. En tant que secteur intensif en capital, la branche « énergie, eau et déchets » représente une large part dans le total des « frais afférents aux dettes » des grandes entreprises. Cette branche d'activité enregistre des résultats d'exploitation plus faibles depuis 2012 en raison du climat économique morose, de la concurrence accrue, de la baisse persistante des marges sur les ventes d'électricité et de gaz naturel, ainsi que de la forte pression réglementaire imposée par les pouvoirs publics. Qui plus est, en 2014, les revenus financiers du plus grand producteur d'électricité belge se sont repliés sous l'effet de la disparition des dividendes perçus, qui avaient été exceptionnellement élevés en 2013. Ce constat explique la diminution du ratio de couverture observée dans le secteur énergétique ces dernières années.

Selon les estimations, le ratio de couverture de la branche « transport et entreposage » a affiché son niveau le plus faible en 2014 e, ce qui s'explique par des événements

spécifiques comme la réorganisation approfondie d'un opérateur et une importante dépréciation des stocks auprès d'un gestionnaire de réserves de gaz naturel.

Dans la mesure où les grandes entreprises du commerce de gros financent une part constante (22 %) de leur patrimoine total par des dettes financières, la réduction des charges d'intérêts sur les dettes bancaires et les obligations d'entreprise peut expliquer une diminution des frais afférents aux dettes. Parallèlement, l'évolution des bénéfices d'exploitation réalisés dans le commerce de gros a été sensiblement influencée par les résultats de l'industrie manufacturière, en raison du lien étroit qui unit ces deux branches d'activité.

### 3.3 Risque de crédit

En 2015, la BCE a approuvé l'ensemble du « système interne d'évaluation du crédit » (In house Credit Assessment System ICAS)<sup>(1)(2)</sup> de la Banque, qui peut donc désormais être utilisé pour évaluer la qualité du crédit des sociétés non financières belges dans le cadre de la politique monétaire de l'Eurosystème. La qualité du crédit est une mesure du risque de défaut de paiement. Il permet par ailleurs de calculer un indicateur de risque par branche d'activité. Le graphique 11 illustre, pour différentes branches, l'évolution des quartiles (premier quartile, médiane et troisième quartile) du risque de crédit sectoriel pour les PME et pour les grandes entreprises. Les données trimestrielles en retracent l'évolution de la mi-2012 au deuxième trimestre de 2015. Plus la ligne supérieure (le troisième quartile) et la ligne inférieure (le premier quartile) sont hautes, plus le risque de crédit est jugé élevé.

Le graphique permet par conséquent de conclure que ce risque est plus dispersé, et donc plus conséquent, pour les PME que pour les grandes entreprises. On peut aussi en déduire que les grandes entreprises opérant dans l'industrie pharmaceutique ont enregistré le risque de crédit le plus faible sur l'ensemble de la période. De même, dans la chimie, l'industrie alimentaire et la branche « énergie, eau et déchets », le risque de crédit des grandes entreprises est relativement faible. Sans surprise, tant les PME que les grandes entreprises de l'horeca présentent un risque de défaut de paiement assez important.

Les PME dont le risque de défaut de paiement (à un an) est plus élevé accusent une baisse au deuxième trimestre dans la majorité des branches d'activité. Des données plus récentes permettront de confirmer la poursuite éventuelle de cette tendance.

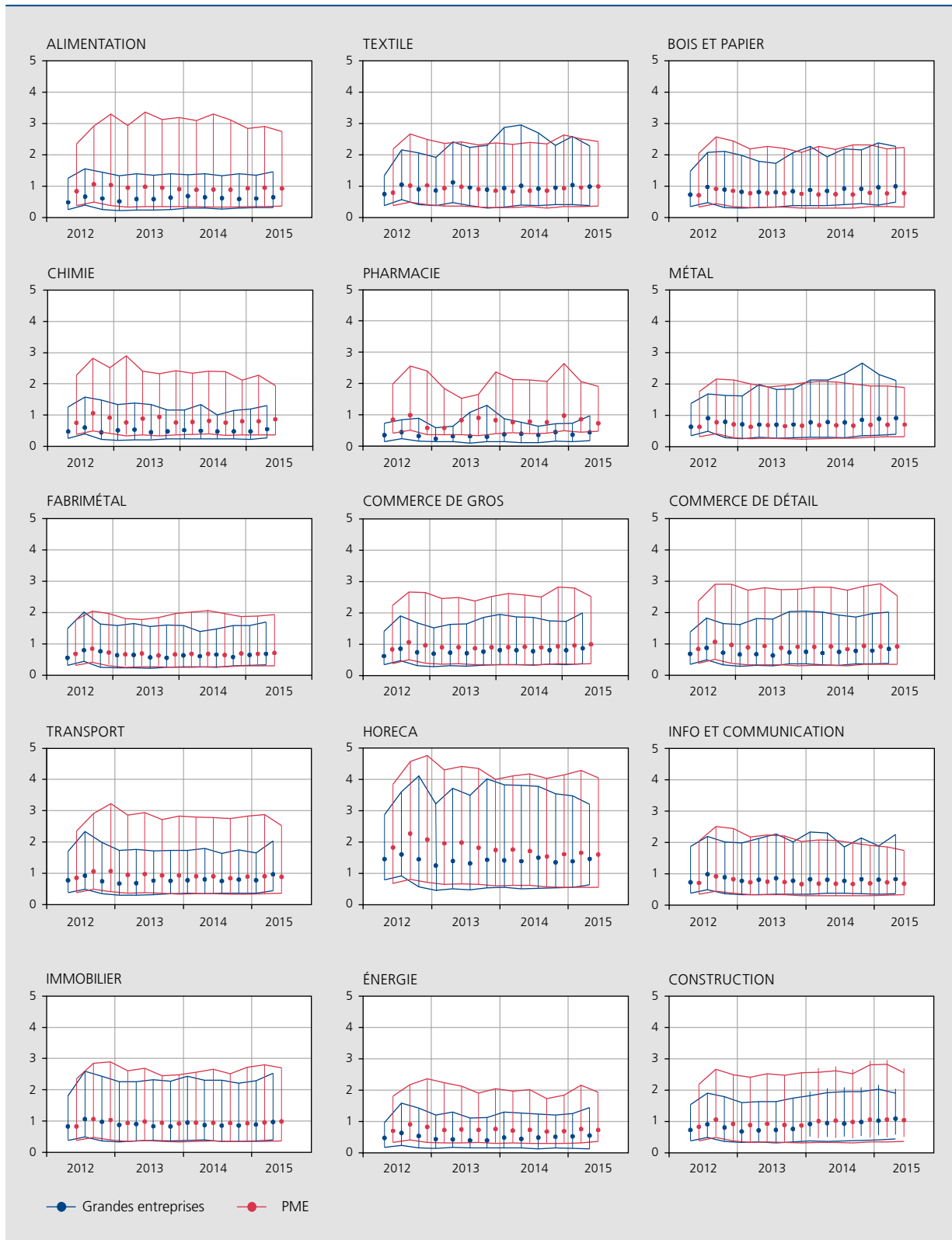
Les conclusions exposées brièvement ci-dessus sur la base de l'évolution du risque de crédit confirment globalement

(1) Cf. <https://www.ecb.europa.eu/paym/coll/risk/ecaf/html/index.en.html>.

(2) Un article consacré au système interne d'évaluation du crédit de la Banque sera publié ultérieurement.

**GRAPHIQUE 11 RISQUE DE CRÉDIT SELON LA BRANCHE D'ACTIVITÉ ET LA TAILLE DE L'ENTREPRISE**

(pourcentages, avec indication du quartile 1, de la médiane et du quartile 3)



Source : ICAS.

les résultats de l'analyse des ratios évoquée dans les paragraphes précédents. Ainsi, le plus haut taux d'auto-financement des grandes entreprises donne à penser que leur risque de crédit est moindre, ce que confirme le graphique 11. Le constat selon lequel les grandes entreprises de l'industrie pharmaceutique et de l'industrie métallurgique ont moins recours aux dettes financières pour financer leurs activités infère également que ces entreprises sont confrontées à un risque de crédit plus faible. Soulignons par ailleurs que, pour calculer l'indicateur du risque de crédit, plusieurs ratios sont combinés et que, dans certains cas, ils sont même complétés par des analyses d'experts. Contrairement aux ratios, qui sont calculés exclusivement à partir des comptes annuels, l'indicateur de risque est aussi disponible pour des périodes plus récentes, ce qui confère un avantage notable à cet indicateur et permet d'enrichir l'analyse classique.

## 4. Délais de paiement et risque de défaillance

### 4.1 Évolutions récentes

Cette section commente les évolutions récentes en matière de délais de paiement des clients et des fournisseurs, tels qu'ils peuvent être calculés au départ des comptes annuels. Ces deux ratios donnent une indication sur la liquidité des créances et des dettes commerciales. Leurs définitions complètes sont détaillées à l'annexe 2. En termes schématiques, ils s'interprètent comme suit :

- Le délai de paiement moyen des clients est le rapport entre les créances commerciales et les ventes, multiplié par 365. Plus ce ratio est faible, plus l'entreprise est payée rapidement par ses clients, et inversement ;
- Le délai de paiement moyen des fournisseurs est le rapport entre les dettes commerciales et les achats, multiplié par 365. Plus ce ratio est faible, plus l'entreprise paie rapidement ses fournisseurs, et inversement.

Ces ratios ne sont présentés ici que pour les sociétés déposant des schémas complets. Ils pourraient être calculés pour les schémas abrégés renseignant les montants du chiffre d'affaires et des achats ; de telles statistiques seraient cependant significativement biaisées, dans la mesure où le nombre de schémas abrégés incluant ces

informations facultatives a fortement diminué au cours des dernières années<sup>(1)</sup>.

Il faut également souligner que les ratios de délai de paiement comparent des flux (les ventes ou les achats réalisés sur l'ensemble de l'exercice) à des stocks relativement fluctuants (les créances ou les dettes commerciales au jour de clôture de l'exercice), qui ne sont pas nécessairement représentatifs<sup>(2)</sup>.

Le graphique 12 montre l'évolution des ratios pour une sélection de branches d'activité assez homogènes. Il en ressort que, en termes tant médians que globalisés, les délais de paiement ont dans l'ensemble suivi une tendance légèrement baissière ces dix dernières années. Les valeurs ne varient quasiment pas en fonction de la conjoncture. Seul le délai de paiement globalisé des fournisseurs s'est allongé dans certaines branches à la suite de la récession de 2008-2009, mais de façon très limitée. Le graphique 12 fait également apparaître certaines spécificités sectorielles, dont plus particulièrement les paiements rapides dans le commerce de détail et, à l'opposé, les délais de paiement plus longs dans la construction. On peut constater aussi que le commerce de détail et l'horeca, en raison d'une large clientèle de ménages, trouvent une source de financement structurelle dans le crédit interentreprises, les délais fournisseurs étant nettement supérieurs aux délais clients.

Afin d'isoler les sociétés caractérisées par les paiements les plus tardifs, les mouvements à l'extrémité de la distribution sont présentés au graphique 13. En ce qui concerne le délai de paiement des clients, le nonantième percentile du ratio est resté très stable ces dix dernières années, ce qui signifie que la proportion de sociétés payées (très) tardivement par leurs clients n'a pas augmenté en dépit du contexte économique défavorable. La situation est plus contrastée à l'extrémité de la distribution des délais auprès des fournisseurs : d'une part, le percentile 90 a très peu fluctué dans l'industrie et le commerce ; d'autre part, il a nettement augmenté dans la construction et l'horeca, notamment à la suite de la récession de 2008-2009, avant de refluer au cours des dernières années.

À quelques exceptions près, les délais de paiement varient donc peu en fonction du contexte économique. Ceci semble en contradiction avec la forte hausse des faillites au cours de la période récente (cf. graphique 1), eu égard au fait que les retards de paiement sont communément admis comme une cause de faillite<sup>(3)</sup>. Rappelons d'ailleurs que la capacité à honorer ses créanciers est au cœur de la définition légale de la faillite : l'article 2 de la loi du 8 août 1997 stipule en effet que « tout commerçant qui

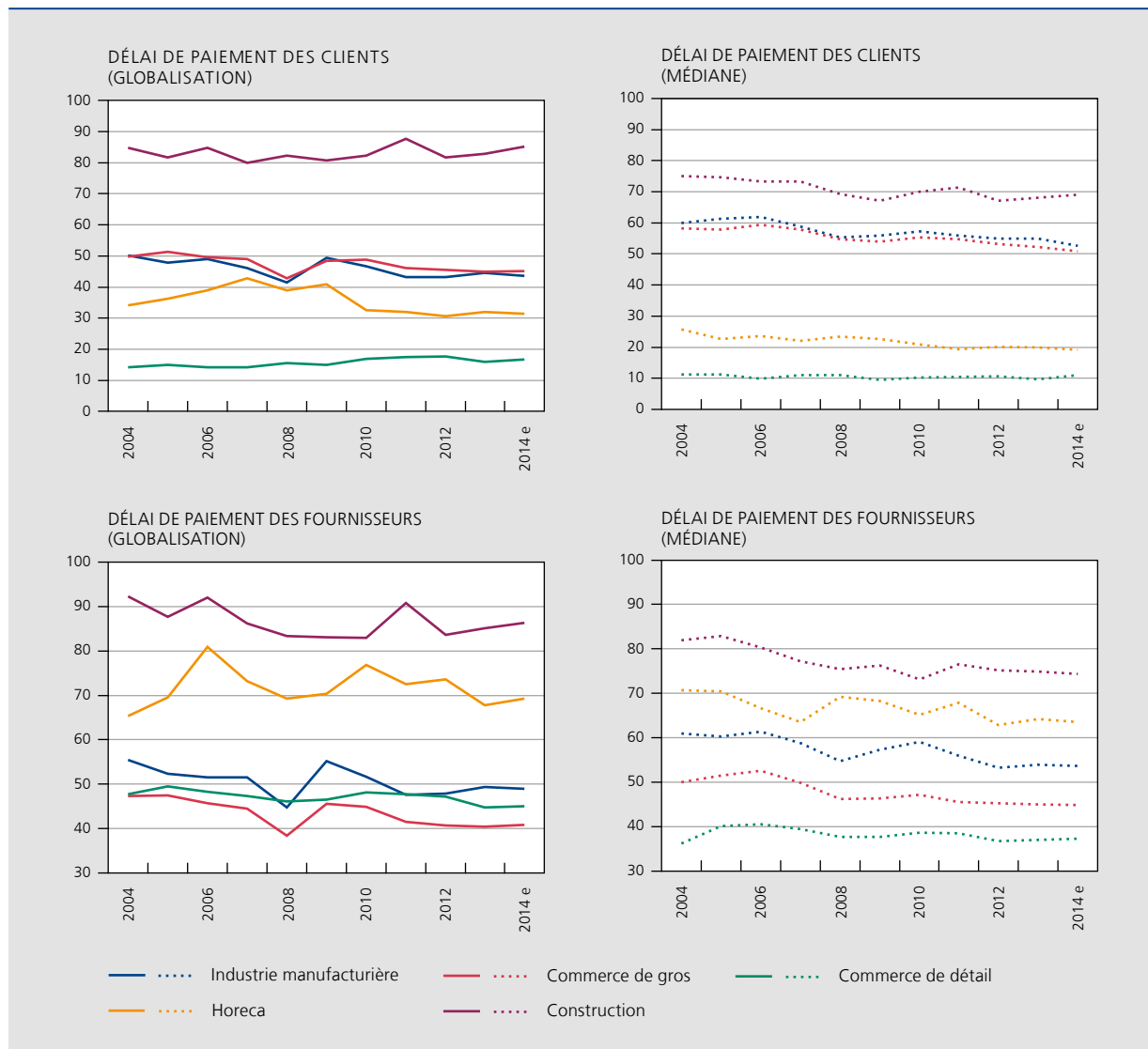
(1) Ainsi, le nombre de schémas abrégés pour lesquels le délai de paiement client peut être calculé est passé de 55 351 en 2004 à 27 329 en 2013.

(2) Un certain nombre de remarques comptables peuvent par ailleurs être formulées à propos de ces ratios. Cf. par exemple Ooghe et Van Wymeersch (2006), *Traité d'analyse financière*, Intersentia, Anvers-Oxford.

(3) Cf. par exemple Graydon (2008), *Het bedrijf in moeijikheden voorbij*, [www.graydon.be](http://www.graydon.be).

## GRAPHIQUE 12 DÉLAIS DE PAIEMENT MOYENS DES CLIENTS ET DES FOURNISSEURS

(nombres de jours, grandes entreprises)



Source : BNB.

a cessé ses paiements de manière persistante et dont le crédit se trouve ébranlé est en situation de faillite.»

### 4.2 Lien avec le risque de défaillance

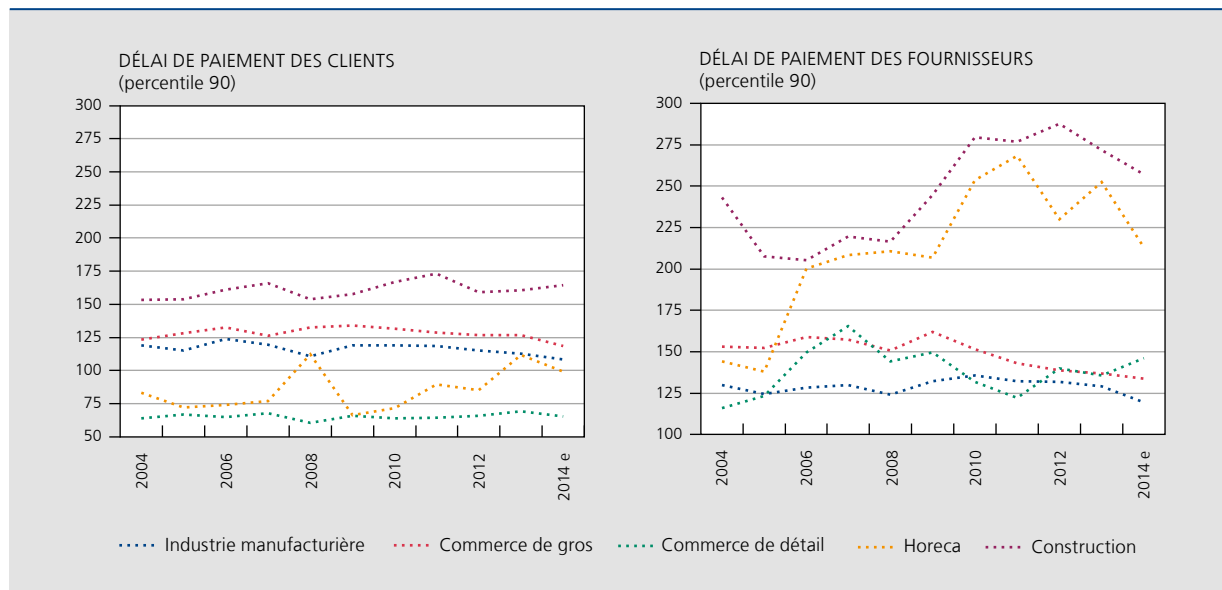
Cette évolution contre-intuitive des délais de paiement, tels qu'ils peuvent être calculés au départ des comptes annuels, nous a amenés à vérifier si ceux-ci constituent un réel symptôme de vulnérabilité financière. À cette fin, nous avons analysé les différences qui existent entre les sociétés défailtantes et les sociétés non défailtantes, une société étant considérée comme défailtante dès lors qu'elle a fait l'objet d'une procédure de faillite dans les

1 095 jours (soit trois fois 365 jours) suivant la date de clôture de ses comptes annuels. Toutes les autres sociétés sont considérées comme non défailtantes. Il s'agit de la définition utilisée lors du développement de l'indicateur de santé financière inclus dans les dossiers d'entreprise de la Centrale des bilans.

Le tableau 7 présente diverses statistiques relatives à la moyenne des délais de paiement pour l'exercice comptable 2011, ce qui permet de considérer les faillites survenues en 2012, 2013 et 2014. On peut en premier lieu constater que la proportion de sociétés défailtantes à trois ans est faible: elle s'établit à 1,6 % dans l'industrie, 2,1 % dans la construction, 1 % dans le commerce

### GRAPHIQUE 13 PERCENTILE 90 DES DÉLAIS DE PAIEMENT MOYENS

(nombres de jours, grandes entreprises)



Source : BNB.

de gros et 1,4 % dans le commerce de détail<sup>(1)</sup>. Comme on l'a souligné au paragraphe précédent, ces résultats ne concernent que les grandes entreprises pour lesquelles des délais de paiement peuvent être calculés. Le taux de défaillance à trois ans est sensiblement plus élevé pour l'ensemble des sociétés non financières (2,9 % en 2011).

Les données ont été winsorisées aux percentiles 5 et 95 afin de neutraliser l'impact des valeurs extrêmes sur le calcul de la moyenne : les valeurs inférieures au 5<sup>e</sup> percentile ont été égalisées au 5<sup>e</sup> percentile, tandis que les valeurs supérieures au 95<sup>e</sup> percentile ont été égalisées au 95<sup>e</sup> percentile. Sur cette base, des moyennes et les intervalles de confiance correspondants ont été calculés. La différence entre les moyennes des deux groupes a également été éprouvée au moyen du test de Student. Le résultat de ce test est synthétisé par la valeur p, qui représente la probabilité de se tromper en rejetant l'hypothèse d'une égalité entre les deux moyennes. En termes simplifiés, cela signifie que plus cette probabilité est petite, plus il est crédible que les deux moyennes divergent.

En ce qui concerne le délai de paiement des clients, le tableau 7 montre que la moyenne des entreprises

défaillantes est supérieure à celle des entreprises non défaillantes dans l'industrie et dans la construction, tandis qu'elle y est inférieure dans les commerces de gros et de détail. Cela signifie que, en moyenne, les entreprises à risque sont payées plus tard dans certaines branches et plus tôt dans d'autres. La dispersion est cependant très importante pour les entreprises défaillantes, comme il ressort des intervalles de confiance très larges pour ces entreprises. Dans toutes les branches analysées, l'intervalle de confiance des entreprises défaillantes englobe d'ailleurs celui des entreprises non défaillantes, et le résultat du test de Student indique en outre que les moyennes ne sont pas significativement différentes.

Ces résultats sont le signe d'une grande variété de situations en matière de paiement de la part des clients, ainsi que de l'ambivalence de la variable en termes de diagnostic financier. D'un côté, les entreprises en difficulté devraient viser à être payées rapidement afin de résorber leurs problèmes de trésorerie ; de l'autre, leurs difficultés financières peuvent précisément être causées par des paiements tardifs de leurs clients. Les entreprises vulnérables peuvent être pénalisées par un ensemble de facteurs nuisant à l'encaissement rapide des créances, comme un manque de pouvoir de négociation, une mauvaise image, ou encore une organisation inadéquate. De manière générale, le délai de paiement des créances commerciales est en partie exogène à l'entreprise, en ce sens qu'il est tributaire du comportement des clients.

(1) L'horeca a été exclu de l'analyse en raison du nombre trop faible d'observations dans la branche (à savoir 229, dont une seule défaillance).

S'agissant du délai de paiement des fournisseurs, la moyenne des entreprises défaillantes est supérieure dans trois branches sur quatre, mais, comme l'indique le test de Student, la différence n'est pas statistiquement significative, hormis dans l'industrie. Les valeurs sont également très dispersées pour les entreprises défaillantes, ce qui suggère de nouveau une grande variété de situations : si les entreprises en difficulté tendent a priori à payer tardivement leurs fournisseurs, cela peut également être le cas d'entreprises solides qui, en raison de leur pouvoir de négociation ou de leur réputation, sont en mesure d'obtenir un allongement des délais de la part de leurs partenaires commerciaux. A contrario, les fournisseurs d'entreprises en difficulté peuvent être enclins à leur imposer un paiement au comptant, ce qui contribue dans ce cas à réduire les délais.

En conclusion, les délais de paiement sont statistiquement peu significatifs à des fins de détection des entreprises en difficulté. Ce résultat explique pourquoi ils ont dans l'ensemble été très peu impactés par la conjoncture économique récente. Ces variables ne figurent d'ailleurs pas dans les modèles de prédiction des défaillances développés par la Banque. Il faut rappeler que cette conclusion concerne les délais de paiement tels qu'ils peuvent être calculés au départ des comptes annuels, ce qui implique un certain nombre d'hypothèses et de réserves comptables (cf. section 4.1).

À titre de comparaison, le tableau 8 présente les mêmes statistiques pour un ratio de solvabilité (l'indépendance financière) et un ratio de rentabilité (la rentabilité nette de

**TABEAU 7** DÉLAIS DE PAIEMENT ET RISQUE DE DÉFAILLANCE  
(exercice comptable 2011)

	Nombre d'observations	Moyenne	Intervalle de confiance de la moyenne (95 %)	
<b>Délai de paiement des clients</b>				
<b>Industrie manufacturière (p = 0,92)</b>				
Entreprises non défaillantes	3 058	68,7	66,8	70,6
Entreprises défaillantes	53	69,4	53,8	85,1
<b>Construction (p = 0,40)</b>				
Entreprises non défaillantes	1 366	85,1	81,5	88,8
Entreprises défaillantes	29	92,3	75,5	109,1
<b>Commerce de gros (p = 0,77)</b>				
Entreprises non défaillantes	3 907	68,3	66,6	70,1
Entreprises défaillantes	40	65,7	45,7	85,8
<b>Commerce de détail (p = 0,65)</b>				
Entreprises non défaillantes	1 032	27,8	24,9	30,8
Entreprises défaillantes	15	24,3	7,9	40,7
<b>Délai de paiement des fournisseurs</b>				
<b>Industrie manufacturière (p = 0,13)</b>				
Entreprises non défaillantes	3 058	67,7	65,8	69,7
Entreprises défaillantes	53	79,4	65,7	93,2
<b>Construction (p = 0,78)</b>				
Entreprises non défaillantes	1 366	93,5	89,6	97,5
Entreprises défaillantes	29	89,6	68,8	110,5
<b>Commerce de gros (p = 0,38)</b>				
Entreprises non défaillantes	3 907	60,2	60,2	64,0
Entreprises défaillantes	40	72,7	48,6	96,9
<b>Commerce de détail (p = 0,92)</b>				
Entreprises non défaillantes	1 032	54,3	51,0	57,7
Entreprises défaillantes	15	55,8	16,5	95,1

Source : BNB.



l'actif), soit deux dimensions d'analyse financière qui jouent un rôle traditionnellement prépondérant dans les modèles de défaut. On peut constater que, en moyenne, les entreprises défaillantes sont systématiquement et significativement moins solvables et moins rentables que les entreprises non défaillantes. Par ailleurs, dans quasiment tous les cas, les intervalles de confiance ne se chevauchent pas. Ces résultats sont légèrement moins clairs dans le commerce de détail, notamment pour ce qui est de l'indépendance financière, ce qui tient en partie au très faible nombre d'observations défaillantes dans cette branche.

Enfin, le graphique 14 illustre la dynamique financière des cas de faillite sur la base des quatre ratios qui viennent d'être évoqués. Pour ce faire, les comptes annuels sont identifiés en

fonction de la proximité temporelle de la faillite, le délai de défaillance étant défini comme la différence entre la date de faillite et la date de clôture de l'exercice comptable. Tous les comptes annuels reçoivent un des codes suivants :

- DEF01 : si délai de défaillance  $\leq$  365 jours ;
- DEF02 : si 365 jours < délai de défaillance  $\leq$  730 jours ;
- DEF03 : si 730 jours < délai de défaillance  $\leq$  1 095 jours ;
- ...
- DEF10 : si 3 285 jours < délai de défaillance  $\leq$  3 650 jours ;
- NODEF : si les comptes annuels sont relatifs à une société non défaillante (dans les 3 650 jours suivant la date de clôture de l'exercice comptable).

Cette typologie permet d'observer l'évolution de la distribution statistique des ratios à mesure que la faillite

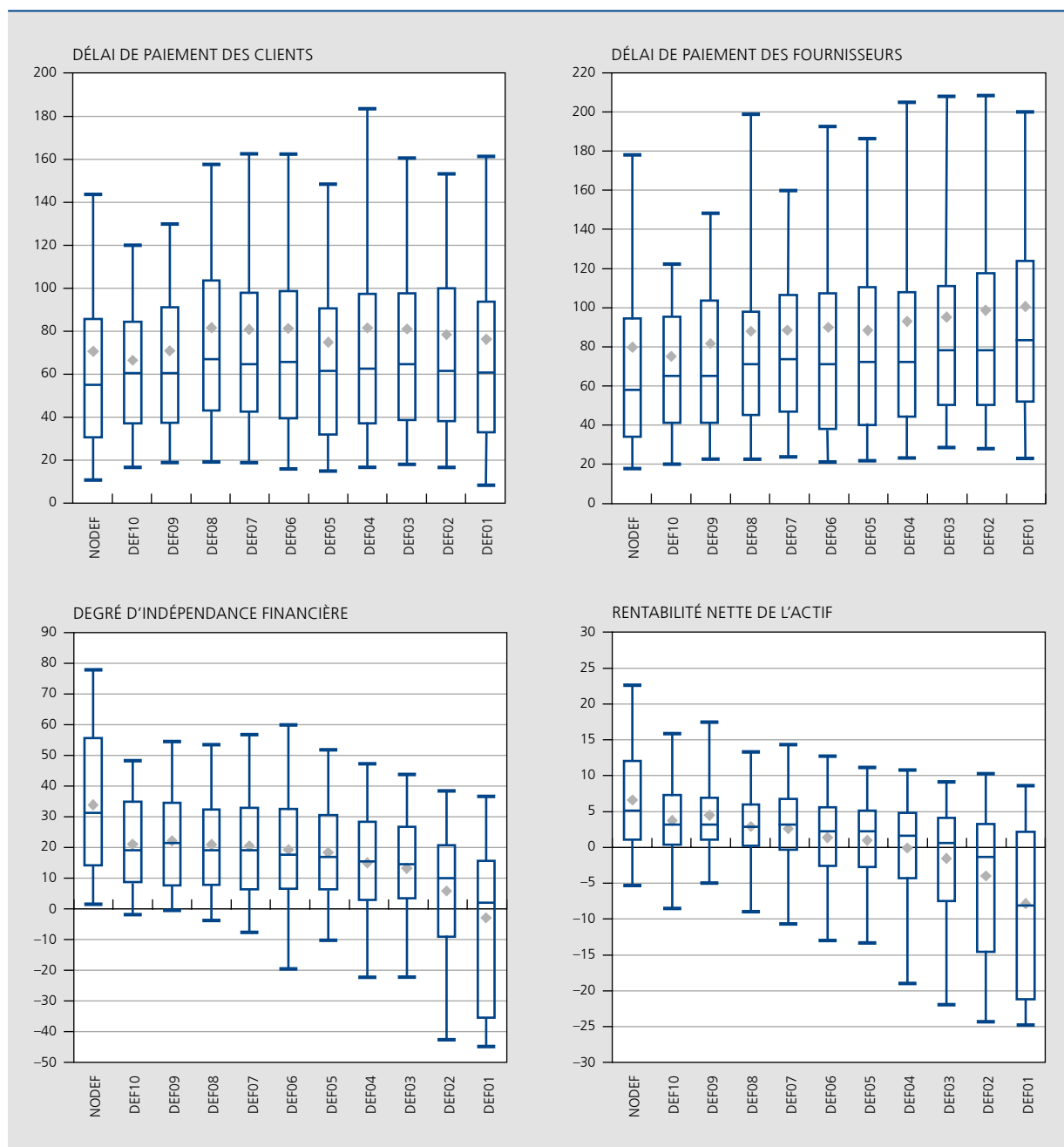
**TABLEAU 8 SOLVABILITÉ, RENTABILITÉ ET RISQUE DE DÉFAILLANCE**  
(exercice comptable 2011)

	Nombre d'observations	Moyenne	Intervalle de confiance de la moyenne (95 %)	
<b>Degré d'indépendance financière</b>				
<b>Industrie manufacturière (p = 0)</b>				
Entreprises non défaillantes	3 058	40,8	39,7	41,8
Entreprises défaillantes	53	14,7	6,3	23,2
<b>Construction (p = 0)</b>				
Entreprises non défaillantes	1 366	32,5	31,0	34,0
Entreprises défaillantes	29	0,9	-10,1	11,9
<b>Commerce de gros (p = 0)</b>				
Entreprises non défaillantes	3 907	36,2	35,2	37,2
Entreprises défaillantes	40	8,0	-2,5	18,5
<b>Commerce de détail (p = 0,16)</b>				
Entreprises non défaillantes	1 032	30,4	28,2	32,7
Entreprises défaillantes	15	17,0	-5,1	39,2
<b>Rentabilité nette de l'actif</b>				
<b>Industrie manufacturière (p = 0)</b>				
Entreprises non défaillantes	3 058	5,6	5,2	6,0
Entreprises défaillantes	53	-3,2	-7,2	0,8
<b>Construction (p = 0,03)</b>				
Entreprises non défaillantes	1 366	6,5	5,9	7,1
Entreprises défaillantes	29	-0,9	-7,7	5,8
<b>Commerce de gros (p = 0)</b>				
Entreprises non défaillantes	3 907	7,7	7,3	8,0
Entreprises défaillantes	40	-1,2	-5,5	3,2
<b>Commerce de détail (p = 0,01)</b>				
Entreprises non défaillantes	1 032	5,7	4,9	6,5
Entreprises défaillantes	15	-3,2	-12,5	6,0

Source : BNB.

## GRAPHIQUE 14 DÉLAIS DE PAIEMENT MOYENS DES CLIENTS ET DES FOURNISSEURS

(nombres de jours, grandes entreprises)



Source : BNB.

Les box plots se lisent comme suit. Les extrémités inférieure et supérieure de la boîte correspondent respectivement aux 1<sup>er</sup> et 3<sup>e</sup> quartiles. La ligne à l'intérieur de la boîte représente la médiane. Les extrémités des moustaches inférieure et supérieure correspondent respectivement aux 1<sup>er</sup> et 9<sup>e</sup> déciles. Le point gris indique la moyenne.

se rapproche, illustrée sous la forme de box plots au graphique 14. Il apparaît que la distribution du délai de paiement des clients n'évolue significativement ni vers le haut ni vers le bas quand on passe du groupe NODEF au groupe DEF01. Quant à la distribution du délai de paiement des fournisseurs, elle se déplace globalement vers le haut, avec une augmentation progressive d'une

vingtaine de jours de tous les paramètres de la distribution, à l'exception du 10<sup>e</sup> percentile, qui reste très stable. Comme dans le cas du délai de paiement des clients, la dispersion est toutefois très prononcée, et les distributions se chevauchent largement : dans le groupe non défaillant, le délai de paiement des fournisseurs de 90 % des entreprises est compris entre 17 (10<sup>e</sup> percentile) et

178 jours (90<sup>e</sup> percentile); dans le groupe des entreprises défaillantes à un an, le 10<sup>e</sup> percentile s'établit à 23 jours et le 90<sup>e</sup> percentile à 200 jours.

La dynamique est au contraire nettement plus évidente pour la rentabilité et l'indépendance financière: quand la défaillance se rapproche, les deux ratios se dégradent, et ce mouvement affecte l'ensemble de la distribution. La détérioration se marque particulièrement au cours des dernières années précédant la défaillance. On remarque par ailleurs que la dispersion de la solvabilité et de la rentabilité tend à s'accroître avec le rapprochement de la faillite, ce qui témoigne une fois de plus de la variété des situations dans lesquelles les entreprises vulnérables se trouvent.

Les box plots se lisent comme suit. Les extrémités inférieure et supérieure de la boîte correspondent respectivement aux 1<sup>er</sup> et 3<sup>e</sup> quartiles. La ligne à l'intérieur de la boîte représente la médiane. Les extrémités des moustaches inférieure et supérieure correspondent respectivement aux 1<sup>er</sup> et 9<sup>e</sup> déciles. Le point gris indique la moyenne.

Les constats qui précèdent indiquent que la même valeur d'un ratio financier peut correspondre à une multitude de situations économiques réelles pour une entreprise, en termes de perspectives de développement, de concurrence, de qualité des dirigeants, ou encore d'inclination des actionnaires à apporter un soutien financier. Ils signifient également que l'analyse strictement financière au départ des comptes annuels doit toujours être complétée par un examen qualitatif permettant de prendre en compte la situation globale d'une entreprise.

## Conclusion

Sur l'ensemble de l'année 2014, la valeur ajoutée totale créée par les sociétés non financières s'est accrue de 0,5% à prix courants. Si on excepte 2009, il s'agit du taux de croissance le plus bas depuis plus de 15 ans, qui découle d'une stagnation tant des ventes que des achats. La progression de la valeur ajoutée suit en fait une tendance nettement baissière depuis quatre ans.

De leur côté, les frais de personnel ont décliné de 0,6% en 2014, après avoir affiché un rythme de croissance supérieur à celui de la valeur ajoutée au cours des années précédentes. Pour l'essentiel, cette diminution de la masse salariale provient de l'essoufflement marqué de l'inflation (qui s'est largement répercuté sur les coûts salariaux au travers du mécanisme d'indexation),

du gel des augmentations salariales réelles décidé par le gouvernement et de la contraction du nombre de travailleurs (-1% en équivalents temps plein en 2014). Dans le même temps, la croissance des amortissements a ralenti pour la troisième année consécutive, confirmant la prudence des entreprises en matière d'investissement depuis plusieurs années.

Dès lors, le total des charges d'exploitation a reculé de 0,3% en 2014, soit la première régression observée depuis plus de 20 ans. Combinée à la discrète hausse de la valeur ajoutée, cette évolution a induit un léger raffermissement (+3,9%) du résultat d'exploitation en 2014, à 32 milliards d'euros. Le résultat d'exploitation a été globalement très stable ces quatre dernières années, s'établissant à des niveaux toujours inférieurs au sommet atteint avant la récession de 2008-2009 (36 milliards d'euros).

Contrastant avec la tendance de long terme, les résultats des branches manufacturières ont été plus dynamiques que ceux des branches non manufacturières en 2014, ce qui s'explique principalement par un tassement des coûts: outre de la baisse des coûts salariaux, l'industrie a profité du repli des prix des matières premières, en particulier de celui du pétrole. Les branches où la diminution des coûts a eu le plus de répercussions sont la métallurgie, la chimie de base et les fabrications métalliques. L'activité manufacturière en tant que telle n'a pour sa part que très modestement progressé, comme en témoigne l'évolution des ventes (+0,6% en 2014) et des indices de production.

Selon l'estimation pour l'année 2014, les ratios de rentabilité considérés affichent pour l'ensemble des entreprises, quelle que soit leur taille, une hausse limitée. Les grandes entreprises, fortement influencées par la conjoncture baissière, sont retombées en 2013, sur le plan de la rentabilité, à leur niveau le plus bas des dix ou parfois même des 15 dernières années. La reprise prudente observée en 2014 et dans les grandes entreprises était imputable à une amélioration dans l'industrie manufacturière. La rentabilité des PME a mieux résisté ces dernières années, celles-ci étant non seulement moins sensibles à la conjoncture mais également moins centrées sur les activités industrielles et sur le commerce international. Malgré le plus faible niveau de la rentabilité nette des grandes entreprises ces dernières années, les actions continuent d'offrir un rendement supérieur à ceux des emprunts d'État belges.

Depuis 2011, l'indépendance financière en termes globalisés des grandes entreprises est demeurée assez constante à la suite des limitations supplémentaires décidées par les pouvoirs publics en vue de réduire l'attrait

des intérêts notionnels. De plus, on a constaté ces deux dernières années une baisse du taux d'autofinancement des grandes entreprises, ce qui n'a rien de préoccupant, d'autant qu'elle ne s'accompagne pas d'une diminution du niveau des fonds propres. Le taux d'autofinancement plus faible en 2013-2014 e découle principalement d'une opération comptable par laquelle les réserves ont été amputées d'un montant qui a été ajouté au capital, et ce par l'application de la mesure transitoire dans le contexte de la majoration du précompte mobilier sur le boni de liquidation à partir du 1<sup>er</sup> octobre 2014.

Alors que les coûts de financement des crédits bancaires sont revenus à un niveau historiquement bas ces dernières années, les conditions non monétaires pour l'obtention d'un nouveau crédit bancaire s'avèrent plus rigides pour les PME que pour les grandes entreprises. Il s'agit d'un point d'attention important, d'autant que ces entreprises sont très représentées en Belgique et que les crédits bancaires constituent souvent pour elles la seule source de financement des dettes. Les grandes entreprises peuvent plus facilement remplacer les crédits bancaires par d'autres formes de financement externe, en émettant des obligations d'entreprise ou en contractant des emprunts intragroupes.

Quelles que soient la taille de l'entreprise et son activité, le times interest earned ratio globalisé est supérieur à 1 au cours de la période 2000-2014 e considérée, ce qui indique que les entreprises sont en mesure de payer leurs frais d'intérêt fixes grâce aux ressources issues de leurs bénéfices d'exploitation et de leurs revenus financiers. Tandis que le secteur de l'immobilier se caractérise par un ratio de couverture durablement faible en raison de son taux de financement élevé, les industries pharmaceutique et métallurgique affichent un ratio constamment élevé, leurs activités étant peu financées par des dettes financières. Ces deux dernières années, on a observé une reprise très prudente tant de la croissance économique que des résultats d'exploitation. Ce fait, combiné à une nouvelle contraction du coût des crédits bancaires et des obligations d'entreprise, explique le redressement du

ratio de couverture globalisé en 2014 e, tant des grandes entreprises que des PME.

Le In-house Credit Assessment System (ICAS) peut estimer, pour les entreprises non financières belges, le risque de défaillance au cours de l'année à venir. Les constats qu'il permet d'établir confirment grosso modo les résultats obtenus par l'analyse de ratio évoquée ci-avant. Il en ressort que les PME dont le risque de défaut de paiement (à un an) est plus important accusent une baisse au deuxième trimestre dans la majorité des branches d'activité. Des données plus récentes permettront de confirmer la poursuite éventuelle de cette tendance.

Enfin, la dernière partie de l'article présente les évolutions en matière de délais de paiement des clients et des fournisseurs, tels qu'ils peuvent être calculés au départ des comptes annuels. À quelques exceptions près, il en ressort que les délais de paiement ne fluctuent quasiment pas en fonction de la conjoncture économique, ce qui semble en contradiction avec la forte hausse des faillites durant la période récente, eu égard au fait qu'il est communément admis que les retards de paiement sont une cause de faillite. Afin de vérifier si ces variables constituent un réel symptôme de vulnérabilité, il a été procédé à une comparaison statistique entre les sociétés défaillantes et les sociétés non défaillantes. Celle-ci fait notamment apparaître des différences de moyenne non significatives entre les deux catégories d'entreprises, ainsi qu'une très nette dispersion des valeurs pour les entreprises défaillantes, ce qui atteste la grande variété des situations et des facteurs explicatifs. En matière de paiement des fournisseurs, par exemple, si les entreprises en difficulté sont a priori les plus susceptibles de payer tardivement leurs partenaires commerciaux, cela peut également être le cas d'entreprises solides qui, en raison de leur pouvoir de négociation ou de leur réputation, sont en mesure d'obtenir un allongement des délais. A contrario, les fournisseurs d'entreprises à risque peuvent être enclins à leur imposer un paiement au comptant, ce qui contribue alors à raccourcir les délais.

## Annexe 1

### REGROUPEMENTS SECTORIELS

	Divisions NACE-BEL 2008
<b>Industrie manufacturière</b> .....	<b>10-33</b>
dont:	
Industries agricoles et alimentaires .....	10-12
Textiles, vêtements et chaussures .....	13-15
Bois, papier et imprimerie .....	16-18
Industrie chimique .....	20
Industrie pharmaceutique .....	21
Métallurgie et travail des métaux .....	24-25
Fabrications métalliques .....	26-30
<b>Branches non manufacturières</b> .....	<b>01-09, 35-82, 85.5 et 9<sup>(1)</sup></b>
dont:	
Commerce de véhicules automobiles .....	45
Commerce de gros <sup>(2)</sup> .....	46
Commerce de détail <sup>(2)</sup> .....	47
Transport et entreposage .....	49-53
Hébergement et restauration .....	55-56
Information et communication .....	58-63
Activités immobilières .....	68
Services aux entreprises <sup>(3)</sup> .....	69-82
Énergie, eau et déchets .....	35-39
Construction .....	41-43

(1) Excepté 64, 65, 70100, 75, 94, 98 et 99.

(2) À l'exclusion des véhicules automobiles et des motos.

(3) À l'exclusion des activités de sièges sociaux (70100).

## Annexe 2

### DÉFINITION DES RATIOS FINANCIERS

	Rubriques attribuées dans le schéma	
	complet	abrégé
<b>1. Taux de renouvellement des immobilisations corporelles</b>		
Numérateur (N) .....	8169 + 8229 – 8299	8169 + 8229 – 8299
Dénominateur (D) .....	8199P + 8259P – 8329P	8199P + 8259P – 8329P
Ratio = N/D × 100		
Conditions de calcul du ratio:		
Exercice comptable de 12 mois		
8169 + 8229 – 8299 > 0 <sup>(1)</sup>		
<b>2. Marge nette sur ventes</b>		
Numérateur (N) .....	9901 + 9125	9901 + 9125
Dénominateur (D) .....	70 + 74 – 740	70
Ratio = N/D × 100		
Condition de calcul du ratio:		
Schémas abrégés: 70 > 0		
<b>3. Rentabilité nette de l'actif total avant impôts et charges de dettes, hors résultat exceptionnel</b>		
Numérateur (N) .....	9904 + 650 + 653 – 9126 + 9134 – 76 + 66	9904 + 65 – 9126 + 67/77 – 76 + 66
Dénominateur (D) .....	20/58	20/58
Ratio = N/D × 100		
Condition de calcul du ratio:		
Exercice comptable de 12 mois		
<b>4. Rentabilité nette des capitaux propres avant impôts, hors résultat exceptionnel</b>		
Numérateur (N) .....	9904 – 76 + 66 + 9134	9904 – 76 + 66 + 9134
Dénominateur (D) .....	10/15	10/15
Ratio = N/D × 100		
Conditions de calcul du ratio:		
Exercice comptable de 12 mois		
10/15 > 0 <sup>(1)</sup>		
<b>5. Rentabilité nette des capitaux propres après impôts, hors résultat exceptionnel</b>		
Numérateur (N) .....	9904 – 76 + 66	9904 – 76 + 66
Dénominateur (D) .....	10/15	10/15
Ratio = N/D × 100		
Conditions de calcul du ratio:		
Exercice comptable de 12 mois		
10/15 > 0 <sup>(1)</sup>		

(1) Condition valable pour le calcul de la médiane mais pas pour la globalisation.

DÉFINITION DES RATIOS FINANCIERS (suite)

	Rubriques attribuées dans le schéma	
	complet	abrégé
<b>6. Degré d'indépendance financière</b>		
Numérateur (N) .....	10/15	10/15
Dénominateur (D) .....	10/49	10/49
Ratio = $N/D \times 100$		
<b>7. Degré d'autofinancement</b>		
Numérateur (N) .....	13 + 14	13 + 14
Dénominateur (D) .....	10/49	10/49
Ratio = $N/D \times 100$		
<b>8. Charges d'intérêts moyennes des dettes financières</b>		
Numérateur (N) .....	650	
Dénominateur (D) .....	170/4 + 42 + 43	
Ratio = $N/D \times 100$		
Condition de calcul du ratio:		
Exercice comptable de 12 mois		
<b>9. Times Interest Earned Ratio</b>		
Numérateur (N) .....	9901 + 75	9901 + 75
Dénominateur (D) .....	650	65
Ratio = $N/D$		
Conditions de calcul du ratio:		
Schémas complets: $650 > 0$		
Schémas abrégés: $65 > 0$		
<b>10. Délai de paiement des clients</b>		
Numérateur (N) .....	40 + 9150	
Dénominateur (D) .....	70 + 74 - 740 + 9146	
Ratio = $N/D \times 365$		
Conditions de calcul du ratio:		
Exercice comptable de 12 mois		
$(40 + 9150) > 0$		
<b>11. Délai de paiement des fournisseurs</b>		
Numérateur (N) .....	44	
Dénominateur (D) .....	600/8 + 61 + 9145	
Ratio = $N/D \times 365$		
Conditions de calcul du ratio:		
Exercice comptable de 12 mois		
$44 > 0$		



# Summaries of articles

## Economic projections for Belgium – Autumn 2015

The article presents the new macroeconomic projections for Belgium for the period from 2015 to 2017, produced by the Bank as part of the Eurosystem's projection exercises.

Following the decline in foreign demand in the first part of the year, the recovery in the euro area has lost some momentum recently but the slowdown has remained contained as growth is still bolstered by the steep fall in oil prices, the depreciation of the euro and low interest rates, in a context of fiscal policies becoming less restrictive. According to the Eurosystem projections, real GDP in the euro area is set to expand by 1.7% in 2016 and by 1.9% in 2017. As for Belgium, the economic recovery continued at a modest pace in the first half of 2015 before running out of steam somewhat from the summer, against a backdrop of deteriorating business and household confidence.

According to our projections, after reaching 1.4% in 2015, GDP growth in Belgium is likely to fall to 1.3% in 2016 before reviving to 1.6% in 2017. Growth in economic activity and the reduction in labour costs are expected to support net job creation which are set to reach a cumulative figure of 114 000 units over the period from 2015 to 2017, with the unemployment rate dropping to 8.1% in 2017. Inflation has been heavily influenced by the fall in energy prices in 2015 and should amount to only 0.6% this year. Inflation is expected to rise next year (to 1.9%), owing to the rise in commodity prices, but primarily on account of the increase in indirect taxes. Under the impact of measures taken to boost competitiveness via wage moderation, unit labour costs growth in the private sector should remain very weak at least until 2016. Only taking account of the fiscal measures subject to the guidelines for the Eurosystem projections exercises, the public deficit is expected to fall only modestly over the projection horizon, from 3.1% of GDP in 2014 to 2.5% in 2017. Government debt is projected to stabilise at around 107% of GDP.

JEL codes: E17, E25, E37, E66

Key words: Belgium, macroeconomic projections, Eurosystem

## The sensitivity to the crisis of SME financing in Belgium

This article uses various qualitative and quantitative data sources to investigate how bank loans granted to Belgian SMEs were affected in the wake of the recent economic and financial crisis. Credit demand from SMEs declined, albeit to a lesser extent than demand from larger firms, which made more use of alternative instruments owing to their easier access to financial markets. On the supply side, survey data indicate that banks perceive SMEs as presenting a higher risk, so that they

apply tighter credit conditions to this type of firms. Firm-level data suggest that the increase in credit risk was mostly concentrated within a relatively small fraction of Belgian SMEs whose financial health deteriorated somewhat faster after the onset of the crisis. These divergent risk profiles seem to have been taken into account by Belgian banks in their credit policy. This is confirmed by an econometric analysis that links the financial situation of the SMEs to their access to bank credit. It shows that Belgian banks do indeed take account of the SMEs' financial situation but did not become more risk-averse after the onset of the crisis as far as existing lender-borrower relationships are concerned. However, they tended to favour lower risk profiles when granting loans to SMEs which were not part of their existing corporate clientele.

JEL codes: G21, G32

Key words: SME financing, bank lending, financial risk

### Macroeconomic determinants of non-performing loans

The article analyses the credit risk in Belgium on the basis of bank asset quality indicators (i.e. non-performing loans, NPLs) and Central Credit Register data (i.e. payment arrears). These indicators show a relatively high asset quality in Belgium notwithstanding the further increase of the debt ratio of the non-financial private sector over the last years. Moreover, the distribution of households' assets and debt reveals some 'pockets of risk' as a significant proportion of households spend a large part of their income on debt payments and that part of outstanding debt is not well covered by financial assets. Against this background, the article aims to explain the variation in (mortgage) credit risk by means of both macroeconomic and structural determinants such as the business cycle and loan or bank characteristics. The findings show a clear link between macroprudential instruments – such as the debt-service-to-income (DSTI) ratio – and the probability of default (PD). Econometric results confirm that both structural and macroeconomic variables explain the variation in default rates on mortgage loans. Finally, there seems to be a feedback effect of NPLs on macroeconomic conditions in countries where the NPL ratio is high. While a deleveraging process and a reduction in the non-financial private sector's interest charges could help to reduce the NPL stock, additional structural reforms in those countries might be needed.

JEL codes: D31, C25, G20, G21, G32

Key words: non-performing loans, credit risk, debt distribution, macroprudential policy

### Has the reorganisation of global production radically changed demand for labour?

The organisation of global production has undergone profound changes. Technological progress has spread widely through all sectors of the economy and has also helped to open up the production chains. The emerging – essentially Asian – countries have taken advantage of this trend towards globalisation and have gradually become the biggest manufacturers in the world. It is mainly capital and, to a lesser extent, highly educated workers, that have gained from the growth of their industrial segment.

In Europe, there is also an evident impact on activity and employment. The composition of demand for labour has changed greatly over the past fifteen years. Medium-skilled occupations have come under pressure. These jobs have a foreseeable, repetitive content threatened by technological progress, or they belong to industrial segments which have been relocated in emerging countries. On the other hand, the reorganisation of global production has had less impact on highly skilled and low skilled jobs. The former are often ancillary to information and communication technologies,

while the latter generally entail repeated interaction between the service provider and the recipient. These developments therefore point to a polarisation of demand for labour.

The article describes this dual tendency towards the reorganisation of global production and the polarisation of demand for labour, and examines the link between them in the recent period, by using new measures of the fragmentation of production.

JEL codes: E23, E24, J2, O33.

Key words: polarization, labour demand, globalisation, technological progress

### Communication on monetary policy in the wake of the great recession

Central banks' transparency and openness have been given fresh impetus in the wake of the great recession. In that context, this article seeks to summarise the latest initiatives concerning communication by the Federal Reserve, the Bank of Japan, the Bank of England, and more particularly the Eurosystem. It also focuses on an aspect of central bank communication which is sometimes hidden but is no less important, namely its accessibility.

The article finds that the economic and financial crisis which erupted in 2008 prompted not only wider use of the existing tools but also the development of new means of communication. In addition, the crisis triggered a veritable revolution in the use of communication as a monetary policy instrument. Finally, it undeniably led to closer convergence in the way central banks conduct monetary policy and hence in their communication on the subject.

Except in the case of the Federal Reserve, it seems that the readability of monetary policy committee statements has not been impaired by the complexity of the economic environment and monetary policy decisions over the recent period. Communication by both the Bank of Japan and the Eurosystem would even appear to have become a little clearer in recent years. Monetary policy statements are nevertheless still far from being accessible to everyone, and there appears to be considerable scope for improving their readability.

JEL codes: E520, E580, N10

Key words: monetary policy, communication, effectiveness, accountability, central banks

### Main CompNet research results

The Competitiveness Research Network (CompNet) was set up back in 2012 by the European System of Central Banks. Its initial objectives were to identify the determinants of European countries' and firms' competitive positions as well as their productivity and to set out the relationship between these different competitiveness factors and macroeconomic performance (exports or growth, for instance). It brought together more than a hundred research workers from fifty or so institutions (including central banks, the European Commission, international organisations, universities), leading to an in-depth study of the theme of competitiveness, as well as an analysis and better understanding of the development of global production chains. Particular effort has been devoted to establishing new competitiveness indicators. The objective of this article is to present the main findings of their work.

JEL codes: D22, E23, F14

Key words: survey, euro area, competitiveness

## Results of the third wave of the survey on wage-setting in Belgium

The article presents the main results for Belgium of the 2014 survey on firms' wage- and price-setting practices in the period 2010-2013, within the framework of the Wage Dynamics Network (WDN), an ESCB research project network. The results are generally in line with known characteristics of the labour market in Belgium and provide interesting insight into firms' perception of that market and on their reactions during the crisis. Firms indicated that customers' ability to pay and the level of demand had the strongest negative effect on their activity in the 2010-2013 period. Although credit constraint was not mentioned as a preponderant source of negative effects, it is still a significant factor, especially for some smaller firms. Even though the survey reveals relatively wide autonomy in price-setting, it is in practice limited by the strong effect of competition. Firms therefore have to use various adjustment channels. The survey confirms that the use of temporary lay-offs was also an important tool that explained the relative resilience of employment in Belgium. Moreover, firms highlight high taxes and high wages as major obstacles to hiring, together with uncertainties about economic conditions. A large proportion of firms – though not the majority – seem to share the perception that the labour market has become less flexible, which is intriguing as it cannot be directly related to labour market reform or institutional changes. In contrast to most other European countries, a specific feature of wage formation in Belgium is that, notwithstanding the wage moderation policy, there have been almost no wage cuts, and this is confirmed by the survey.

JEL codes: D21, E31, J31

Key words: survey, wages, prices, employment

## Financial structure and results of firms in 2014

The article looks at the financial situation of non-financial corporations in Belgium over the period from 1 January to 31 December 2014. After briefly describing the methodology and the population studied, it presents an extrapolation of the main operating result items for 2014, with a sectoral and size breakdown. The article assesses then the financial situation of companies as regards profitability, solvency and investment. This year, a separate section presents an analysis of days sales outstanding and days payable outstanding.

JEL codes: G30, G33, L60, L80

Key words: firms' results, financial structure, financial leverage, credit risk, sectoral analysis, treasury

# Abstracts from the Working Papers series

## 288. The Belgian production network 2002-2012, by E. Dhyne, G. Magerman ; S. Rubínová, October 2015

The paper presents the Belgian inter-firm network for the years 2002 to 2012. Combining raw data from VAT listings, VAT declarations and annual accounts information, the authors build a unique and consistent database containing values of transactions between enterprises in the Belgian economy. The dataset spans Primary Industries, Manufacturing, Utilities, Market Services and Non-Market Services. This dataset, unparalleled in coverage at the firm-to-firm level and its panel dimension, allows to analyze a broad spectrum of research questions in industrial organization, international trade, network theory etc. As a simple example of the potential of this dataset, the authors evaluate the position of enterprises in the Belgian network, their distance to final demand and their relationship with exports and imports. The degree of upstreamness, defined as a weighted distance to final demand, of the average enterprise is 1.6, ranging between 1 and 9.5. While only 5 % of enterprises export, 82 % of the enterprises in the Belgian network are producing goods and services that are either directly or indirectly exported after transformation or use. On the import side, only 9 % of enterprises are importers but 99 % of firms are either importers or have importers in their supply chain and therefore consume imported inputs indirectly. However, the authors find large inter- and intra-sectoral as well

## 289. Portfolio choice and investor preferences: A semi-parametric approach based on risk horizon, by B. Hubner, T. Lejeune, October 2015

The paper proposes an innovative framework for characterizing investors' behavior in portfolio selection. The approach is based on the realistic perspective of unknown investors' utility and incomplete information on returns distribution. Using a four-moment generalization of the Chebyshev inequality, an intuitive risk measure, risk horizon, is introduced with reference to the speed of convergence of a portfolio's mean return to its expectation. Empirical implementation provides evidence on the consistency of the approach with standard portfolio criteria such as, among others, the Sharpe ratio, a shortfall probability decay-rate optimization and a general class of flexible three-parameter utility functions.

## Signes conventionnels

%	pour cent
cf.	confer
e	estimation de la Banque
etc.	et cætera
n.	non disponible
p.m.	pour mémoire

# Liste des abréviations

## Région ou pays

BE	Belgique
DE	Allemagne
EE	Estonie
IE	Irlande
EL	Grèce
ES	Espagne
FR	France
IT	Italie
CY	Chypre
LT	Lituanie
LU	Luxembourg
MT	Malte
LV	Lettonie
NL	Pays-Bas
AT	Autriche
PT	Portugal
SI	Slovénie
SK	Slovaquie
FI	Finlande
EA	Zone euro
BG	Bulgarie
CZ	République tchèque
DK	Danemark
HR	Croatie
HU	Hongrie
PL	Pologne
RO	Roumanie
SE	Suède
UK	Royaume-Uni
UE	Union européenne
UE15	Union européenne, à l'exclusion des pays ayant adhéré après 2003
CN	Chine



JP	Japon
US	États-Unis

### Autres

ABE	Autorité bancaire européenne
AIP	Accord interprofessionnel
AQR	Asset Quality Review – Examen de la qualité des actifs
BCE	Banque centrale européenne
BE GAAP	Belgian Generally Accepted Accounting Principles – Principes comptables belges généralement admis
BFP	Bureau fédéral du plan
BIT	Bureau international du travail
BLS	Bank Lending Survey – Enquête de l'Eurosystème sur la distribution du crédit bancaire
BNB	Banque nationale de Belgique
CA	Comprehensive assessment
CCE	Centrale des crédits aux entreprises
CCP	Centrale des crédits aux particuliers
CE	Commission européenne
Classification CITE	Classification internationale type de l'éducation
Classification CITP	Classification internationale type des professions
CME	Comprehensive monetary easing
CNC	Commission des normes comptables
CNUCED	Conférence des Nations Unies sur le commerce et le développement
CPB	Centraal Planbureau (Pays-Bas)
DGS	Direction générale Statistique
DSTI	Debt-service-to-income
EAD	Exposure at default
EC	European Commission
EFT	Enquête sur les forces du travail
EL	Expected loss
EU KLEMS	European database on Capital, Labour, Energy, Material and Services
FMI	Fonds monétaire international
FOMC	Federal Open Market Committee (États-Unis)
HFCS	Household Finance and Consumption Survey
HTVA	Hors taxe sur la valeur ajoutée
ICAS	In house credit assessment system
ICIO	Inter-Country Input-Output
ICN	Institut des comptes nationaux
ICT	Information and communications technologies
IFRS	International Financial Reporting Standards
ILO	International Labour Office
IMD	International Institute for Management Development
IMF	International Monetary Fund
IPC	Indice des prix à la consommation

IPCH	Indice des prix à la consommation harmonisé
IPCN	Indice des prix à la consommation national
IPP	Impôt des personnes physiques
IRB	Internal ratings-based
ISBL	Institution sans but lucratif
ITU	International Telecommunication Union
LATD	Liquid-assets-to-debt
LGD	Loss given default
LTV	Loan-to-value
MIR	Monetary financial institutions interest rates
NACE	Nomenclature statistique des activités économiques dans la Communauté européenne
NACE-Bel	Nomenclature des activités économiques de la Communauté européenne, version belge
NBB	National Bank of Belgium
NPE	Non-performing exposures
NPL	Non-performing loans
OCDE	Organisation pour la coopération et le développement économiques
OECD	Organisation for economic co-operation and development
OLO	Obligations linéaires
OMC	Organisation mondiale du commerce
OMT	Opérations monétaires sur titres
ONEM	Office national de l'emploi
ONSS	Office national de sécurité sociale
PCE	Personal consumption expenditure
PD	Probability of default – Probabilité de défaut
PHL	Prêts hypothécaires – Hypothécaire leningen
PIB	Produit intérieur brut
PME	Petites et moyennes entreprises
PRODCOM	PRODucts of the European COMMunity
PTF	Productivité totale des facteurs
QE	Quantitative easing – Assouplissement quantitatif
QQE	Quantitative and qualitative easing – Assouplissement quantitatif et qualitatif
RBTC	Routine-biased technological change
R&D	Recherche et développement
SAFE	Survey on the access to finance of enterprises
SEBC	Système européen de banques centrales
SEC	Système européen des comptes
SIFIM	Services d'intermédiation financière indirectement mesurés
SNF	Sociétés non financières
S&P	Standard & Poor's
SPF	Service public fédéral
SPF Économie	Service public fédéral Économie, PME, Classes moyennes et Énergie
TIC	Technologies de l'information et de la communication

TLTRO	Targeted longer-term refinancing operations – opérations de refinancement à plus long terme ciblées
TVA	Taxe sur la valeur ajoutée
UEM	Union économique et monétaire
UNESCO	Organisation des Nations unies pour l'éducation, la science et la culture
VAR	Vector autoregressive
WDN	Wage Dynamics Network
WIOD	World Input-Output Database
WTO	World Trade Organisation

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](http://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](mailto:luc.dufresne@nbb.be)

© Illustrations: Banque nationale de Belgique  
Couverture et mise en page: BNB AG – Prepress & Image  
Publié en décembre 2015

