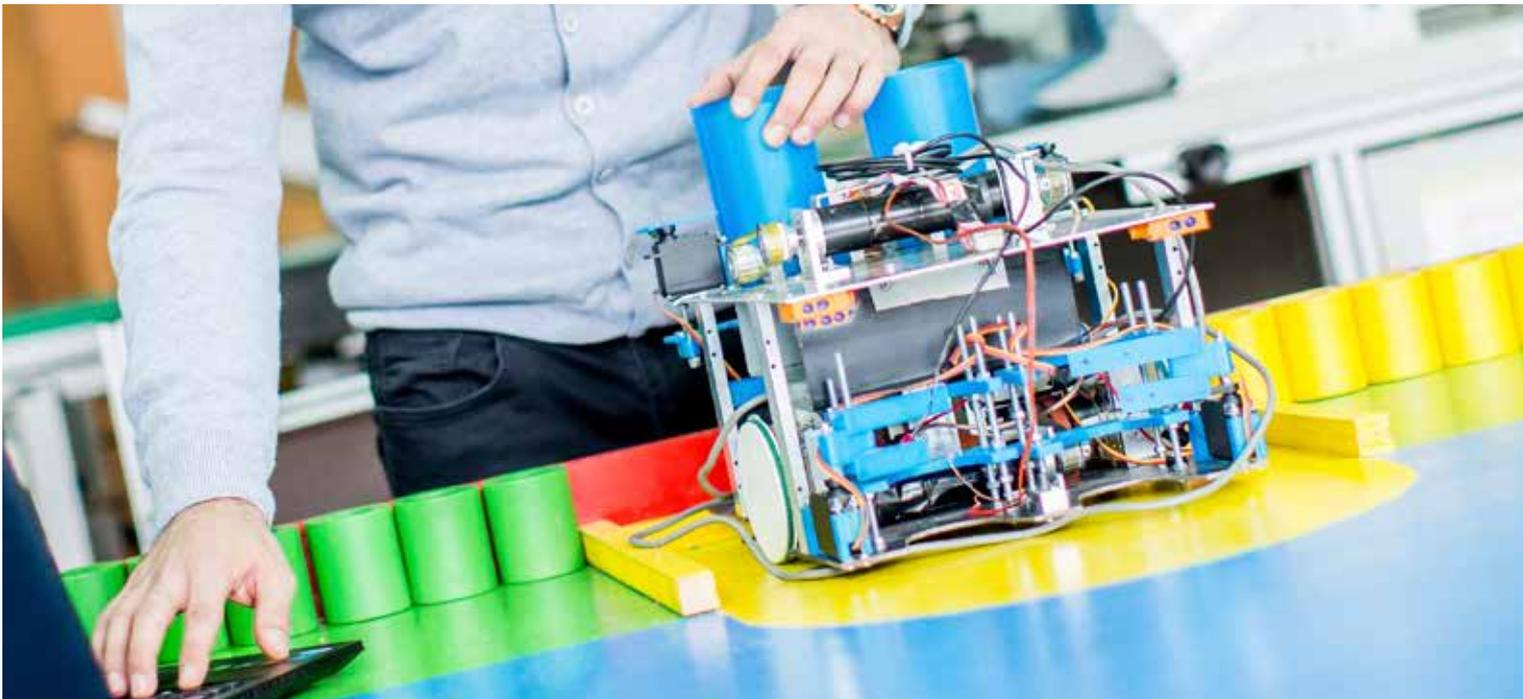


# Revue économique

Septembre 2016



© 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

POLITIQUES MONÉTAIRE ET BUDGÉTAIRE DANS LA ZONE EURO : INDÉPENDANTES MAIS NÉANMOINS LIÉES	7
LA RÉPARTITION DU PATRIMOINE EN BELGIQUE : PREMIERS RÉSULTATS DE LA DEUXIÈME VAGUE DE LA HOUSEHOLD FINANCE AND CONSUMPTION SURVEY (HFCS)	29
LES ENTRÉES ET SORTIES D'INVESTISSEMENTS DIRECTS ÉTRANGERS EN BELGIQUE	49
COMMENT STIMULER L'ENTREPRENEURIAT EN BELGIQUE ?	69
POURQUOI LA REPRISE DES INVESTISSEMENTS DANS LA ZONE EURO NE DÉCOLLE-T-ELLE PAS ?	89
FAUT-IL STIMULER LES INVESTISSEMENTS PUBLICS ?	111
SUMMARIES OF ARTICLES	129
ABSTRACTS FROM THE WORKING PAPERS SERIES	133
SIGNES CONVENTIONNELS	135
Liste des abréviations	137

# Politiques monétaire et budgétaire dans la zone euro : indépendantes mais néanmoins liées

J. Boeckx  
M. Deroose<sup>(\*)</sup>

## Introduction

Le consensus d'avant la crise concernant la conduite de la politique macroéconomique assigne principalement, voire exclusivement, à la politique monétaire le rôle de préserver la stabilité des prix. Cette dernière contribue de ce fait également grandement à la stabilité macroéconomique au sens large, par exemple en lissant les fluctuations conjoncturelles. Selon ce consensus, et conformément au cadre politique européen actuellement en vigueur, la politique budgétaire ne participe pas activement à la stabilisation de l'inflation : elle doit surtout ne pas être un élément perturbateur, et c'est en veillant aux caractères durable et sain des finances publiques, de manière à ne menacer ni la stabilité des prix ni la stabilité macroéconomique, qu'elle y parvient le mieux<sup>(1)</sup>. Inversement, le consensus d'avant la crise ne confie pas davantage à la politique monétaire le rôle de préserver la soutenabilité des finances publiques. Ces deux domaines politiques – chacun assortis de tâches spécifiques et incarnés, d'une part, par une banque centrale indépendante et, d'autre part, par des règles budgétaires claires – semblent donc indépendants.

La crise a toutefois mis au jour les nombreux liens entre les politiques monétaire et budgétaire. Au travers des opérations monétaires sur titres (OMT), la Banque centrale européenne (BCE) peut ainsi apporter son soutien (conditionnel) aux titres publics soumis à des pressions financières. En

outre, l'environnement de taux bas – qui reflète la lenteur de la croissance économique nominale – réduit les charges d'intérêts que les pouvoirs publics doivent acquitter sur leur dette – qui s'est fortement alourdie –, tandis que l'inflation trop basse et la contraction conjoncturelle gonflent le taux d'endettement. L'introduction des programmes d'achats d'actifs – dans le cadre desquels les banques centrales acquièrent essentiellement des titres publics – a exercé de nouvelles pressions sur l'ensemble de la courbe des rendements, poussant même le segment à court terme en territoire négatif. Ces achats de titres (enregistrés à l'actif du bilan de la banque centrale) se traduisent par une hausse proportionnelle des liquidités que les banques commerciales détiennent auprès de la banque centrale (enregistrées au passif). Étant donné que les banques centrales paient généralement un intérêt sur ces réserves et que la courbe des rendements s'est sensiblement aplatie, les réserves de banque centrale et les titres publics (à court terme) sont devenus dans une large mesure des substituts mutuels. La crise a également remis en question le partage conventionnel des tâches entre les politiques monétaire et budgétaire puisque, dans le cadre de son soutien à la reprise économique, la politique monétaire a buté sur des limites (tel le plancher pour les taux nominaux). Il se pose dès lors la question de savoir si la politique budgétaire doit elle aussi donner une impulsion à l'économie.

Les études et les débats consacrés aux interactions entre les politiques monétaire et budgétaire ont donc été relancés. Le présent article lève le voile sur certains enseignements tirés de la crise en se concentrant surtout, sans se vouloir exhaustif, sur l'importance d'une analyse conjointe des deux domaines politiques.

<sup>(\*)</sup> Les auteurs remercient leurs collègues de la BNB – en particulier, Luc Aucremanne, Mélissa Kasongo Kashama, Luc Van Meensel, Arnoud Stevens, Stefan Van Parys, Joris Wauters et Raf Wouters – pour leurs observations critiques à propos de l'article.

<sup>(1)</sup> La politique budgétaire poursuit à l'évidence de nombreux objectifs, mais le présent article met l'accent sur deux grandes tâches macroéconomiques : la stabilisation du cycle économique et la préservation de la soutenabilité des finances publiques.

La première partie donne un aperçu de la manière dont les politiques monétaire et budgétaire sont perçues. Elle compare la vision conventionnelle – qui postule une scission stricte et une répartition claire des tâches entre ces deux domaines politiques – à une approche alternative dans le cadre de laquelle les interactions entre ces deux politiques sont au premier plan. Selon cette approche, la conjonction des politiques budgétaire et monétaire – où non seulement la politique monétaire, mais également la politique budgétaire pourrait jouer un rôle actif – détermine en effet les résultats macroéconomiques. La deuxième partie expose la pratique en se fondant sur les cadres de réflexion. Elle se concentre sur certains événements récents qui ont émaillé la crise dans la zone euro et qui mettent en lumière d'éventuelles discordances dans la vision conventionnelle. La troisième partie présente les conclusions.

## 1. Des visions différentes en fonction du cadre de réflexion monétaire

### 1.1 La vision conventionnelle : une stricte répartition des tâches

Dans les années 1960 et 1970, la politique monétaire comme la politique budgétaire jouaient un rôle important dans la réalisation de la stabilité macroéconomique. La coordination entre ces deux politiques se faisait de manière naturelle de façon à parvenir à l'équilibre tant interne qu'externe. À partir des années 1980, l'opinion selon laquelle la capacité stabilisatrice de la politique monétaire était supérieure à celle de la politique budgétaire a toutefois gagné du terrain. Il en a résulté un consensus prévoyant une stricte répartition des tâches : la banque centrale est responsable de la stabilité macroéconomique (en maintenant la stabilité des prix, ce qui revient généralement à stabiliser la production à son niveau potentiel), et l'autorité budgétaire peut y contribuer le mieux en veillant aux caractères sains et durables des finances publiques.

#### **La politique monétaire joue principalement un rôle de stabilisation**<sup>(1)</sup>

Toutes sortes de raisons expliquent le rôle essentiellement stabilisateur dévolu à la politique monétaire. Ainsi, il est apparu que la répartition des tâches était en pratique un succès. Après le déraillement de l'inflation dans les années 1970, l'inflation basse et stable – le nouvel objectif que s'étaient fixé les banques centrales – a porté ses fruits, puisque la volatilité macroéconomique a clairement diminué à partir du milieu des années 1980 (cf. graphique 1). Des études ont toutefois démontré que, outre

une efficacité accrue de la politique monétaire, les chocs macroéconomiques majoritairement favorables et les réformes structurelles de l'économie (comme un assouplissement des marchés du travail et des biens) ont eux aussi concouru à stabiliser l'environnement macroéconomique<sup>(2)</sup>. Sur le plan théorique, les modèles macroéconomiques ont fait apparaître que la politique monétaire favoriserait le mieux l'activité économique en assurant une inflation basse et stable<sup>(3)</sup>. Comme la politique monétaire, en fixant les taux directeurs, s'était révélée apte à stabiliser non seulement l'inflation mais également l'écart de production, une politique budgétaire active s'avérait moins nécessaire pour réaliser ce dernier objectif.

En outre, le rôle stabilisateur d'une politique budgétaire discrétionnaire a été remis en question. Ce scepticisme a notamment été induit par le surcroît d'attention dont a bénéficié l'équivalence ricardienne<sup>(4)</sup> dans un contexte d'anticipations rationnelles, de même que par l'absence de consensus empirique quant à l'ampleur du multiplicateur budgétaire – c'est-à-dire la mesure dans laquelle une impulsion budgétaire influe sur la croissance économique. Aussi, il n'est pas fréquent de prendre des mesures budgétaires (les budgets sont généralement établis une seule fois par an), et leur élaboration ainsi que leur mise en œuvre prennent du temps. Celles-ci risquent dès lors de ne sortir leurs effets que lorsque la situation conjoncturelle s'est déjà inversée, ce qui menacerait de les rendre procycliques. Des mesures expansionnistes introduites en période de crise sont par ailleurs difficiles à renverser en période d'embellie : un *deficit bias* peut alors déboucher sur une dette publique galopante. L'héritage de la crise des années 1970 (et du début des années 1980) impliquait lui aussi des déficits élevés et des dettes grossissantes, dans la mesure où la politique budgétaire était mise en œuvre pour soutenir l'économie. La possibilité de mener une politique budgétaire discrétionnaire en guise d'instrument contracyclique a dès lors fortement diminué, et la priorité s'est plutôt déplacée vers la stabilisation et la réduction des hauts niveaux de la dette publique.

Contrairement aux interventions budgétaires actives, les stabilisateurs automatiques agissent pour leur part sans retard et sont temporaires et ciblés. En effet, en l'absence d'actions discrétionnaires de la part des pouvoirs publics, les allocations de chômage et de sécurité sociale augmentent (baissent) en période de mauvaise (bonne)

(1) Pour une analyse plus détaillée du consensus d'avant la crise, cf. notamment Blanchard *et al.* (2010).

(2) Pour un aperçu des principales explications de la « grande modération », cf. notamment Bernanke (2004).

(3) Pour une discussion à ce propos, cf. Blanchard et Galí (2007).

(4) Selon cette hypothèse, en réaction à une expansion budgétaire et à une aggravation du déficit public, le secteur privé va intensifier son épargne car les ménages et les entreprises supposent que les pouvoirs publics vont à l'avenir une nouvelle fois alourdir les impôts ou réduire les allocations. Sous sa forme la plus extrême, cette théorie implique dès lors qu'une expansion budgétaire ne stimule nullement l'économie, pas plus qu'une contraction budgétaire ne la freine.

conjoncture, tandis que les recettes fiscales diminuent (s'accroissent) alors généralement, ce qui a pour effet de lisser les fluctuations de la conjoncture. La vision conventionnelle assigne donc bien un rôle aux stabilisateurs automatiques dans le lissage des fluctuations économiques. Plus les pouvoirs publics influent sur l'économie, plus l'effet des stabilisateurs automatiques est puissant. C'est précisément la raison pour laquelle ils agissent plus fortement en Europe qu'aux États-Unis. Pour permettre à ces stabilisateurs automatiques de jouer pleinement sans susciter d'incertitude quant à la soutenabilité de la dette publique, il est toutefois essentiel que les finances publiques restent saines.

Des finances publiques saines conditionnent également l'efficacité du rôle stabilisateur de la politique monétaire. La théorie et la pratique ont en effet démontré que des pressions politiques pouvaient inciter une banque centrale à financer une politique budgétaire expansionniste en octroyant directement des crédits aux pouvoirs publics. L'impulsion budgétaire qui accompagne ce phénomène et stimule la demande peut alors entraîner une hausse de l'inflation, voire, à terme, si elle est excessive, une spirale inflationniste, qui peut à son tour avoir des répercussions négatives sur le bien-être<sup>(1)</sup>. Par crainte de ce scénario, de nombreux États ont assuré l'indépendance de leur banque

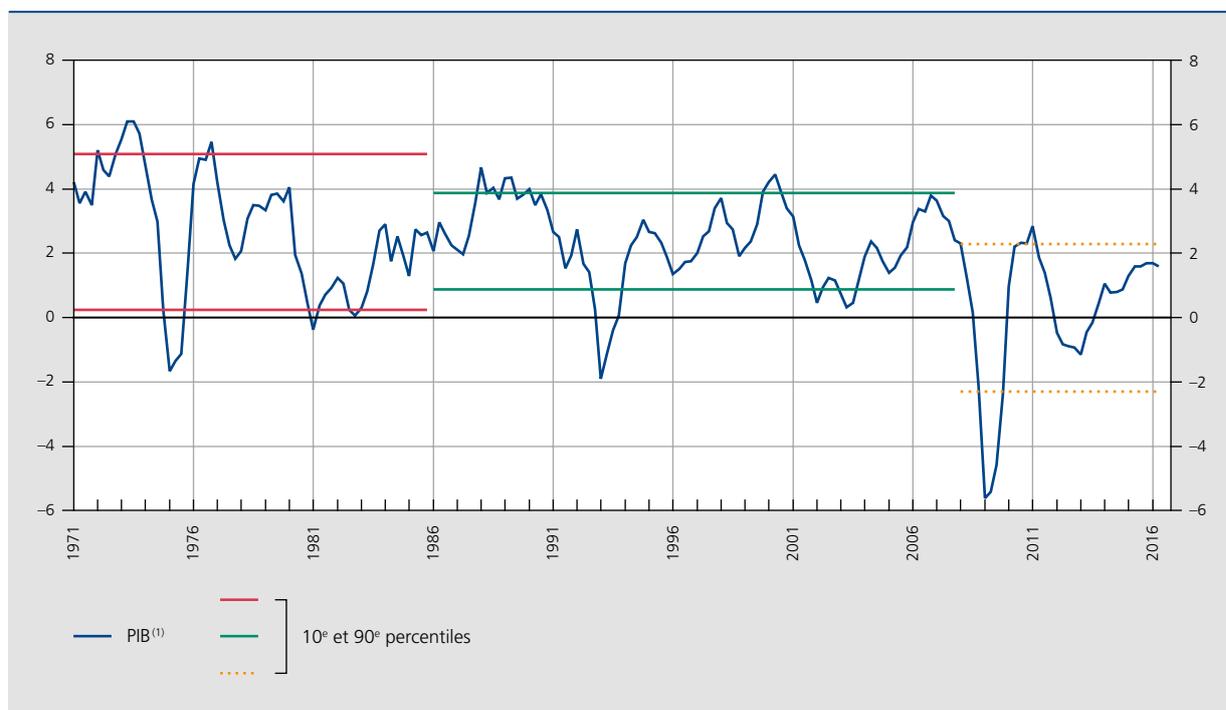
centrale et l'ont chargée de veiller à la stabilité des prix, tandis que des règles budgétaires ont été imposées aux instances gouvernementales.

### Le cadre institutionnel européen

Cette façon de voir conventionnelle se reflète également dans le cadre institutionnel de l'Union économique et monétaire (UEM). Une banque centrale européenne indépendante a ainsi été instituée, qui est responsable de la stabilité des prix au sein de l'Union monétaire dans son ensemble. Le Conseil des gouverneurs de la BCE définit la stabilité des prix comme une inflation inférieure à, mais proche de, 2 % à moyen terme. Cette perspective à moyen terme accorde une certaine flexibilité à la BCE pour atteindre son objectif premier, ce qui permet d'éviter de vastes fluctuations de l'activité économique et des taux

(1) Les coûts associés à une inflation élevée et variable sont nombreux. Celle-ci implique que les sujets économiques doivent consentir plus d'efforts (inefficaces) pour adapter correctement les prix et les salaires et, lorsque cela ne se produit pas fréquemment, elle induit également une perturbation des signaux de prix relatifs (ce qui biaise l'allocation des ressources). Elle se traduit par des primes de risque plus élevées, et donc par des taux d'intérêt réels plus hauts, ce qui freine les investissements. Elle exige de plus gros efforts de la part de la politique monétaire lorsque cette dernière veut orienter les taux d'intérêt réels. Enfin, un rebond inopiné de l'inflation entraîne également une redistribution arbitraire du patrimoine des prêteurs aux emprunteurs.

**GRAPHIQUE 1** FORTE BAISSÉ DE LA VOLATILITÉ MACROÉCONOMIQUE DANS LA ZONE EURO



Sources : Base de données AWM, CE.

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

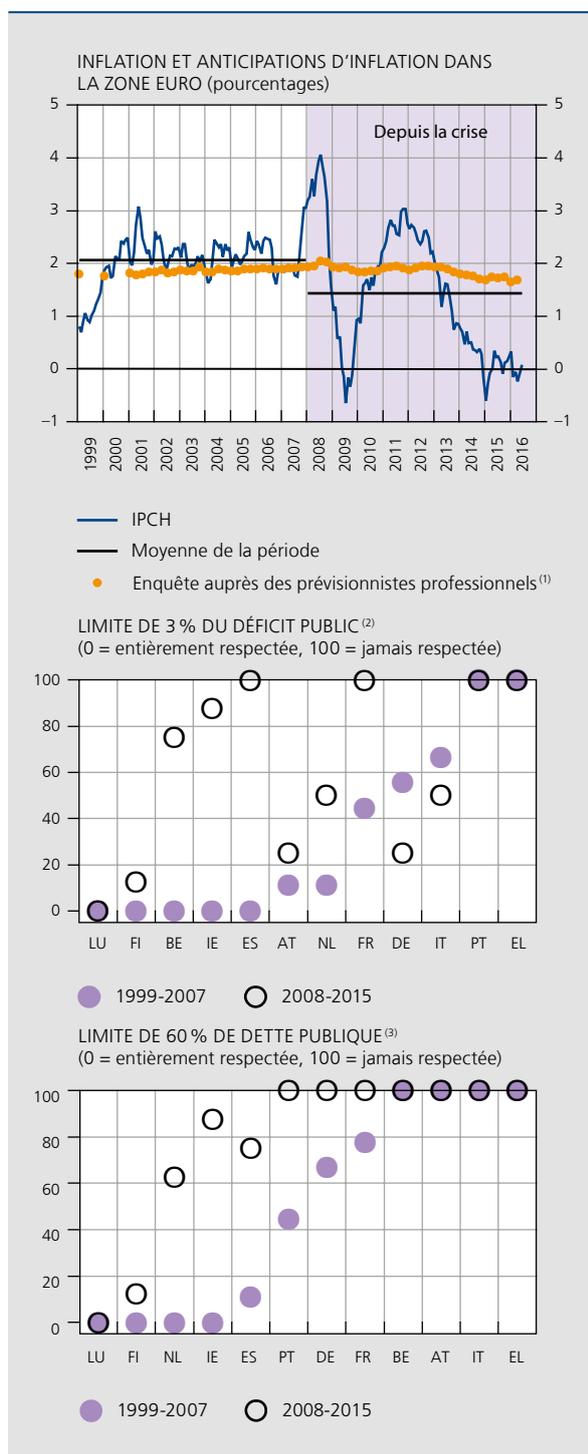
directeurs qui résulteraient de réactions immédiates à tous les chocs d'inflation. De cette manière, le fait de fixer un objectif principal de stabilité des prix se révèle donc également bénéfique pour la stabilité macroéconomique, et la BCE contribue ainsi à la réalisation du second objectif que le Traité lui assigne, c'est-à-dire le soutien à la politique économique générale.

Par ailleurs, des règles budgétaires ont été imposées aux autorités nationales. Au sein d'une union monétaire, l'incitation à mener une politique budgétaire inadaptée est en effet plus forte que dans un pays autonome. Les expansions budgétaires n'exercent en effet qu'un effet minime sur l'inflation dans l'union monétaire dans son ensemble (cela est d'autant plus vrai pour les pays plus petits). La banque centrale relèvera dès lors moins ses taux directeurs que si elle ne veillait qu'à la stabilité des prix dans un pays autonome. Les taux d'intérêt réels dans le pays qui mène une politique budgétaire expansionniste sont donc plus bas, ce qui fera rebondir plus vivement la croissance. Ces taux directeurs plus élevés dans l'ensemble de l'union monétaire ont toutefois un coût pour les autres États membres. En outre, on craignait que les marchés financiers ne pénaliseraient pas à temps une hausse prononcée de la dette publique d'un État membre en relevant le taux d'intérêt de manière à compenser une augmentation du risque de défaut de paiement et que le coup de semonce ne tarderait pas (*sudden stop*). Afin de veiller à la bonne santé des finances publiques dans chacun des pays de la zone euro, on a donc tenté à la fois d'instaurer une discipline de marché et d'imposer des règles budgétaires. L'interdiction du financement monétaire de la dette publique et la clause de *no bail-out* ont ainsi été combinées avec des valeurs de référence budgétaires qui ont toutes été inscrites dans la loi<sup>(1)</sup>. Ces valeurs de référence ont ensuite été développées plus en détail dans le Pacte de stabilité et de croissance (PSC) : le déficit public ne peut pas excéder 3 % du PIB et la dette publique ne peut pas être supérieure à 60 % du PIB ; sinon la dette doit diminuer suffisamment. De plus, le PSC impose que les États membres atteignent à moyen terme des situations budgétaires qui soient quasiment en équilibre ou qui affichent un léger excédent, de manière à ce que les stabilisateurs automatiques puissent jouer librement, sans que le déficit public ne dépasse la valeur de référence de 3 %. Les architectes de l'UEM ont donc tout mis en œuvre pour que rien ni personne ne détourne la BCE de son mandat de garante de la stabilité des prix ; en d'autres termes, ils ont essayé d'assurer un degré de dominance monétaire aussi élevé que possible<sup>(2)</sup>.

(1) Cf. articles 123, 125 et 126 du traité sur le fonctionnement de l'Union européenne.

(2) Cf. également Praet (2015).

**GRAPHIQUE 2** RÉALISATION DE L'OBJECTIF SPÉCIFIQUE RESPECTIVEMENT PAR L'EUROSISTÈME ET PAR LES AUTORITÉS BUDGÉTAIRES NATIONALES



Sources : CE, BCE, Thomson Reuters Datastream.

(1) Moyenne de la distribution de probabilité agrégée des anticipations d'inflation à cinq ans (calculs propres). Les données sont tirées de l'enquête trimestrielle de la BCE auprès des prévisionnistes professionnels.

(2) Rapport, en pourcentage, entre le nombre d'années durant lesquelles le déficit public exprimé en pourcentage du PIB est supérieur à 3 % et le nombre total d'années au cours de la période considérée.

(3) Rapport, en pourcentage, entre le nombre d'années durant lesquelles la dette publique exprimée en pourcentage du PIB est supérieure à 60 % et le nombre total d'années au cours de la période considérée.

Le graphique 2 montre que, pendant la décennie qui a précédé la crise, l'Eurosystème parvenait en effet très bien à atteindre son objectif. L'inflation s'était ainsi en moyenne établie à 2%. En revanche, la majorité des douze pays d'origine de la zone euro ne respectaient pas les règles budgétaires, et ce souvent plusieurs années durant. L'Eurosystème est néanmoins parvenu à maîtriser la volatilité du PIB et l'inflation dans la zone euro, et son rôle de stabilisateur ne s'en est donc pas trouvé menacé (cf. aussi graphique 1). On a toutefois assisté, parallèlement à ces performances relativement robustes sur le plan de la croissance et de l'inflation, à la constitution de déséquilibres financiers dans un certain nombre de pays<sup>(1)</sup>. Le consensus d'avant la crise n'ayant pas accordé suffisamment d'attention à la dimension macroéconomique de la stabilité financière et ayant examiné les risques financiers presque exclusivement au niveau des établissements financiers individuels, ces déséquilibres ont toutefois échappé à la vigilance des décideurs. Associée à l'absence d'instruments permettant de s'attaquer aux déséquilibres, cette situation a confronté les autorités à de grands défis pendant la crise.

## 1.2 Les politiques monétaire et budgétaire étant étroitement liées, une analyse conjointe s'impose

Au début des années 1990, s'est toutefois également fait jour une autre vision, qui attribue aux politiques tant monétaire que budgétaire le rôle explicite de veiller à la stabilité macroéconomique, et en particulier à la stabilité des prix. Selon cette vision, plutôt que la seule politique monétaire, la politique budgétaire définit elle aussi de manière plus explicite comment les variables nominales évoluent au sein de l'économie. Dans le cadre du présent article, nous qualifions cette vision alternative de « théorie monétaire-budgétaire » (sous une forme plus restreinte, elle est probablement mieux connue sous le nom de théorie budgétaire du niveau des prix – *fiscal theory of the price level*)<sup>(2)</sup>. Les pères de cette vision sont Eric Leeper, Chris Sims et John Cochrane ; Sargent et Wallace (1981) étaient eux aussi déjà convaincus que la politique budgétaire jouait un rôle dans l'évolution de l'inflation.

La suite de la section aborde de manière plus approfondie les différences entre la théorie monétaire traditionnelle et la théorie monétaire-budgétaire. L'objectif est d'illustrer quelques-uns des enseignements de la théorie alternative à l'aide de comparaisons simples, sans prétendre être exhaustif. Pour des explications plus détaillées, nous vous renvoyons aux travaux des fondateurs de cette théorie.

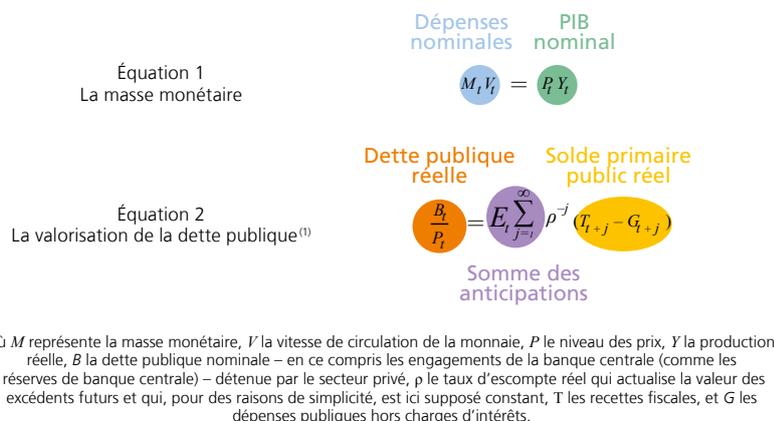
La différence entre les deux visions est le reflet de cadres de réflexion théoriques divergents, en particulier en ce qui concerne les hypothèses relatives à la conduite de la politique budgétaire. Les cadres de réflexion respectifs reposent tous deux sur une paire d'équations d'équilibre dans lesquelles apparaît le niveau des prix : une équation des échanges et une équation portant sur la dette publique (cf. graphique 3). Ces deux équations se retrouvent dans tous les modèles économiques courants, de manière plus ou moins explicite toutefois – selon le rôle attribué à la politique budgétaire dans la détermination du niveau des prix. En s'appuyant sur ces deux équations, le présent article a pour seule finalité d'indiquer l'évolution du niveau général des prix ou de l'inflation et ne livre donc pas d'information sur la stabilisation de la conjoncture ou sur la croissance économique. En d'autres termes, il s'agit d'une analyse purement monétaire.

À l'équilibre, les dépenses totales pour les transactions économiques (la masse monétaire multipliée par le nombre de fois où chaque euro est dépensé annuellement) sont égales à la valeur des transactions (équation 1) et la valeur de l'encours de la dette publique est égale à la valeur actuelle des excédents primaires des administrations publiques à dégager dans le futur pour rembourser cette dette (équation 2). Il convient de noter que la dernière équation s'entend en termes réels : c'est le prix relatif de la dette publique – c'est-à-dire la valeur nominale de l'encours des titres publics<sup>(3)</sup> corrigée du niveau général des prix – qui doit être égal au flux actuel des excédents primaires réels que les pouvoirs publics devraient enregistrer (les recettes des administrations publiques après déduction des dépenses publiques hors charges d'intérêts). Cette équation trouve un écho dans la détermination des cours des actifs financiers, leur prix correspondant à la valeur actuelle des flux de revenus que ces actifs sont appelés à générer à l'avenir. Dans le même ordre d'idées, les agents économiques estiment la dette publique sur la base des ressources que, selon toute vraisemblance, les administrations publiques prélèveront à terme sur l'économie. Notons que par « dette publique », il y a lieu d'entendre ici la dette publique consolidée détenue par le secteur privé : il s'agit tant de la dette de l'autorité budgétaire que des dettes que les banques centrales ont inscrites à leur passif, comme les

(1) Pour de plus amples détails et pour une interprétation des causes de la crise dans la zone euro, cf. p. ex. Baldwin et Giavazzi (2015).

(2) Étant donné l'attention explicite que la vision alternative accorde à la politique budgétaire pour expliquer l'évolution du niveau général des prix, le choix de l'appellation *fiscal theory of the price level* semble à première vue logique. Ce sont toutefois les interactions entre ces deux domaines politiques qui se révèlent cruciales, d'où notre appellation alternative. Eric Leeper (2016a) parle aussi de *real theory of the price level*.

(3) Dans bon nombre d'économies avancées, celui-ci consiste essentiellement en titres de créance nominaux libellés en monnaie nationale, bien que plusieurs pays émettent également des titres publics liés à l'inflation ou de la dette en devises, mais l'importance de ces deux derniers types d'émissions est plutôt limitée.



(1) N'est présentée ici qu'une version simplifiée de l'équation intégrant uniquement les emprunts publics à court terme.

réserves de banque centrale porteuses d'intérêts ou les billets. Le présent article considère par ailleurs le flux attendu des soldes primaires réels.

La théorie monétaire « traditionnelle » postule que seule la politique monétaire est à même de garantir la stabilité des prix à long terme. L'équation 1 incarne cette vision puisqu'elle démontre que, considérant une vitesse de circulation de la monnaie relativement constante ( $V$ ) et sachant que la politique monétaire n'exerce pas d'effet sur la production à long terme, la banque centrale est en mesure de maintenir sous contrôle le niveau des prix ( $P$ ) à long terme, tout simplement en jouant sur son instrument de politique monétaire (c'est-à-dire la masse monétaire ( $M$ ) dans cette équation des échanges classique). Ni la politique budgétaire ni la dette publique n'ont de rôle explicite à jouer dans ce cas de figure, même si l'une et l'autre sont bel et bien présentes en arrière-plan, comme on l'expliquera plus loin.

Dans la pratique, la masse monétaire ne constitue pas un instrument direct de la politique monétaire. C'est plutôt en fixant son taux directeur qu'une banque centrale tâche d'orienter l'inflation (ce processus implique aussi une modification de l'évolution de la masse monétaire)<sup>(1)</sup>. Un taux directeur plus élevé ralentit l'inflation, là où un taux directeur plus bas l'avive. Selon Leeper (1991), la politique monétaire joue en l'occurrence un rôle « actif » en ce sens que la banque centrale procède à un ajustement de son instrument dans le but de stabiliser l'inflation. Cela signifie concrètement que les modèles standard imposent à la politique monétaire une règle de Taylor<sup>(2)</sup> en vertu de laquelle une banque centrale doit en fin de

compte relever/abaisser plus que proportionnellement le taux d'intérêt nominal en réaction à une hausse/baisse de l'inflation afin d'imprimer au taux d'intérêt réel une trajectoire adéquate et de rétablir la stabilité des prix.

Toute variation du taux directeur en réaction à des chocs d'inflation a également des répercussions sur les charges d'intérêts nominales des administrations publiques, ce qui nous amène à la seconde équation. Une hausse du taux directeur nominal se traduit donc dans l'équation 2 par une augmentation proportionnelle de la dette nominale  $B$  (l'effet sur le taux se trouve dans le numérateur du membre de gauche). Dans la mesure où la banque centrale applique le principe de Taylor, les charges d'intérêts réelles, et donc la dette réelle, varient également. Le membre de gauche dépasse donc celui de droite. Pour que l'équation 2 reste valable et que l'économie se maintienne sur une trajectoire stable, il faut dès lors que les détenteurs de la dette publique s'attendent à ce que les administrations publiques augmentent leurs soldes primaires ( $T-G$ ).

Les modèles standard macroéconomiques reposent en effet sur l'hypothèse (implicite ou explicite) selon laquelle les administrations publiques ajustent toujours leurs excédents primaires de manière à ce qu'ils stabilisent la dette réelle (pour reprendre les termes de Leeper (1991), les administrations publiques endossent un rôle « passif »<sup>(3)</sup>)

(1) Pour de plus amples informations concernant le fonctionnement précis d'une politique de pilotage du taux d'intérêt par opposition à une politique de pilotage de la base monétaire, cf. Aucremanne *et al.* (2007).

(2) Pour de plus amples informations, cf. notamment Taylor (1999).

(3) Leeper prévoit en effet que la politique budgétaire ajuste « passivement » ses excédents primaires pour stabiliser la dette réelle et considère à cet égard la trajectoire de la politique monétaire comme une donnée exogène.

et les anticipations concernant ce rôle passif se forment correctement. C'est pourquoi les modèles accordent peu d'importance au volet budgétaire et font en quelque sorte abstraction de l'équation 2, qui constitue dans ce cadre une contrainte budgétaire pour les administrations publiques. Selon ce courant de pensée, une banque centrale indépendante qui réagit adéquatement à l'inflation est considérée comme une condition suffisante pour parvenir à la stabilité des prix.

La vision monétaire-budgétaire conteste quant à elle la suprématie de la politique monétaire. Le fait que le niveau des prix ( $P$ ) figure également dans l'équation 2, implique ici que la politique budgétaire peut aussi avoir un rôle à jouer. Plus spécifiquement, cette vision établit que la stabilité des prix nécessite une coordination entre les politiques monétaire et budgétaire, même si elle ne se perçoit pas toujours explicitement. En effet, si les administrations publiques ne suivent pas la règle dite passive, une politique monétaire restrictive ne permet pas de parer un choc d'inflation. Sims (2012) et Leeper (2016b) argumentent que si les agents économiques tablent sur un statu quo de la trajectoire de la politique budgétaire après un relèvement du taux directeur, les détenteurs des titres publics se sentent plus riches (ils perçoivent un taux majoré et n'anticipent pas que les pouvoirs publics augmenteront leurs prélèvements sur l'économie) et sont donc tentés d'acquérir plus de biens et de services. L'inflation sera en fin de compte entraînée à la hausse en dépit du but initialement recherché par la banque centrale. Sous l'approche plutôt « mécanique » de l'équation 2, cela signifie qu'une hausse de  $P$  constitue le seul moyen de stabiliser le membre de gauche lorsque  $B$  augmente et que le membre de droite reste inchangé. En effet, selon la théorie monétaire-budgétaire, les administrations publiques ne peuvent se permettre de défaut de paiement sur les dettes libellées dans leur monnaie puisque cette théorie suppose que les pays disposant d'une politique monétaire propre veulent éviter que leur stabilité financière ne soit mise en péril.

La théorie monétaire-budgétaire livre ainsi une explication moins courante de l'épisode d'inflation élevée et galopante qui a touché le Brésil dans les années 1980. Loyo (1999) suggère en effet que ce phénomène trouve son origine dans la combinaison d'une politique monétaire et d'une politique budgétaire actives. En relevant ses taux, la banque centrale s'efforçait de comprimer la forte inflation. Or, comme les agents économiques s'attendaient à ce que l'alourdissement des charges d'intérêts n'induisse pas de consolidation fiscale (autrement dit, que l'autorité budgétaire ne s'oriente pas

passivement vers une stabilisation de la dette publique réelle), les détenteurs d'obligations avaient le sentiment d'être plus riches, entraînant dès lors une hausse de l'inflation. Dans cet épisode, une politique monétaire plus restrictive aurait donc entraîné un alourdissement de la dette nominale et fait exploser l'inflation. Autrement dit, la théorie monétaire-budgétaire ne voit pas qu'une origine budgétaire aux hyperinflation – contrairement à la vision conventionnelle – mais y voit également la possibilité d'une cause monétaire. Dans le premier cas, le dérapage de l'inflation résulte du financement monétaire de déficits budgétaires alors que dans le second, il découle de l'incidence budgétaire d'une politique restrictive des taux d'intérêt.

La théorie monétaire-budgétaire ne considère dès lors pas l'équation 2 comme une contrainte budgétaire, mais uniquement comme une condition d'équilibre pour la stabilité des prix. Pour parvenir à l'équilibre, il faut que la dette réelle et l'inflation suivent toutes deux une évolution stable ou prévisible. Dans la théorie monétaire-budgétaire (selon la classification de Leeper (1991), cf. également le graphique 4), cet objectif peut être atteint aussi bien par le dosage politique associant une politique monétaire active et une politique budgétaire passive (qui correspond d'ailleurs à la vision conventionnelle) que par une combinaison moins courante couplant une politique monétaire passive et une politique budgétaire active. La théorie monétaire-budgétaire souligne qu'une certaine forme de coordination entre les deux autorités est toujours nécessaire si l'une d'elles entend stabiliser efficacement l'évolution des prix. Dans la première configuration, une politique monétaire restrictive freine l'inflation précisément parce que les administrations publiques sont supposées constituer des excédents primaires en conséquence. De manière analogue, une politique monétaire expansive est inflationniste parce que les administrations publiques sont censées réduire leurs excédents primaires dans ce cas de figure. En édictant les règles du PSC, le cadre institutionnel européen pressentait en fait la nécessité d'un dispositif budgétaire réglementaire pour assurer la prépondérance de la politique monétaire. Dans la seconde configuration (politique monétaire passive et politique budgétaire active), c'est en revanche l'autorité budgétaire qui garde l'inflation sous contrôle (en définissant  $B$  et les anticipations relatives aux soldes primaires) alors que l'autorité monétaire stabilise passivement la dette réelle en ajustant l'orientation de sa politique. Cela signifie concrètement qu'en ne réagissant pas ou en réagissant insuffisamment aux chocs inflationnistes apportés par la politique budgétaire, la banque centrale évite une accélération de l'endettement et de l'inflation.

**GRAPHIQUE 4** DIFFÉRENTES COMBINAISONS DES POLITIQUES<sup>(1)</sup> POSSIBLES SELON LA THÉORIE MONÉTAIRE-BUDGÉTAIRE

	Politique budgétaire active	Politique budgétaire passive
Politique monétaire active	Pas de solution	Équilibre unique (vision conventionnelle)
Politique monétaire passive	Équilibre unique	Différentes solutions possibles, donc pas d'équilibre unique

(1) Classification de Leeper (1991).

En laissant les différentes interactions entre politique monétaire et politique budgétaire s'opérer librement, la théorie monétaire-budgétaire offre donc un large éventail de pistes que l'économie peut suivre et qui pourront aussi bien la mener sur la voie de l'équilibre que l'en éloigner (cf. graphique 4 pour un aperçu). Elle complète ainsi la théorie conventionnelle et livre une image plus exhaustive de la complexité et des nuances en matière de coordination entre les politiques monétaire et budgétaire.

### 1.3 Quelle est la « bonne » vision du monde ?

La formulation de cette question est probablement trop tranchée. Selon les modèles, la politique monétaire comme la politique budgétaire jouent en effet, dans les deux théories, un rôle dans la détermination de la stabilité des prix. La théorie monétaire-budgétaire attribue en l'occurrence un rôle explicite à la politique budgétaire, là où la vision émanant du consensus qui prévalait avant la crise ne lui attribue pas de rôle dominant et en fait au fond abstraction. La théorie monétaire-budgétaire fait apparaître que la vision conventionnelle risque de perdre de vue certaines interactions entre les deux domaines de politiques ou d'émettre des hypothèses excessives concernant le comportement approprié de chaque autorité (la politique budgétaire stabilise les dettes et la politique monétaire peut modifier les taux directeurs à l'envi). Ces lacunes sont on ne peut plus pertinentes. La partie qui suit traite plus en détail d'une série d'événements qui ont jalonné la crise dans la zone euro et ont mis au jour les manquements de la vision économique prônée et du cadre institutionnel européen. La théorie monétaire-budgétaire percevait déjà ces problèmes, comme l'atteste le titre bien senti d'une étude de Chris Sims de 1999, « The precarious fiscal foundations of EMU », qui allait s'avérer prophétique. Parallèlement, la théorie monétaire-budgétaire demeure quelque peu controversée, dans la mesure où elle est encore difficile à mettre en œuvre et où elle énonce une série d'hypothèses fortes (par exemple l'impossibilité de défaut de paiement dans le chef d'une

administration publique). Il n'en reste pas moins qu'elle peut apporter des éclairages enrichissants dans certaines situations. La partie qui suit y revient plus longuement.

## 2. La crise a dévoilé les lacunes de la vision conventionnelle et des institutions établies

### 2.1 L'absence d'un soutien monétaire a ouvert la voie à une crise de la dette souveraine auto-réalisatrice

La théorie monétaire-budgétaire suggère que les pays de la zone euro émettent dans les faits de la dette réelle plutôt que nominale. En effet, leur dette est exprimée en euros, dont l'émission n'est pas déterminée par les États membres individuels. Cette situation a rendu les pays de la zone euro plus vulnérables, les marchés financiers étant en mesure d'acculer les administrations publiques au défaut de paiement. L'équation 2 présentée au graphique 3 ci-avant permet de clarifier cela. Préserver l'équilibre nécessite que l'accroissement de la dette réelle soit associé à des anticipations d'excédents primaires accrus à dégager dans le futur. S'il est cependant supposé que les administrations publiques n'envisagent pas ou ne sont pas en mesure d'augmenter leurs prélèvements réels sur l'économie (dans la seconde équation, le membre de droite est inférieur à celui de gauche), des perspectives de défaut de paiement apparaissent et les investisseurs viennent à exiger des primes de risque majorées pour couvrir ce risque. Il en va autrement lorsque la dette est de nature nominale. Dans l'éventualité d'un alourdissement de la dette nominale, l'équilibre peut être rétabli par la voie d'une consolidation budgétaire à venir mais aussi par une augmentation du niveau des prix. La dette nominale n'est en somme jamais qu'un droit sur des euros dans le futur ; pour les administrations publiques

d'un pays disposant d'une banque centrale propre, la monnaie domestique est théoriquement disponible. Par conséquent, l'équation 2 peut en principe toujours être respectée, ce qui exclut pour ainsi dire tout défaut de paiement<sup>(1)</sup>. La dette publique nominale ne présente dès lors pas de risque de crédit, à ceci près qu'elle peut nuire à la stabilité des prix.

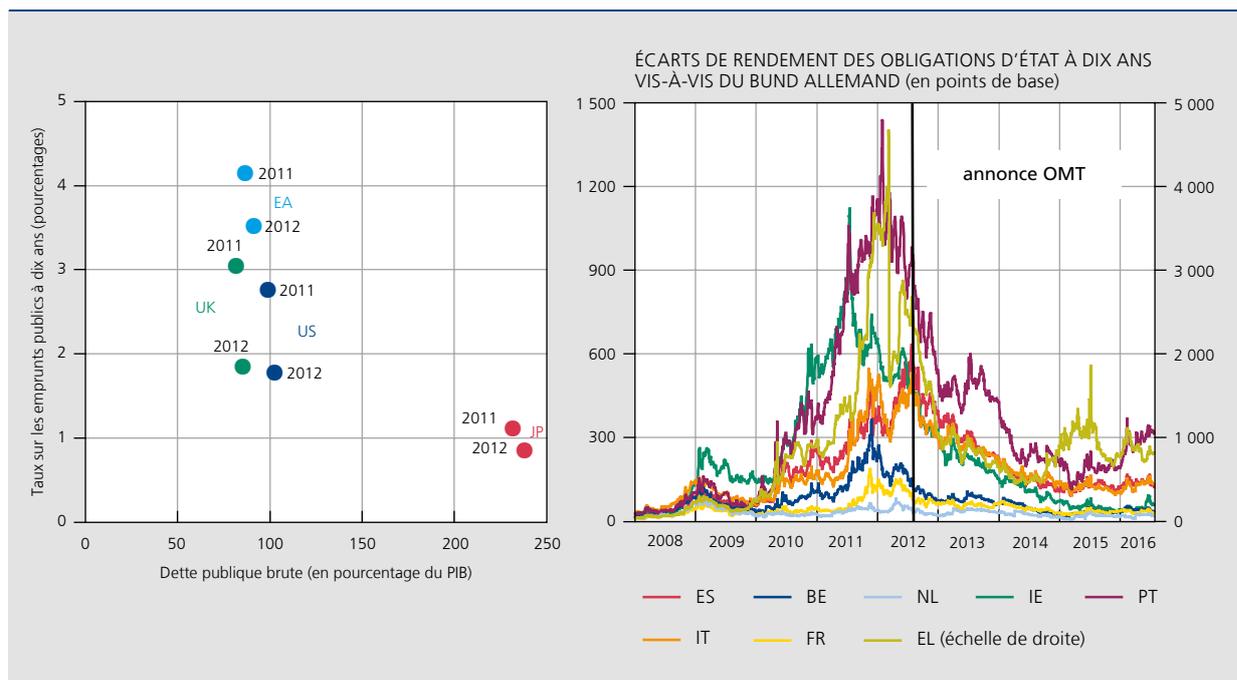
La vision conventionnelle exclut dès lors cette interaction entre les pouvoirs publics et la banque centrale au motif qu'elle craint, à juste titre, le financement monétaire et une inflation trop élevée. Dans l'optique d'assurer la prépondérance du volet monétaire, elle préconise donc la création de banques centrales indépendantes et, dans la zone euro, on proscrie même le financement monétaire par la BCE de la dette publique. Les principes stricts contenus dans le Traité mettent donc en évidence le caractère réel de la dette publique des pays de la zone euro : ils impliquent que la BCE – au même titre d'ailleurs que d'autres pays membres et l'Union européenne dans son ensemble – s'abstiendrait d'intervenir si les marchés des obligations publiques (et donc la monnaie unique) venaient à subir une pression du fait des marchés financiers. Il a ainsi été admis qu'un État membre pouvait échouer en situation

de défaut. Cette éventualité est nettement moins présente dans un pays qui dispose de sa propre banque centrale, cette dernière assumant en principe le rôle de prêteur en dernier ressort sur le marché des emprunts publics. Le simple fait d'anticiper que tel sera le cas exerce généralement un effet stabilisateur<sup>(2)</sup>. Les pays de la zone euro présentaient donc une prédisposition pour des anticipations de marché auto-réalisatrices de nature à muer une crise de liquidité des administrations publiques en une crise de solvabilité.

La crise de la dette souveraine dans la zone euro a en effet rendu l'absence de soutien monétaire particulièrement palpable. Alors que les fondamentaux budgétaires de l'ensemble de l'Union monétaire ne s'avéraient pas plus médiocres que dans d'autres économies avancées durant la période 2010-2012, les taux d'intérêt dus par les administrations publiques sur les émissions de titres de leur dette y ont cru bien plus sensiblement (cf. graphique 5) en raison de primes de risque plus élevées. La panique auto-réalisatrice qui s'est emparée du marché s'est en effet installée dans les pays vulnérables de la zone euro, creusant considérablement les écarts de rendement des emprunts publics vis-à-vis d'emprunts considérés comme des refuges. Si l'inquiétude entourant la soutenabilité de la dette était pleinement justifiée dans certains pays de la zone euro, les déterminants macroéconomiques et financiers sous-jacents ne s'étaient pas détériorés au point de justifier une réévaluation si marquée. Outre la

(1) L'impossibilité de défaut des administrations publiques est l'une des hypothèses centrales sur lesquelles se base la théorie monétaire-budgétaire pour inférer ses résultats.  
 (2) Cf. également Draghi (2014).

**GRAPHIQUE 5 TAUX D'ENDETTEMENT DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES ET TENSIONS FINANCIÈRES**



Sources : BCE, FMI, Thomson Reuters Datastream.

perspective de pouvoirs publics défaillants, cela a également induit celle que certains pays pourraient se voir contraints de quitter l'Union monétaire, ce qui, conformément à la théorie monétaire-budgétaire, leur permettrait d'à nouveau recourir à l'inflation pour stabiliser la dette publique réelle. Au-delà de la crainte d'une réduction explicite de la dette publique existante (risque de défaut de paiement), les doutes quant à l'irréversibilité de l'euro (risque de « redénomination ») ont donc constitué une source supplémentaire de pressions haussières sur les taux d'intérêt des titres publics.

Le taux des obligations d'État servant généralement de référence pour les autres taux du marché, la fragmentation du marché des emprunts publics a également perturbé la transmission et l'uniformité de la politique monétaire. La BCE a par la suite adopté plusieurs mesures dans le but de contrecarrer la fragmentation dans la zone euro. En fin de compte, c'est l'annonce, durant l'été de 2012, des OMT<sup>(1)</sup> – un programme d'achats conditionnels de titres publics destiné aux pays de la zone euro en difficulté – qui a brisé le cercle vicieux entre les anticipations du marché et la dynamique de la dette publique. En procédant de la sorte, la BCE s'est attribué le rôle de prêteur en dernier ressort sur le marché des emprunts publics et a fait savoir qu'elle était prête et apte à étouffer dans l'œuf toute attaque (injustifiée) sur la dette publique d'un État membre.

Les OMT constituent donc un instrument permettant d'assurer la stabilité du système financier à court terme. La solvabilité à long terme nécessite quant à elle des efforts actifs de la part des administrations publiques elles-mêmes. Ce principe est au cœur non seulement du projet d'OMT – les achats ne peuvent être effectués que si les pays concernés respectent les conditions posées par un programme d'ajustement macroéconomique – mais aussi du cadre institutionnel européen. Ainsi, les règles en matière de discipline budgétaire du PSC y pourvoient, mais elles pèchent malheureusement par leur caractère insuffisamment contraignant. Il convient par ailleurs de souligner qu'à la veille de la crise, les finances publiques de la plupart des pays de la zone euro n'étaient pas jugées problématiques. Dans plusieurs pays, l'inquiétude à ce sujet n'est apparue qu'après que les administrations publiques se sont vues contraintes de faire face aux répercussions de l'éclatement d'une bulle de crédit, et ce tant sur le plan macroéconomique que pour

sauver les banques domestiques. Conjugée à des taux d'intérêt élevés traduisant la panique sur le marché, la croissance économique apathique a exercé une pression supplémentaire sur la soutenabilité de la dette. Ce constat souligne l'importance du suivi et de la préservation de la stabilité macroéconomique et financière, en ce compris pour les finances publiques et la politique monétaire. Depuis la crise, plusieurs initiatives ont été prises en ce sens sur le plan institutionnel européen. Ainsi, la mise sur pied de l'union bancaire a pour finalité d'améliorer le contrôle du secteur bancaire et de faciliter la dissolution d'établissements défaillants sans que l'État n'ait à intervenir. La création du mécanisme européen de stabilité (MES) – qui apporte une aide financière conditionnelle à des pays en difficulté – aide les États membres de la zone euro à mieux se prémunir contre d'importants chocs asymétriques. Enfin, la gouvernance économique a été élargie et les déséquilibres dans le secteur privé – tel par exemple le développement d'un endettement excessif – font désormais eux aussi l'objet d'un suivi.

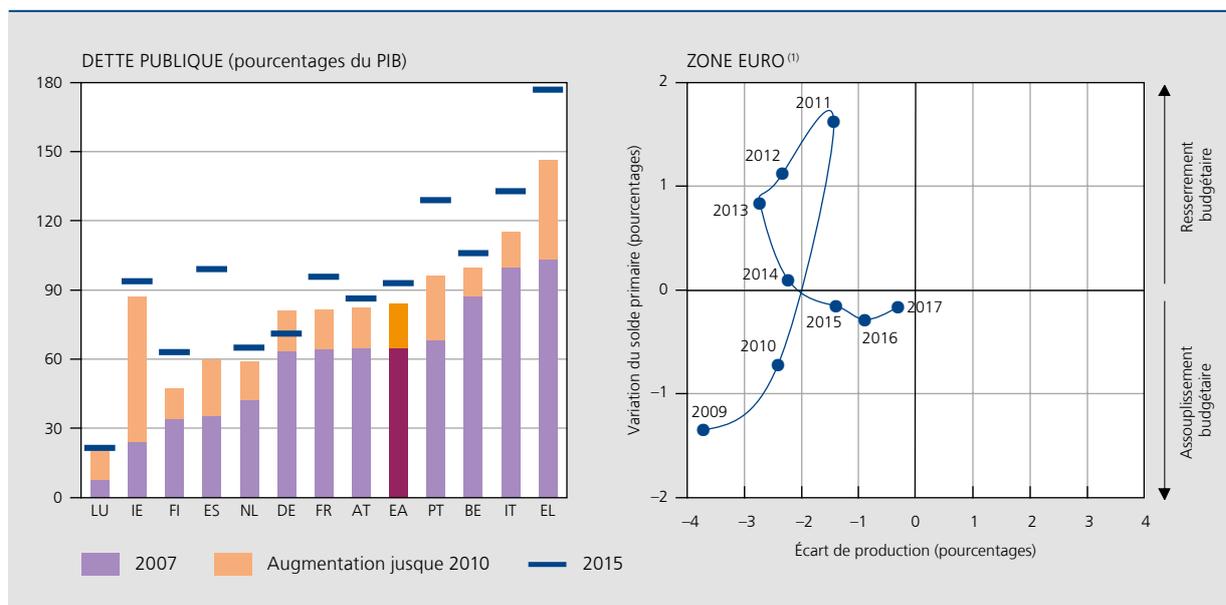
## 2.2 Le retour de l'inflation à 2 % : la politique budgétaire a-t-elle aussi un rôle à jouer ?

À l'instar des administrations publiques, qui peuvent peiner à garantir la soutenabilité de leur dette lorsqu'elles sont en proie à une panique du marché auto-réalisatrice, une banque centrale peut, dans l'éventualité d'un repli déflationniste de l'économie, éprouver des difficultés à imprimer une trajectoire appropriée aux taux réels, lorsque par exemple ses taux directeurs sont proches de leur borne inférieure (comme c'est le cas dans la zone euro)<sup>(2)</sup>. D'autres domaines politiques peuvent alors prendre le relais afin de réaliser l'objectif du défaillant. Cette approche constitue une des pierres angulaires de la théorie monétaire-budgétaire qui reconnaît pleinement le rôle essentiel de la coordination des politiques, mais ce n'est que récemment qu'elle a pris de l'importance dans la vision conventionnelle, du fait justement des situations exceptionnelles. Ainsi, cette dernière vision attribue un rôle plus important à la politique budgétaire dans la résorption de la capacité excédentaire qui subsiste dans l'économie lorsque la politique monétaire se heurte à ses limites. La théorie monétaire-budgétaire aboutit à une vision plus radicale : elle confère à la politique budgétaire un rôle prédominant en vue de garantir que l'inflation suive une évolution stable et prévisible. Avant de s'intéresser de plus près à un éventuel rôle à attribuer à la politique budgétaire dans la résorption des déséquilibres macroéconomiques entre épargne et investissement, l'article expose brièvement les raisons pour lesquelles l'Eurosystème s'est retrouvé quasiment seul dans la zone euro à stimuler la reprise.

(1) Les OMT sont conformes au droit européen et, plus spécialement, ne sont pas en contradiction avec l'interdiction du financement monétaire puisque les achats s'opèrent sur le marché secondaire et non sur le marché primaire, sont soumis à des conditions strictes qui doivent préserver l'incitant poussant les pays à maintenir des finances publiques saines et sont effectués dans le but de sauvegarder la stabilité des prix à moyen terme. À ce jour, les OMT n'ont d'ailleurs pas encore été activées.

(2) Pour une description des défis auxquels est confrontée la politique monétaire si les taux directeurs sont proches du niveau plancher, cf. notamment l'encadré 1 du Rapport de la Banque nationale de Belgique (BNB, 2015) et l'encadré 1 dans Cordemans *et al.* (2016).

**GRAPHIQUE 6** L'ENDETTEMENT ÉLEVÉ POUSSE À LA CONSOLIDATION BUDGÉTAIRE



Source : CE.

(1) Les données pour 2016 et 2017 sont des prévisions.

***Dans la zone euro (depuis 2009 jusqu'à aujourd'hui), la politique monétaire suit une trajectoire expansive globalement constante, tandis que la politique budgétaire est moins stable***

De manière générale, trois phases se dégagent dans la politique budgétaire menée dans l'ensemble de l'Union monétaire (cf. graphique 6) : une phase de relance entre 2009 et 2010, une phase d'assainissement de 2011 à 2013 et plus récemment, une phase qui voit la politique budgétaire suivre une trajectoire plus neutre. À cet égard, l'article examine la variation du solde primaire des administrations publiques corrigé des variations conjoncturelles (la variable apparaît sur l'axe des ordonnées). Ce solde peut être considéré comme une mesure de l'action budgétaire discrétionnaire étant donné qu'il ne tient compte ni des charges d'intérêts sur la dette publique ni de l'incidence des stabilisateurs automatiques.

Durant la première phase de la crise, on a adopté des mesures de politique monétaire mais aussi budgétaire visant à atténuer son incidence. Ainsi, la BCE a commencé par abaisser ses taux directeurs en octobre 2008 avant de se doter d'un arsenal de mesures afin que cette impulsion monétaire se transmette également aux ménages et entreprises, malgré un système financier en pleine tourmente. Plus ou moins simultanément, la Commission européenne (CE) lançait son « plan européen pour la

relance économique » qui a contribué à coordonner les programmes d'impulsion discrétionnaire tant à l'échelon national qu'euro-péen (compte tenu de l'ampleur de la récession, des stabilisateurs automatiques n'auraient à eux seuls pas suffi). La reprise rapide et vigoureuse de l'activité économique amorcée à la fin de 2009 (cf. graphique 1) démontre que ce dosage des politiques a porté ses fruits.

Depuis la fin de 2010, la politique budgétaire est entrée dans une phase de consolidation. D'une part, la panique régnant sur les marchés financiers (cf. section 2.1) a contraint les autorités à réduire leurs dépenses. Des mesures radicales d'assainissement ont ainsi été exigées afin de modérer l'incertitude entourant la soutenabilité de la dette publique et les primes de risque élevées qui en découlent. D'autre part, les règles du PSC exigeaient d'inverser l'impulsion en temps utile de sorte que les autorités budgétaires puissent à nouveau se concentrer sur la préservation de finances publiques saines. On estimait que, de cette manière, celles-ci contribueraient le plus efficacement à garantir la stabilité macroéconomique à plus long terme. La recherche académique<sup>(1)</sup> suggérait par ailleurs que les effets à court terme d'une politique d'assainissement sur l'activité économique ne sont pas forcément négatifs (en d'autres termes, le multiplicateur budgétaire peut aussi être négatif) – à condition qu'elle passe par une adaptation des dépenses publiques et non

(1) Cf. notamment Alesina et Ardagna (2010) et Alesina et al. (2012).

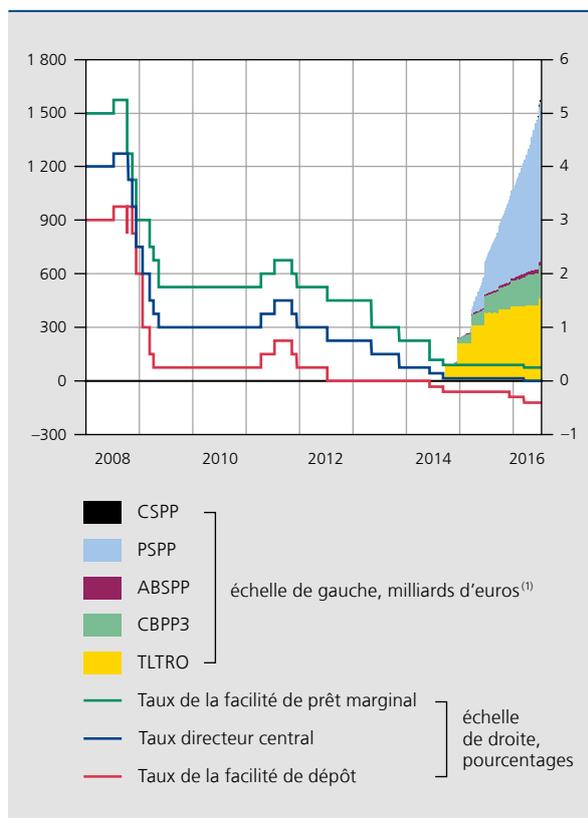
par des mesures fiscales<sup>(1)</sup>. Un cadre de gouvernance budgétaire européenne renforcé<sup>(2)</sup> mettant l'accent sur la discipline budgétaire – a fortiori sur le plan rhétorique – a ainsi fait d'une pierre deux coups : réduire durablement la dette sans peser sur l'activité économique, voire lui être bénéfique.

Toutefois, le graphique 6 montre aussi que la phase d'assainissement de 2011 à 2013 s'est déroulée sur fond d'écart de production négatif. Des études plus récentes, théoriques comme empiriques<sup>(3)</sup>, suggèrent qu'en période de récession profonde, lorsque la capacité de production est sous-utilisée et que la politique monétaire compense plus difficilement les nouveaux chocs macroéconomiques négatifs, une contraction budgétaire plomberait davantage la croissance économique qu'en temps normal et donc certainement davantage que dans une optique d'« assainissement expansif ». À l'inverse, un multiplicateur positif plus élevé implique également qu'une impulsion discrétionnaire des autorités peut s'avérer bien plus puissante en temps de crise qu'en temps normal (cf. plus loin). De plus en plus de voix s'élèvent donc en faveur d'une expansion budgétaire. Le discours modifié notamment du FMI, qui permet actuellement plus de nuances, s'inscrit dans ce cadre.

À l'échelon de la zone euro, il ne s'agit toutefois pas encore d'une politique budgétaire expansionniste à proprement parler. La trajectoire budgétaire est néanmoins devenue plus neutre depuis 2014 (et on s'attend à ce qu'elle le reste) compte tenu de l'important repli des tensions financières et, dans bien des cas, des efforts budgétaires considérables déjà fournis. De la fin de 2010 à 2015, la politique monétaire a été quasiment le seul instrument utilisé pour stimuler la reprise. Tout d'abord, l'Eurosystème a renforcé sa politique d'assouplissement en abaissant à nouveau ses taux directeurs à court terme et en mettant en œuvre des mesures bilanciées visant à transmettre uniformément cette impulsion au reste de l'économie. À la fin de 2014, les taux directeurs s'approchaient toutefois de leur limite inférieure, ce qui signifiait que la politique monétaire conventionnelle commençait à montrer ses limites. Sur fond de prévisions de faible inflation persistante et d'une dynamique de croissance modérée, la BCE a toutefois dû se résoudre à fournir des impulsions supplémentaires et a ainsi mis en œuvre son arsenal de mesures bilanciées non conventionnelles (cf. graphique 7)<sup>(4)</sup>.

L'Eurosystème a en effet lancé ses opérations de refinancement à plus long terme ciblées (*targeted longer-term refinancing operations* – TLTROs) en 2014, ce qui a permis aux banques de se financer à long terme à un prix avantageux, à condition toutefois que ces dernières répercutent la mesure dans leur offre de crédit au secteur privé. De plus, l'Eurosystème a débuté les achats d'actifs : titres adossés à

GRAPHIQUE 7 IMPULSIONS DE POLITIQUE MONÉTAIRE



Sources : BCE, Thomson Reuters Datastream.

(1) Le programme d'achats d'obligations sécurisées (CBPP3) a débuté en octobre 2014, le programme d'achats de titres adossés à des actifs (ABSPP), en novembre 2014, le programme d'achats d'actifs du secteur public (PSPP) en mars 2015 et le programme d'achats de titres du secteur des entreprises (CSPP) en juin 2016. La première série de TLTRO a été amorcée en septembre 2014 et la deuxième en juin 2016. Le graphique reflète la somme des deux.

des actifs, obligations sécurisées de banques, obligations souveraines et, encore récemment, obligations du secteur privé non financier. Ce faisant, la politique monétaire s'est efforcée de faire pression sur l'ensemble du spectre des taux d'intérêts plutôt que de piloter les seuls taux d'intérêt à court terme. Si elles atteignent les ménages et entreprises, ces conditions de financement plus favorables sont de nature à stimuler la consommation et les investissements et ainsi à ramener l'inflation à un niveau proche de 2 %<sup>(5)</sup>.

(1) Plusieurs mécanismes peuvent expliquer l'effet stimulant d'une consolidation budgétaire. Ainsi, des dépenses publiques plus faibles impliquent des impôts moins élevés à l'avenir, les ménages évalueront ainsi leurs revenus permanents à un niveau plus élevé et augmenteraient leur consommation. Des autorités aux finances plus saines inspirent également davantage confiance, ce qui devrait stimuler la consommation et l'investissement.

(2) Cf. notamment Melyn *et al.* (2015).

(3) Pour des études théoriques, cf. notamment Christiano *et al.* (2011), Woodford (2011) et Eggertsson et Krugman (2012). Pour des recherches empiriques, cf. notamment Blanchard et Leigh (2013) et Auerbach et Gorodnichenko (2012).

(4) Pour plus d'explications au sujet des mesures bilanciées non conventionnelles, cf. le commentaire sur la politique monétaire dans la zone euro dans le Rapport annuel de la Banque nationale (BNB (2015) et BNB (2016)).

(5) Pour plus d'informations au sujet des différences de fonctionnement de l'instrument traditionnel de politique monétaire, à savoir le taux directeur, et les nouvelles mesures bilanciées, cf. Cordemans *et al.* (2016).

Avec l'introduction de ces mesures non conventionnelles, la banque centrale montre que sa bonne volonté n'est pas éprouvée et que son arsenal d'instruments visant à stimuler le redressement économique n'est pas encore épuisé. Toutefois, dans la mesure où ces instruments sont nouveaux et n'ont donc pas encore été mis à l'essai, il est plus difficile d'en évaluer l'effet. Ils peuvent accentuer l'incertitude des agents économiques, défavorable en l'espèce à la croissance économique, si bien qu'il n'est pas exclu que ces mesures s'avèrent moins efficaces qu'une politique traditionnelle. Par ailleurs, ces mesures bilanciées peuvent s'accompagner d'effets d'aubaine, raison pour laquelle elles sont justement qualifiées de mesures non conventionnelles. Avec un niveau d'inflation inférieur aux objectifs depuis plusieurs années (cf. graphique 2) et un écart de production négatif depuis déjà sept ans (cf. graphique 6), des mesures supplémentaires de soutien à la demande issues d'autres domaines sont également bienvenues. Ainsi, depuis la fin de 2013, la déclaration introductive donnée à l'issue des réunions du Conseil des gouverneurs traitant de la politique monétaire insiste non seulement sur l'importance de la consolidation budgétaire, mais aussi sur sa composition, qui doit être propice à la croissance. Dans des déclarations plus récentes, le Conseil des gouverneurs affirme que la politique budgétaire doit soutenir la reprise économique, notamment lorsqu'on dispose d'une marge budgétaire.

### ***Que dit la théorie économique au sujet d'une politique budgétaire dotée d'un rôle de stabilisation accru ?***

Si la vision conventionnelle n'attribuait pas de rôle substantiel à la politique budgétaire discrétionnaire en matière de stabilisation macroéconomique avant la crise, cette dernière a bousculé cet état de fait. C'est essentiellement dans des situations extrêmes qu'une certaine forme de politique budgétaire discrétionnaire peut être bénéfique pour soutenir la demande agrégée. Comme évoqué ci-dessus, en période de profonde récession, une impulsion budgétaire peut en effet entraîner un effet plus positif sur l'activité économique. Les études insistent en particulier sur le fait que, lorsque la politique monétaire atteint ses limites, le multiplicateur budgétaire à court terme peut afficher un niveau plus élevé qu'en temps normal. Les constatations récentes viennent ainsi étayer les réflexions relatives à l'importance d'une expansion budgétaire quand la banque centrale a épuisé ses moyens d'action.

Un modèle stylisé (donc simplifié) et calibré (donc fondé sur des paramètres choisis, qui ne sont donc pas estimés mais sont néanmoins plausibles) élaboré par Erceg et Lindé (2014) permet ici de montrer l'incidence variable d'une impulsion des pouvoirs publics (en particulier l'augmentation

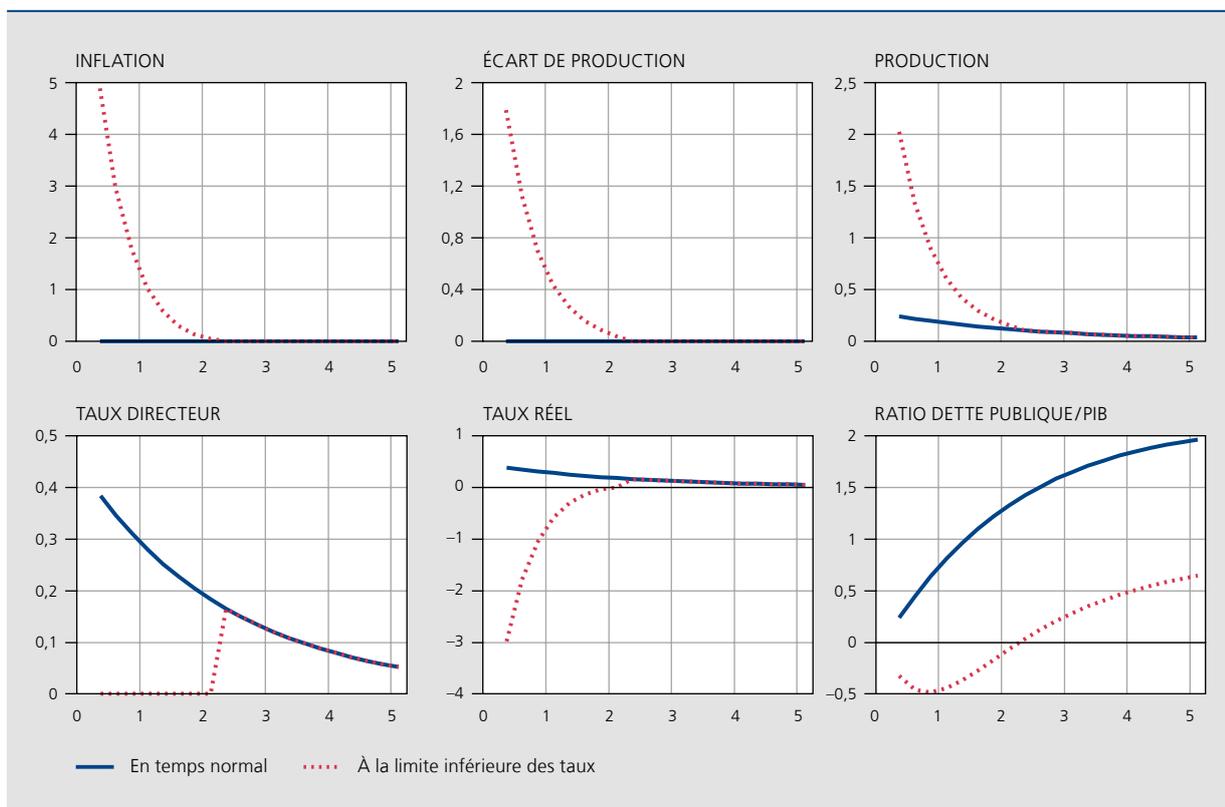
temporaire des dépenses publiques de 1 % du PIB en valeur). Il convient de constater que, dans ce modèle, la soutenabilité des finances publiques constitue une donnée: les acteurs économiques s'attendent à ce qu'après l'incitant budgétaire, les pouvoirs publics renouent avec des soldes publics qui garantissent la soutenabilité de la dette à plus long terme. Le modèle s'inscrit donc dans la vision conventionnelle, la politique budgétaire étant « passive ». On remarquera également que les simulations par modèle servent avant tout à expliquer les différences qualitatives de l'ampleur du multiplicateur budgétaire en fonction des différents scénarios et non à évaluer celui-ci avec précision.

En temps normal (cf. ligne bleue dans le graphique 8), la banque centrale contre l'effet inflationniste d'une expansion budgétaire en remontant ses taux directeurs, ce qui lui permet de stabiliser l'inflation et l'écart de production. Comme le premier reste inchangé, un taux nominal plus élevé entraîne un taux réel plus élevé, ce qui freine la demande privée et aboutit à un multiplicateur inférieur à 1. On obtient ici spécifiquement un multiplicateur d'incidence de 0,2 (cf. volet supérieur droit). Un choc négatif de la demande qui pèse tellement négativement sur l'activité économique et l'inflation qu'il comprime le taux directeur vers sa limite inférieure (ou *lower bound*), modifie cependant radicalement l'incidence d'une expansion budgétaire. Dans la simulation, la récession empêche la banque centrale de relever son taux nominal durant deux années<sup>(1)</sup>. L'effet inflationniste de l'impulsion budgétaire comprime dans ce scénario le taux réel, ce qui stimule la consommation privée et les investissements et aboutit donc à un multiplicateur budgétaire supérieur à 1 (ici, ce dernier s'élève à 2 à l'incidence, cf. volet supérieur droit). Plus la banque centrale demeure limitée par le *lower bound* (donc plus la récession est profonde), plus la réponse inflationniste et, partant, le multiplicateur, seront grands. Des modèles plus complexes qui tiennent notamment compte des ménages et/ou des entreprises en butte à des restrictions de liquidités ou de crédit, donnent des multiplicateurs encore plus élevés.

Un multiplicateur plus élevé en période défavorable signifie également qu'une expansion budgétaire ne fera pas nécessairement augmenter la dette publique, au contraire (cf. volet inférieur droit). En effet, par rapport à une période normale, une impulsion du même ordre devrait en temps de crise générer des recettes fiscales plus élevées, l'allègement des charges d'intérêts devrait comprimer les dépenses publiques et l'effet positif sur le PIB devrait réduire le ratio dette/PIB. Bien qu'elle ne soit pas prise en compte dans ce modèle, une expansion budgétaire peut également bénéficier à la stabilité financière, du moins

(1) L'expansion budgétaire considérée dans cette simulation n'influence en rien cette durée.

GRAPHIQUE 8 INCIDENCE SUR CINQ ANS D'UNE AUGMENTATION TEMPORAIRE DES DÉPENSES PUBLIQUES



Source : Erceg et Lindé (2014).

lorsqu'elle ne mine pas la confiance dans la viabilité des finances publiques. En effet, si l'expansion budgétaire est large, elle peut abrégier la période où la banque centrale voit son champ d'action limité par l'environnement de taux plancher et donc hâter la sortie de l'environnement de taux faibles<sup>(1)</sup>.

En fait, le modèle d'Erceg et Lindé (2014) est un modèle qui incarne la vision communément admise : la banque centrale veille activement à la stabilité des prix (et, partant, à la stabilité macroéconomique au sens large), tandis que la politique budgétaire (discrétionnaire) contrôle le ratio d'endettement de manière passive. Récemment, la vision conventionnelle a ainsi admis que, dans des circonstances exceptionnelles – comme un environnement de taux plancher –, la politique budgétaire peut également être mise à contribution pour préserver la stabilité macroéconomique sans perdre de vue pour autant l'objectif d'assurer la viabilité des finances publiques. La théorie monétaire-budgétaire, où cette distribution des rôles n'est en principe pas figée, souligne dès le départ le rôle même prépondérant de la politique budgétaire en matière de stabilisation dans un environnement de

taux plancher. Le mécanisme est toutefois différent : au lieu de donner une impulsion budgétaire discrétionnaire qu'on s'attend à voir annuler dans le futur, on attribue ici un rôle plus radical à la politique budgétaire. Elle devrait ainsi donner une impulsion de grande envergure visant explicitement à garantir la stabilité des prix (Sims, 2016).

Dans un scénario de taux plancher, cette théorie estime que l'association conventionnelle d'une politique monétaire active et d'une politique budgétaire passive est irréaliste. En effet, la politique monétaire risque de facto de devenir passive (soit la banque centrale ne peut pas descendre son taux directeur plus bas, soit, dans une situation de liquidité abondante, l'apport de  $M$  supplémentaire n'a plus d'effet sur le niveau des prix dans l'équation 1, cf. graphique 3) et de ne plus être en mesure de garantir la stabilité des prix<sup>(2)</sup>. De même, si l'autorité budgétaire est perçue comme passive, l'économie peut s'engager

(1) Pour un aperçu des risques pour la stabilité financière inhérents à l'environnement de taux faibles, cf. notamment Boeckx *et al.* (2015).

(2) Il convient de remarquer que la théorie monétaire-budgétaire ne tient pas compte des mesures de politique monétaire non conventionnelles qui permettent à la banque centrale de continuer à piloter le taux à long terme et continue à fournir des impulsions supplémentaires à l'économie.

sur un terrain instable, puisqu'une telle combinaison de politiques passives aura du mal à enrayer une spirale déflationniste (pouvant résulter de plusieurs causes). Le caractère passif de l'autorité budgétaire implique notamment qu'une progression de l'endettement réel (étant donné que le niveau des prix chute) doit s'accompagner d'excédents primaires croissants (l'équation 2 demeure ainsi à l'équilibre, cf. graphique 3). Sims (1999) argue que, dans une telle dépression déflationniste – où les ratios de la dette publique ont indubitablement aussi affiché une forte hausse –, une interprétation stricte des règles d'origine du PSC imposerait précisément une telle politique budgétaire passive. En revanche, lorsque la politique monétaire n'est plus en mesure de garantir suffisamment activement la stabilité des prix, la théorie monétaire-budgétaire appelle justement un changement de régime crédible en faveur d'une politique budgétaire active : les pouvoirs publics doivent réduire les excédents primaires sans pour autant que cela n'entrave une consolidation totale à l'avenir. Si le secteur privé y adhère, cette mesure devrait mettre un terme à la tendance déflationniste tandis que le niveau plus élevé des prix devrait contribuer à stabiliser l'endettement réel.

Il semble que les impulsions budgétaires discrétionnaires ont bel et bien un rôle digne de ce nom à jouer dans un environnement de taux plancher. Il convient toutefois de faire preuve de nuance et de prudence en la matière.

### Quelques nuances

Tout d'abord, la crise n'a pas tranché le débat au sujet de l'ampleur (plutôt faible en temps normal) et, dans une moindre mesure, du signe (d'ordinaire positif) du multiplicateur budgétaire à court terme. On recense à ce sujet de nombreux facteurs d'influence – notamment l'orientation de la politique monétaire, mais aussi par exemple la position cyclique de l'économie dans laquelle on se situe, la composition et la durée des mesures budgétaires ainsi que l'endettement initial<sup>(1)</sup>. Les pays affichant un taux d'endettement élevé peuvent ainsi présenter un multiplicateur plus faible, voire négatif. Dans la plupart des pays de la zone euro, les autorités font encore face à un exercice d'équilibre délicat, oscillant entre préserver la solvabilité, d'une part, et la stabilité macroéconomique, d'autre part. Si la marge de manœuvre budgétaire est limitée, il convient surtout d'adopter des mesures raisonnables. Une modification du budget de l'État, propice à la croissance mais neutre pour le budget, pourrait dès lors, du côté des dépenses, passer notamment par un report

des dépenses non productives vers des investissements publics. Généralement, le multiplicateur de ces derniers est élevé, et peut en outre encore augmenter dans un environnement caractérisé par un taux faible et une sous-utilisation des capacités de production.

Ensuite, la théorie monétaire-budgétaire souligne que prendre uniquement des mesures d'expansion budgétaire n'est en soi pas nécessairement stimulant. Les anticipations (et par conséquent également la communication des pouvoirs publics) concernant leurs futurs soldes primaires sont tout aussi cruciales pour qu'une intervention budgétaire ait l'effet voulu. Si les responsables politiques visent à ce qu'un accroissement de la dette pousse les prix à la hausse, il leur faut mettre en place une communication crédible assurant qu'il n'y aura pas de consolidation future en contrepartie de l'expansion budgétaire visée et que la politique monétaire tolérera l'accélération subséquente de l'inflation en direction de son niveau cible (accélération qui contribue à son tour à stabiliser le taux d'endettement).

Un exemple tiré du monde des marchés boursiers illustre le rôle crucial de la communication en vue de déterminer le résultat d'une action (cf. Cochrane 2011 et 2014). Si une entreprise souhaite comprimer le cours de ses actions pour en accroître la négociabilité, elle annonce un fractionnement de celles-ci. Ce faisant, le nombre d'actions augmente sans altérer les flux de revenus attendus ou prévus par l'entreprise. Dans le cas d'espèce, l'entreprise fait preuve d'une grande transparence en matière de communication vis-à-vis des intervenants de marché et le prix des actions va donc d'une manière parfaitement prévisible reculer. Dans les termes de la seconde équation et en matière de politique budgétaire (cf. graphique 3), le membre de droite reste inchangé (pas de consolidation budgétaire future annoncée), si bien qu'une progression de la dette nominale fait grimper les prix tandis que la valeur réelle de la dette publique, comme lors d'une fragmentation des actions, reste identique. Si toutefois une entreprise souhaite dégager des ressources réelles au moyen de l'émission de nouvelles actions, elle s'efforce alors d'éviter une chute du prix de ses actions, qui impliquerait une dilution pour les actionnaires existants. À cette fin, elle s'ingénie à procéder à une émission pour un montant équivalent aux recettes attendues sur l'apport de nouveau capital. Cette fois encore, elle s'évertue à mettre en place une communication adaptée pour convaincre les investisseurs. Dans les termes de la seconde équation et en matière de politique budgétaire, le membre de droite augmente donc à mesure que s'accroît la dette publique. Là encore, les prix restent inchangés. La théorie monétaire-budgétaire, fût-elle simplifiée à outrance, prescrit aux pouvoirs publics de procéder à une « fragmentation des dettes publiques », plutôt qu'à une « émission de dette publique » lorsque

(1) Pour un aperçu de l'incidence de divers instruments budgétaires, cf. entre autres Nautet *et al.* (2014) et Checherita-Westphal *et al.* (2015).

la banque centrale n'est plus en mesure de mener pleinement une politique monétaire active risquant ainsi de compromettre la stabilité des prix.

Enfin, la théorie monétaire-budgétaire avertit des dangers liés à une inflation budgétaire excessive. Celle-ci peut survenir de manière soudaine en raison d'une simple révision à la baisse des attentes en matière d'excédents primaires et donc sans que des déficits publics supplémentaires n'aient été encore réalisés. Si, dans le contexte actuel, une augmentation de l'inflation est bénéfique, l'expérience négative liée à la monétisation de la dette nous apprend qu'un excès s'avère néfaste. Cochrane (2014) postule donc également qu'une communication claire de la part des pouvoirs publics (idéalement en concertation avec la banque centrale) au sujet de l'évolution des soldes budgétaires revêt une importance capitale pour orienter de manière adéquate les attentes du marché afin que la politique budgétaire exerce l'influence souhaitée sur l'activité économique et l'inflation. En pratique, cela nécessiterait toutefois une profonde adaptation du cadre institutionnel. Dans la zone euro, une telle coordination ne va certainement pas de soi, puisque la politique monétaire, déterminée au niveau de la zone euro, doit tenir compte de 19 autorités budgétaires nationales et non d'une seule autorité budgétaire fédérale. La section suivante examine la manière dont la structure institutionnelle de la zone euro influence le dosage des politiques actuel et les pistes de changement actuellement envisagées.

### 2.3 Le cadre institutionnel européen et un dosage des politiques optimal

La théorie monétaire-budgétaire postule que la stabilité des prix (et par conséquent aussi la stabilité macroéconomique) requiert toujours une coordination – à tout le moins implicite – entre les autorités monétaires et les autorités budgétaires. Le cadre institutionnel européen n'a pas mis de côté cette règle mais ne l'a pas non plus mise en œuvre de manière optimale. Ce cadre était en effet uniquement élaboré en vue de prévenir une inflation trop élevée; il n'était pas préparé, pas plus que la vision conventionnelle, à un scénario d'inflation trop basse et de taux plancher. On examine dans les paragraphes suivants la manière dont quelques caractéristiques du cadre de gouvernance budgétaire interagissent avec la politique monétaire: l'attention prédominante visant à assurer des situations budgétaires soutenables plutôt que la stabilisation macroéconomique (du moins en théorie) et une perception d'asymétrie et l'accent toujours purement national, si bien qu'il est difficile de mettre en œuvre une trajectoire adaptée de la politique budgétaire (« fiscal stance ») pour la zone euro.

### *Accent sur des finances publiques durables*

Lorsque la banque centrale craint une inflation trop élevée, des règles budgétaires contraignantes doivent garantir un comportement adéquat des pouvoirs publics nationaux. Comme il a déjà été exposé, la théorie monétaire-budgétaire attire toutefois l'attention sur le fait que ces règles n'induisent pas nécessairement une réaction souhaitée lorsqu'une inflation trop faible devient une préoccupation et que la politique monétaire approche de ses limites. Il est dès lors encourageant de constater que le PSC voit un rôle dévolu à la politique budgétaire dans le soutien de l'économie, fût-ce à la stricte condition que cela ne mette pas en danger les finances publiques.

D'une part, les pays présentant une marge de manœuvre budgétaire ne se voient pas imposer de restrictions dans leur politique de relance et d'autre part, les règles concernant les pays n'affichant pas ou peu de marge de manœuvre budgétaire offrent aussi un peu de flexibilité. Ainsi, la valeur de référence pour le déficit public est applicable au solde de financement et pas au solde primaire. Dans un environnement de faibles taux d'intérêt dans lequel les pouvoirs publics voient leurs charges d'intérêts se réduire, cela signifie aussi que les pouvoirs publics disposent de davantage de marge de relance avant de dépasser cette valeur de référence. Il s'agit d'une règle conforme à la théorie monétaire-budgétaire qui suggère en effet de consacrer à des excédents primaires moins élevés la marge libérée par les charges d'intérêts plus faibles. De plus, la réforme du PSC de 2005 a introduit le concept d'objectif à moyen terme (OMT). C'est en termes structurels – donc à l'exception des effets cycliques et des facteurs uniques – que des adaptations au solde en vue de cet objectif sont demandées. Ainsi, l'évolution vers un taux d'endettement public durable est garantie et un certain soutien de la demande est en même temps possible puisqu'on peut faire jouer librement les stabilisateurs automatiques et que cela exige dès lors moins d'efforts dans des périodes difficiles. Dans la mesure où le solde structurel comprend aussi les charges d'intérêts, il est dans ce cas également toléré que des charges d'intérêts inférieures appellent des objectifs moins ambitieux en matière de solde primaire. Plus récemment, la réforme de 2011 prévoit une clause plus générale de non-respect des exigences d'ajustement budgétaire. Les pays peuvent invoquer cette clause lorsqu'un événement inhabituel hors de leur contrôle affecte l'économie. De plus, en 2015, l'application des règles budgétaires a été assouplie pour les pays relevant du volet préventif du PSC. D'après la position dans le cycle économique, une matrice indique ainsi que, dans des périodes difficiles, moins d'efforts sont nécessaires sans enfreindre les règles. Dans le volet correctif du PSC, les pays peuvent par ailleurs demander à reporter le délai dans lequel ils doivent se défaire de leur déficit budgétaire excessif.

La possibilité élargie depuis la crise de prendre en compte des considérations de stabilité renforce toutefois aussi le risque que des États membres sans marge de manœuvre budgétaire soient quand même autorisés à dépenser davantage tandis que des pays disposant d'une marge de manœuvre budgétaire ne soutiennent pas la demande agrégée. La question se pose donc non seulement de savoir si l'équilibre visé par le PSC entre la soutenabilité de la dette à long terme et la stabilisation à court terme est (encore) miné dans la pratique, mais aussi si les pays disposant d'une marge de manœuvre budgétaire doivent être incités à la mettre à profit afin de donner une orientation plus expansionniste à la trajectoire budgétaire de la zone euro dans son ensemble. Ce dernier argument est examiné ci-après.

### Asymétrie et accent national

Même si le PSC a été réformé depuis la crise, il reste caractérisé par une certaine asymétrie – pour les pays qui dépassent les objectifs, il y a en effet non seulement pas de limite à la stimulation, mais pas plus non plus d'incitations à cet effet – et un accent strictement national – si bien que la politique budgétaire pour l'Union monétaire dans son ensemble est

simplement une somme des États membres individuels et n'est donc pas pilotée de façon directe. En conséquence, certains effets d'entraînement positifs entre les pays et les domaines de politique ne se produisent pas. La BCE (2016) indique d'ailleurs que ces deux caractéristiques du PSC ne conduisent pas nécessairement à des résultats optimaux.

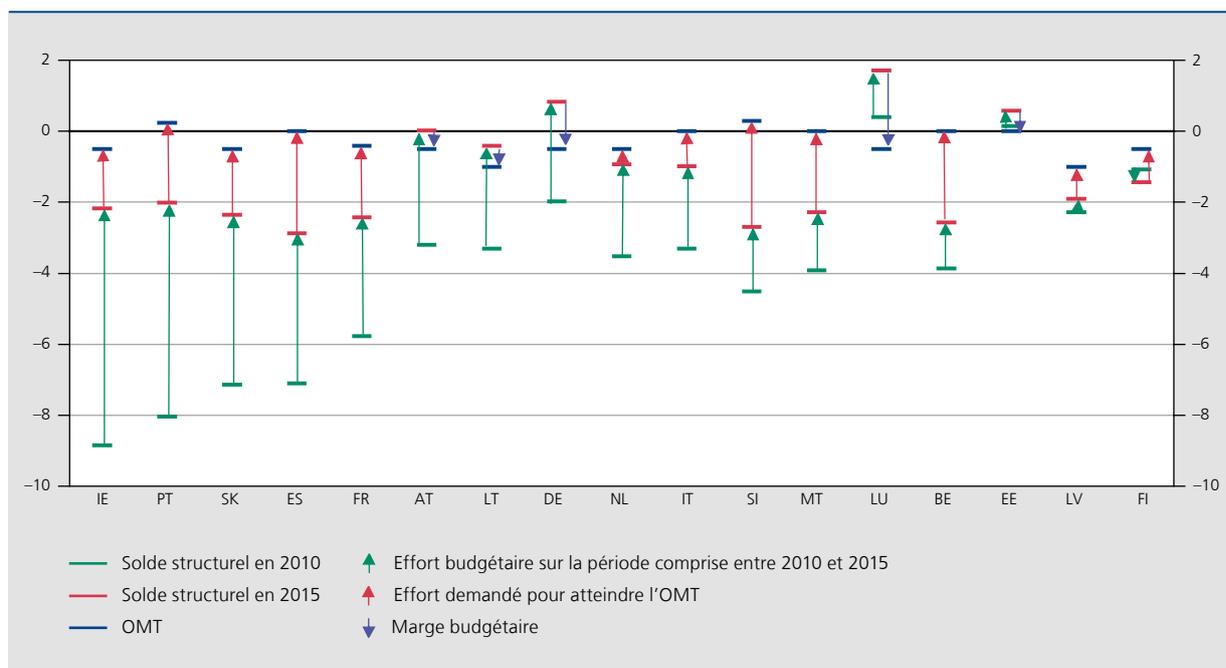
Prenons par exemple les assainissements auxquels presque chaque pays de la zone euro a procédé depuis la fin de 2010 (cf. graphique 9). Même si elle était éventuellement justifiée dans une perspective nationale, la mise en œuvre simultanée des mesures d'économies a ralenti la reprise économique<sup>(1)</sup>. Avec la politique budgétaire qui a été plus restrictive, il est revenu à la BCE de compenser ces chocs afin que la reprise puisse se poursuivre.

L'orientation budgétaire plus neutre pour la zone euro depuis 2014 semble adaptée mais sa composition n'en est pas optimale pour autant (comme il a été indiqué à plusieurs reprises par l'Eurogroupe<sup>(2)</sup>). Les pays disposant de

(1) Une étude d'in't Veld (2013) indique ainsi les importants effets d'entraînement négatifs que la mise en œuvre simultanée des programmes de consolidation a entraînés dans les pays de la zone euro.  
 (2) Cf. par exemple la déclaration de l'Eurogroupe concernant les projets de plans budgétaires pour 2016, le 23 novembre 2015.

GRAPHIQUE 9 RÈGLES BUDGÉTAIRES ASYMÉTRIQUES

Soldes structurels et OMT<sup>(1)</sup> (en pourcentage du PIB potentiel)



Source : CE.

(1) Les pays sont classés selon l'ampleur de l'amélioration budgétaire constatée durant la période 2010-2015. La Grèce et Chypre ne sont pas reprises parce que la première est encore soumise à un programme d'ajustement et que la deuxième a clôturé récemment un tel programme. Les OMT sont les nouveaux OMT tels que fixés dans l'appréciation des programmes de stabilité de 2016 et approuvés par la CE.

quelque marge de manœuvre budgétaire ne l'appliquent pas et n'y sont pas contraints non plus (concept d'asymétrie), tandis que les pays n'ayant pas de marge de manœuvre budgétaire ne respectent pas toujours les règles du PSC. Une meilleure coordination entre les pays semble donc souhaitable, puisqu'un stimulus budgétaire dans le premier groupe faciliterait la suppression des déséquilibres macroéconomiques et budgétaires dans les autres États membres et créerait les conditions pour renouer avec la stabilité des prix.

Ainsi Blanchard *et al.* (2016) montrent que, dans un contexte de taux plancher, un accroissement des dépenses publiques dans les pays de la zone euro disposant de plus de marge de manœuvre budgétaire exerce un effet positif sur leur production et sur l'inflation, de même que sur celles des pays qui ont été plus sévèrement touchés par la crise. Concrètement, un stimulus dans les pays du cœur de la zone euro à hauteur de 1 % du PIB de l'Union monétaire y ferait augmenter la production de près de 3 % et d'un peu plus de 1 % pour ce qui est des pays plus vulnérables. En effet, en raison du taux plancher, le stimulus budgétaire fait diminuer le taux d'intérêt réel dans les deux régions. De plus, l'activité économique dans les pays vulnérables est soutenue par des exportations nettes plus vigoureuses en conséquence de la détérioration des termes de l'échange et de la demande intérieure accrue dans les pays plus solides. Arce *et al.* (2015) estiment également que dans un contexte de taux plancher, une augmentation temporaire des dépenses publiques dans les États membres plus solides exerce des effets d'entraînement positifs substantiels sur les pays vulnérables. De plus, si la politique monétaire complète ce stimulus budgétaire par une politique d'orientations prospectives (*forward guidance*) – la banque centrale annonce en d'autres termes qu'elle va relever son taux directeur un peu plus tard que ce que prescrivent les règles de politique standard –, l'effet positif déjà exercé par les mesures nationales est ainsi renforcé.

Même si les effets d'entraînement décrits ci-dessus, notamment via les relations commerciales, sont limités, un stimulus budgétaire émet en soi un signal positif au niveau agrégé. Il indique en effet que la zone euro est en mesure d'engager tous les domaines de politique pour garantir la stabilité macroéconomique et est disposée à le faire.

L'orientation budgétaire de l'Union monétaire dans son ensemble et sa composition, ainsi que l'interaction avec d'autres domaines de politique requièrent donc plus d'attention. La création d'un Comité budgétaire européen, tel qu'exposé dans le Rapport des cinq présidents (CE, 2015), constitue une première étape dans cette direction. À l'origine, on prévoit pour le Comité un rôle consultatif de

la CE sur le caractère adéquat de l'orientation budgétaire dans les États membres ainsi que dans l'Union monétaire. Cela permettrait ainsi de mieux faire coïncider la politique budgétaire agrégée avec la politique monétaire définie par la BCE pour la zone euro et de mieux répartir les efforts budgétaires entre les pays. Les ambitions du Rapport des cinq présidents vont toutefois plus loin et proposent à plus long terme la création d'un Trésor pour la zone euro et une fonction de stabilisation macroéconomique centrale. La création de ces instruments de politique budgétaire centrale devrait ainsi permettre de mieux absorber les chocs idiosyncratiques ainsi que d'orienter adéquatement la trajectoire budgétaire agrégée. Cela doit contribuer à mettre en œuvre, à la lumière d'une analyse intégrale de la politique monétaire et budgétaire, un dosage de politiques macroéconomiques plus efficace.

## Conclusion

La crise a mis en évidence les nombreuses interactions entre politique monétaire et politique budgétaire. Après que l'Eurosystème eut déjà annoncé en 2012, à la suite de la crise de la dette souveraine, qu'il était disposé à procéder à des interventions ciblées sur les marchés obligataires souverains afin de garantir l'irréversibilité de l'euro, il a par exemple mis sur pied un programme d'achats de titres publics à grande échelle, en réaction à la faiblesse de l'inflation. Le rôle attribué à la politique budgétaire dans l'absorption de la capacité excédentaire de l'économie et donc aussi dans le retour de l'inflation vers 2 % est un autre exemple d'interactions entre les deux domaines de politique, en principe indépendants. Si, après la crise de la dette souveraine, l'accent était surtout mis sur la réduction des déficits budgétaires, la question se pose aujourd'hui aussi de savoir comment une orientation budgétaire appropriée pour l'Union monétaire dans son ensemble peut contribuer à une reprise plus rapide et à une inflation qui corresponde de nouveau à l'objectif de la banque centrale.

En combinant certaines visions de la littérature académique avec l'expérience acquise dans la zone euro au cours des années de crise, le présent article vise à donner un aperçu – fût-il non exhaustif – de la manière dont la politique monétaire et la politique budgétaire déterminent ensemble l'évolution des agrégats macroéconomiques importants.

Selon la vision conventionnelle, la stabilité des prix doit être garantie par la politique monétaire, qui dispose de tous les instruments à cet effet. La politique budgétaire y contribue en garantissant la viabilité des finances publiques. Les deux domaines de politique ne visent cependant chacun que

leur propre objectif : ils ne sont pas en mesure ni autorisés à s'aider mutuellement. Cette vision a aussi été traduite dans le cadre institutionnel européen original qui affiche comme éléments-clés une banque centrale indépendante, une interdiction formelle du financement monétaire et des règles budgétaires strictes axées sur la prévention du dérapage des finances publiques

Dans la littérature, cette vision conventionnelle ne représente toutefois qu'une des possibles constellations de politiques relatives à la « fiscal theory of the price level » (que nous désignons dans cet article par le terme plus universel de « théorie monétaire-budgétaire »). Cette théorie permet en effet un plus large éventail de comportements tant pour la politique budgétaire que pour la politique monétaire. C'est pourquoi elle plaide pour une analyse commune des deux domaines de politique. Une telle analyse intégrale n'existant pour ainsi dire pas dans la vision conventionnelle ni dans l'architecture institutionnelle de l'Union monétaire, la crise les a mises toutes deux à l'épreuve : en effet, durant cette dernière, la banque

centrale a vu sa marge de manœuvre en vue de poursuivre la baisse des taux se réduire et les pouvoirs publics ont vu les problèmes de liquidité se muer en problèmes de solvabilité. La politique monétaire et la politique budgétaire se sont avérées indépendantes mais aussi davantage liées : une approche plus holistique a permis à de nouvelles visions d'éclorre.

Certes, des progrès ont déjà été accomplis grâce à différentes initiatives de politique – les OMT ont par exemple été approuvées et le nouveau Comité budgétaire européen doit contribuer à développer une orientation budgétaire appropriée pour les États individuels mais aussi pour l'Union monétaire, si bien que la politique budgétaire puisse être compatible avec l'orientation de la politique monétaire. Mais l'UEM tirerait avantage de nouvelles évolutions dans le sens d'une union budgétaire telle qu'exposée dans le Rapport des cinq présidents. Une analyse intégrale des politiques monétaire et budgétaire peut contribuer à traduire efficacement dans des mesures concrètes les propositions qui y sont développées

## Bibliographie

Alesina A. et S. Ardagna (2010), « Large changes in fiscal policy: Taxes versus spending », in *Tax Policy and the Economy*, NBER, 24, 35-68.

Alesina A., C. Favero et F. Giavazzi (2012), *The output effect of fiscal consolidations*, NBER Working Paper 18336.

Arce O., S. Hurtado et C. Thomas (2015), *Policy spillovers and synergies in a monetary union*, Banco de España, Working Paper 1540.

Aucremanne L., J. Boeckx et O. Vergote (2007), « Piloter le taux d'intérêt ou la base monétaire: incidence sur le bilan d'une banque centrale », BNB, *Revue économique*, décembre, 17-27.

Auerbach A. et Y. Gorodnichenko (2012), « Measuring the output responses to fiscal policy », *American Economic Journal – Economic Policy*, 4, 1-27.

Baldwin R. et F. Giavazzi (2015). *The Eurozone crisis: A consensus view of the causes and a few possible solutions*, VoxEU eBook.

BCE (2016), « L'orientation budgétaire de la zone euro », Bulletin économique, numéro 4, 75-96.

Bernanke B. S. (2004), *The great moderation*, Speech at the meeting of the Eastern Economic Association, Washington DC, 20 February.

Blanchard O. et J. Galí (2007), « Real wage rigidities and the New Keynesian Model », *Journal of Money, Credit and Banking*, 39, 35-65.

Blanchard O., G. Dell'Ariccia et P. Mauro (2010), « Rethinking macroeconomic policy », *Journal of Money, Credit and Banking*, 42, 199-215.

Blanchard O. et D. Leigh (2013), « Growth forecast errors and fiscal multipliers », American Economic Association, *American Economic Review*, 103(3), 117-120.

Blanchard O., C. J. Erceg et J. Lindé (2016), *Jump-starting the euro area recovery: would a rise in core fiscal spending help the periphery?*, NBER Macroeconomics Annual 2016, 31.

BNB (2015), *Rapport 2014*.

BNB (2016), *Rapport 2015*.

Boeckx J., P. Ilbas, M. Kasongo Kashama, M. de Sola Perea et C. Van Nieuwenhuyze (2015), « Interactions entre la politique monétaire et la politique macroprudentielle », BNB, *Revue économique*, septembre, 7-29.

Checherita-Westphal C., P. Hernández de Cos et T. Warmedinger (2015), *Fiscal multipliers and beyond*, ECB, Occasional Paper Series 162.

Christiano L. J., M. Eichenbaum et C. Evans (2011), « When is the government spending multiplier large? », *Journal of Political Economy*, 119(1), 78-121.

Cochrane J. H. (2011), « Understanding policy in the Great Recession: Some unpleasant fiscal arithmetic », *European Economic Review*, 55, 2-30.

Cochrane J. H. (2014), « Monetary policy with interest on reserves », *Journal of Economic Dynamics and Control*, 49 (C), 74-108.

Cordemans N., M. Deroose, M. Kasongo Kashama et A. Stevens (2016), « L'abc de l'assouplissement quantitatif, ou le b.a.-ba des achats d'actifs par les banques centrales », BNB, *Revue économique*, juin, 33-47.

Draghi M. (2014), *Unemployment in the EA*, Speech at the Annual central bank symposium in Jackson Hole, 22 August.

EC (2015), *Completing Europe's Economic and Monetary Union*, Report by J.-C. Juncker.

Eggertsson G.B. et P. Krugman (2012), « Debt deleveraging, and the liquidity trap. A Fischer-Minsky-Koo approach », *The Quarterly Journal of Economics*, 127(3), 1469-1513.

Erceg C. J. et J. Lindé (2014), « Is there a fiscal free lunch in a liquidity trap? », *Journal of the European Economic Association*, 12(1), 73-107.

in' -t Veld J. (2013), *Fiscal consolidations and spillovers in the euro area periphery and core*, EC, Economic Papers 506.

Leeper E. M. (1991), « Equilibria under 'active' and 'passive' monetary and fiscal policies », *Journal of Monetary Economics*, 27, 129-47.

Leeper E. M. (2016a), *Real theory of the price level*,  
[https://bfi.uchicago.edu/sites/default/files/file\\_uploads/Leeper\\_Background\\_3%20copy.pdf](https://bfi.uchicago.edu/sites/default/files/file_uploads/Leeper_Background_3%20copy.pdf).

Leeper E. M. (2016b), *Rethinking the central bank's mandate (and other things)*, Presentation at the Riksbank's conference on Rethinking the central bank's mandate, Stockholm, 3-4 June.

Loyo E. (1999), *Tight money paradox on the loose: A fiscalist hyperinflation*, Harvard University.

Melyn W., L. Van Meensel et S. Van Parys (2015), « Le cadre de gouvernance européen en matière de finances publiques : explication et évaluation », BNB, *Revue économique*, septembre, 81-109.

Mersch Y. (2016), *Monetary policy in the euro area: Scope, principles and limits*, Keynote speech at the Natixis Meeting of Chief Economists, Paris, 23 June.

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

Praet P. (2015), *Public sector security purchases and monetary dominance in a monetary union without a fiscal union*, Speech at the Conference: The ECB and Its Watchers XVI, Frankfurt am Main, 11 March.

Sargent T. J. et N. Wallace (1981), « Some unpleasant monetarist arithmetic », Federal Reserve Bank of Minneapolis, *Quarterly Review*, Fall.

Sims C.A. (1999), « The precarious fiscal foundations of EMU », DNB, *De Economist*, vol. 147 (4), 415-436.

Sims C.A. (2012), « Gaps in the institutional structure of the euro area », Banque de France, *Financial Stability Review*, 16, 217-222.

Sims C.A. (2016), *Fiscal policy, monetary policy and central bank independence*, Speech at the annual central bank symposium in Jackson Hole, 26 August.

Taylor J.B. (1999), *A historical analysis of monetary policy rules*, NBER, Working Paper, 6768.

Woodford M. (2011), « Simple analytics of the government spending multiplier », *American Economic Journal: Macroeconomics*, 3(1), 1-35.

# La répartition du patrimoine en Belgique : premiers résultats de la deuxième vague de la Household Finance and Consumption Survey (HFCS)

Ph. Du Caju<sup>(\*)</sup>

## Introduction

Les actifs et passifs financiers globaux des ménages peuvent être déduits des comptes financiers, tandis que leurs actifs réels globaux peuvent être évalués sur la base d'estimations de la propriété immobilière et des prix de l'immobilier. Ces sources d'informations macroéconomiques en disent cependant peu, voire sont muettes, sur la répartition du patrimoine entre les ménages. Il faut pour cela disposer de données au niveau des ménages. C'est la raison pour laquelle le Household Finance and Consumption Network (HFCN) organise une enquête sur le patrimoine et la consommation des ménages (Household Finance and Consumption Survey – HFCS) dans les pays de la zone euro. Les aspects méthodologiques de l'enquête ont été décrits dans HFCN (2013a), et des comparaisons internationales détaillées ont été commentées dans HFCN (2013b). Quant au fonctionnement du HFCN, à l'organisation de la HFCS en Belgique et aux résultats de la première vague de l'enquête (2010), ils ont été expliqués dans Du Caju (2013). Le présent article analyse la structure et la répartition du patrimoine des ménages à l'aune des résultats provisoires de la deuxième vague de cette enquête en Belgique (réalisée en 2014). Il y est notamment procédé à une comparaison avec les résultats de la Belgique lors de la première vague de l'enquête. Les résultats internationaux de la deuxième vague ne sont pas encore disponibles : un rapport conjoint du HFCN devrait être publié à la fin de 2016.

<sup>(\*)</sup> L'auteur remercie Laurent Van Belle pour sa contribution à l'organisation de la HFCS et pour le traitement statistique des données.

L'article se décline en trois parties. La première se penche sur le contenu et sur l'organisation de la HFCS. Elle décrit brièvement l'enquête de patrimoine sur la situation financière des ménages et commente la teneur des données. La deuxième partie est consacrée à la composition des actifs et des passifs des ménages. Une distinction y est opérée entre les actifs réels et financiers. La HFCS se base sur une définition large des actifs réels et financiers des ménages et demande systématiquement aux ménages, d'une part, s'ils possèdent un certain type d'actifs et, d'autre part, quelle en est la valeur. L'enquête fournit donc des informations non seulement sur le taux de participation (la détention, par les ménages, des différents instruments de placement), mais aussi sur la valorisation de ces placements. Enfin, la troisième et dernière partie analyse le patrimoine net des ménages, en accordant une attention particulière à sa répartition entre les ménages et en établissant une comparaison avec la répartition des revenus. La conclusion synthétise les premiers résultats livrés par la deuxième vague de la HFCS en Belgique.

## 1. La Household Finance and Consumption Survey

En 2008, le Conseil des gouverneurs de la Banque centrale européenne (BCE) a décidé d'organiser une enquête sur le comportement financier des ménages (Household Finance and Consumption Survey – HFCS) dans la zone euro. Un réseau de recherche spécifique, baptisé

Household Finance and Consumption Network (HFCN), a été constitué à cette fin. Il regroupe des chercheurs, des statisticiens et des experts en sondage de la BCE, des banques centrales nationales et de plusieurs instituts statistiques nationaux, ainsi que des consultants externes. La Banque nationale de Belgique est responsable du volet belge de l'enquête.

L'objectif de la HFCS est de compléter les données macroéconomiques existantes tirées des comptes financiers par des informations microéconomiques à l'échelon des ménages, de manière à mener des recherches scientifiques spécifiques et des analyses pertinentes pour les politiques à mener, de même qu'à appréhender les aspects liés à la répartition des actifs et des passifs. La HFCS a été conçue pour étayer l'analyse stratégique menée par la Banque et par l'Eurosystème en matière de politiques monétaire et macroprudentielle. Les données qui reflètent l'hétérogénéité du secteur des ménages, telles que les recueils de la HFCS, peuvent utilement compléter les statistiques macroéconomiques et financières existantes en les enrichissant d'informations en matière de répartition (notamment sur l'asymétrie de la répartition des richesses). En tant que telles, les données de la HFCS permettent d'analyser le comportement de groupes de ménages spécifiques présentant un intérêt tout particulier sous l'angle des politiques à mettre en œuvre : déciles de revenus et de patrimoine les plus faibles ou les plus élevés, ménages surendettés, ménages soumis à des contraintes de crédit, etc.

En Belgique, l'enquête est organisée par la Banque : elle s'opère sans intervention directe d'un institut statistique<sup>(1)</sup>, contrairement à ce qui se fait dans quelques autres pays. Au sein de la Banque, le département des Études et le département Statistique générale travaillent en étroite collaboration à l'organisation générale de l'enquête ainsi qu'au traitement et à l'analyse des résultats. Le travail sur le terrain, c'est-à-dire la collecte des informations par des entretiens de visu avec les ménages, a été confié par adjudication publique à un bureau d'enquête externe avec un suivi par la Banque.

La HFCS fournit des données détaillées au niveau des ménages sur divers aspects de leur situation patrimoniale (actifs et passifs réels et financiers) ainsi que sur quelques variables connexes comme les revenus et les caractéristiques démographiques. Le questionnaire de la HFCS est assez détaillé. Les réponses aux questions sont données par la personne la mieux au fait de la

situation financière du ménage. Il convient de souligner que la valeur des actifs et des passifs recensée par la HFCS est estimée par les ménages eux-mêmes. Si nécessaire et dans la mesure du possible, les enquêteurs encouragent les ménages à consulter des documents tels que leurs relevés bancaires, leurs déclarations d'impôts, etc. Cette vérification n'est bien entendu pas toujours possible pour tous les actifs, comme par exemple les biens immobiliers. Cette valeur estimée par les ménages ne correspond pas nécessairement toujours à la valeur marchande réelle.

Le HFCN veille à ce que la HFCS soit organisée de manière harmonisée dans les différents pays de la zone euro. Pour ce qui est de la première vague de l'enquête, les entretiens ont, pour la plupart des pays, dont la Belgique (2 324 ménages), été menés en 2010, et les résultats ont été publiés en 2013. La deuxième vague a, pour la plupart des pays, y compris la Belgique (2 238 ménages), été menée en 2014, et les résultats devraient être publiés à la fin de 2016. L'objectif est d'organiser dorénavant ce type d'enquête tous les trois ans : une troisième vague sera menée en 2017, dont les résultats seront publiés en 2019. Comme les données d'autres pays ne sont pas encore disponibles et que les résultats pour la Belgique ne sont pas encore publics, le présent article esquisse les grandes lignes sur la base de données provisoires. Des études plus détaillées consacrées à différents aspects plus précis seront publiées ultérieurement.

## 2. Composition et évolution du patrimoine des ménages belges

La présente partie analyse la composition et la répartition des actifs des ménages. Une distinction est opérée entre les actifs réels et financiers. Pour ce faire, on en considère les différentes composantes : quels ménages détiennent ces actifs et quelle en est la valeur. Les aspects suivants sont examinés plus en détail :

- le taux de participation : il exprime la part des ménages (en pourcentage de la population totale des ménages) qui détiennent une composante donnée du patrimoine. Le taux de participation donne donc un aperçu de la répartition des postes bilanciaux entre les ménages ;
- la valeur médiane conditionnelle : elle ne concerne que les ménages qui participent à une composante donnée du patrimoine et fournit, pour ceux-ci, la valeur médiane en euros de cette composante. La médiane (percentile p50) est la valeur d'une variable donnée, telle que la moitié des ménages en détiennent moins et l'autre moitié plus. La médiane donne donc la valeur pour un ménage se situant au centre de la distribution.

(1) La Direction générale Statistique (DGS) fournit des Informations démographiques détaillées sur la base desquelles la Banque peut faire extraire auprès du Registre national un échantillon stratifié du registre de la population. Sans cette collaboration, il est impossible de réaliser une enquête de qualité.

Les autres valeurs de percentile (p1, ..., p99) indiquent la valeur en d'autres endroits de la distribution ;

- la marge d'erreur : cette marge est ici égale à deux fois l'erreur type du paramètre estimé (valeur de percentile), ce qui assure un intervalle de fiabilité d'approximativement 95 %. L'enquête procède à des estimations en se fondant sur un échantillon de la population. Il en découle systématiquement des erreurs. Les marges d'erreur s'élargissent à mesure que l'échantillon sur la base duquel la valeur de percentile d'une variable est estimée se réduit et que la dispersion de cette variable s'étend.

## 2.1 Actifs réels

En ce qui concerne les actifs réels, la HFCS établit une distinction entre l'immobilier et les autres avoirs réels. Les avoirs immobiliers comprennent en premier lieu la résidence principale du ménage (pour les propriétaires de leur logement), puis les autres biens immobiliers. Il peut s'agir ici de résidences secondaires, de résidences de vacances ou de biens mis en location. L'une des caractéristiques uniques de la HFCS est qu'elle ne se limite pas à l'immobilier, mais qu'elle prend également en considération d'autres avoirs réels. Une deuxième catégorie d'actifs réels comprend les véhicules, qui sont principalement des automobiles, mais aussi, par exemple, des motos, des bateaux, des aéronefs et des caravanes. La HFCS évalue également toute une série d'objets de valeur pouvant figurer dans le patrimoine réel d'un ménage. Les ménages sont sondés sur les objets leur appartenant, tels que bijoux, œuvres d'art, antiquités, etc., et autres collections pouvant être de valeur. Enfin, dernière composante importante du patrimoine réel prise en compte par la HFCS : les avoirs professionnels,

en particulier les sociétés propres non cotées, comme les activités indépendantes et les entreprises familiales. Si, par exemple, un ménage détient un bien immobilier par l'intermédiaire d'une telle société, la valeur est enregistrée avec la valeur totale de la société, non avec la propriété immobilière directe du ménage.

La grande majorité des ménages belges (88,5 % en 2014) détiennent des actifs réels, dont le poste principal est la résidence principale du ménage, c'est-à-dire le logement propre. En 2014, d'après la HFCS, 70,3 % des ménages belges étaient propriétaires de leur logement. Considérant le ménage médian dans le groupe des ménages propriétaires de leur logement en Belgique, la valeur de l'habitation s'élève à 249 700 euros (valeur médiane conditionnelle), soit un montant quasiment inchangé depuis 2010 (248 300 euros).

Outre leur logement propre, 18,5 % des ménages belges possédaient en 2014 d'autres avoirs immobiliers, ce qui représente une hausse par rapport à 2010 (16,4 %). Les marges d'erreur autour de la valeur médiane (176 800 euros) pour ces autres avoirs immobiliers sont relativement grandes en raison de la répartition large (d'un modeste chalet à plusieurs propriétés de rapport) et du nombre relativement faible d'observations dans l'échantillon. Plus des trois quarts des ménages possèdent un ou plusieurs véhicules. En ce qui concerne l'entrepreneuriat, 8,5 % des ménages belges déclarent exercer une activité indépendante. La valeur médiane de ce poste de l'actif s'établissait à 55 500 euros en 2014, contre 49 300 euros en 2010, à nouveau avec une importante marge d'erreur liée à la grande répartition et au faible nombre d'observations. Enfin, près d'un ménage sur sept a fait état d'autres objets de valeur faisant partie de leurs actifs réels.

**TABLEAU 1** ACTIFS RÉELS  
(participation<sup>(1)</sup> et valeur médiane<sup>(2)</sup>)

	Actifs réels	Logement propre	Autres biens immobiliers	Véhicules	Objets de valeur	Activité indépendante
HFCS I (2010) . . . . .	89,8 % 219,8 (14,1)	69,6 % 248,3 (9,5)	16,4 % 173,3 (29,4)	77,2 % 6,2 (1,2)	15,4 % 5,0 (2,7)	6,6 % 49,3 (30,1)
HFCS II (2014) . . . . .	88,5 % 250,7 (11,6)	70,3 % 249,7 (1,4)	18,5 % 176,8 (29,1)	76,2 % 6,9 (1,0)	12,6 % 5,9 (2,1)	8,5 % 55,5 (48,2)

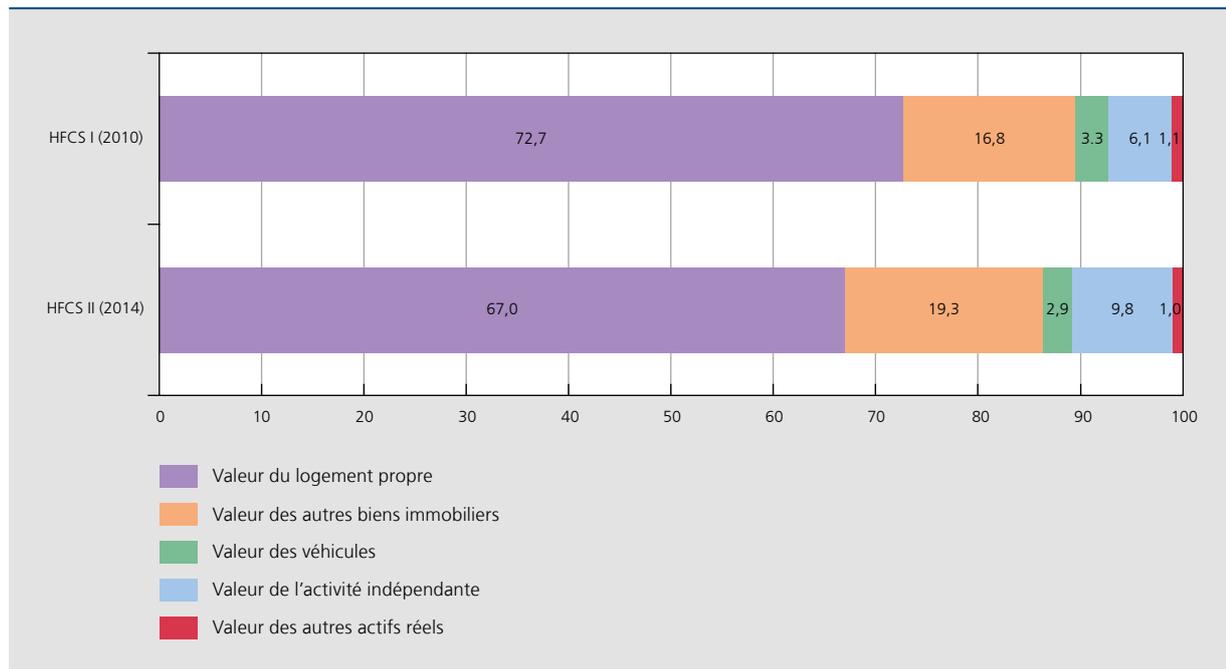
Source : BNB (HFCS 2010 et 2014, données provisoires).

(1) Taux de participation en pourcentage des ménages.

(2) Valeur médiane conditionnelle en milliers d'euros, avec la marge d'erreur (deux fois l'erreur type) en milliers d'euros entre parenthèses.

## GRAPHIQUE 1 COMPOSITION DES ACTIFS RÉELS DES MÉNAGES

(part en pourcentage dans la valeur totale des actifs réels)



Source : BNB (HFCS 2010 et 2014, données provisoires).

Globalement, la détention d'actifs réels est demeurée assez stable entre les deux vagues de la HFCS (2010 et 2014). L'on a toutefois constaté une nette hausse des placements dans les biens immobiliers autres que le logement propre du ménage. Cet intérêt croissant des ménages pour les placements dans d'autres biens immobiliers se reflète également dans la composition de leur patrimoine réel. Dans leur portefeuille, la part des biens immobiliers autres que le logement propre s'est accrue entre 2010 et 2014. Le poids de ces biens immobiliers dans le patrimoine réel est passé de 16,8 à 19,3 %. Ces différents éléments peuvent découler de l'environnement de taux bas et de la capacité nette de financement des ménages qui recherchaient un placement sûr.

### 2.2 Actifs financiers

La HFCS considère les actifs financiers au sens large, à l'exception toutefois des espèces. Ils comprennent en premier lieu les dépôts : les comptes à vue, ainsi que les comptes d'épargne et à terme. Les fonds de placement comprennent quant à eux tous les placements en fonds communs, quelles que soient les valeurs sous-jacentes de ces fonds (actions, obligations, immobilier, etc.). Les obligations et bons de caisse recensés par la HFCS sont des actifs individuels et non des valeurs sous-jacentes de fonds

communs. Ils peuvent avoir été émis par un État, par une banque ou par une autre entreprise. Comme pour les obligations, la HFCS établit une distinction entre les actions individuelles et les actions ou parts constituant la valeur sous-jacente d'un fonds commun de placement. Pour ce qui est des pensions complémentaires et des assurances-vie, seule la valeur des plans et assurances individuels contractés sur une base volontaire est prise en compte, et non la pension publique et les plans ou assurances complémentaires contractés au niveau de l'entreprise ou du secteur. Pour la Belgique, seul le « troisième pilier » est donc pris en compte dans l'actif financier. La valeur du capital des pensions légales et des pensions au niveau de l'entreprise ou du secteur est souvent très difficile, voire impossible, à évaluer.

Pour le calcul de l'actif financier total des ménages, la HFCS tient également compte de la valeur d'une série d'autres produits, bien qu'ils ne soient pas rapportés et analysés séparément. Il s'agit ici des comptes de placement gérés par des tiers, des options, des futures, des certificats liés à des indices, des métaux précieux, etc., et des avoirs détenus auprès de tiers (par exemple des prêts à la famille ou à des amis).

Pour les besoins de l'analyse, une distinction est opérée entre les dépôts (comptes à vue et d'épargne), les fonds

**TABEAU 2 ACTIFS FINANCIERS**  
(participation<sup>(1)</sup> et valeur médiane<sup>(2)</sup>)

	Actifs financiers	Comptes à vue	Comptes d'épargne	Fonds de placement	Obligations et bons de caisse	Actions	Pensions complémentaires et assurances-vie
HFCS I (2010) . . . . .	98,0 % 26,5 (3,2)	93,7 % 1,3 (0,2)	76,5 % 11,8 (2,6)	17,6 % 20,3 (5,6)	7,5 % 30,4 (18,7)	14,7 % 5,0 (3,7)	43,3 % 19,8 (3,0)
HFCS II (2014) . . . . .	97,9 % 28,5 (3,4)	97,1 % 1,8 (0,3)	76,6 % 16,0 (2,9)	21,0 % 28,2 (9,2)	7,8 % 12,1 (4,5)	11,0 % 9,5 (4,6)	44,4 % 16,7 (1,9)

Source : BNB (HFCS 2010 et 2014, données provisoires).

(1) Taux de participation en pourcentage des ménages.

(2) Valeur médiane conditionnelle en milliers d'euros, avec la marge d'erreur (deux fois l'erreur type) en milliers d'euros entre parenthèses.

de placement, les obligations et les bons de caisse, les actions cotées en bourse et les plans de pension complémentaires et assurances-vie individuels. La plupart des ménages sont titulaires d'un (ou plusieurs) compte(s) à vue, et trois quarts d'entre eux également d'un (ou plusieurs) compte(s) d'épargne. En revanche, la possession d'autres actifs financiers est plus faible. À l'inverse, la détention de pensions complémentaires et assurances-vie personnelles, c'est-à-dire ce qu'il est coutumier de qualifier de troisième pilier des pensions, est, quant à elle, relativement plus importante.

En Belgique, un ménage médian possédait des comptes d'épargne d'une valeur de 16 000 euros en 2014, contre 11 800 euros en 2010. Seuls 11 % des ménages détenaient des actions individuelles d'entreprises cotées en bourse, pour une valeur médiane n'excédant pas 9 500 euros par ménage. En 2010, près de 15 % des ménages détenaient directement des actions. Moins de 8 % des ménages possédaient des obligations ou des bons de caisse, pour une valeur médiane de 12 100 euros en 2014, contre 30 400 euros en 2010. Les placements directs en actions et en obligations semblent donc avoir diminué au profit des fonds communs de placement. Ces fonds de placement, dont la valeur sous-jacente peut également comprendre des actions et/ou des obligations, étaient entre les mains de 21 % des ménages belges en 2014, contre 17,6 % en 2010. Le ménage médian y place (en valeur médiane conditionnelle) 28 200 euros, contre 20 300 euros en 2010. Les fonds de placement ont donc gagné en popularité auprès des Belges. Pour de nombreux ménages, le troisième pilier des pensions constitue un poste important de l'actif financier. Cette forme de placement est influencée par la valeur et le degré de certitude ou d'incertitude de la pension légale et

des éventuelles pensions sectorielles ou professionnelles complémentaires. En Belgique, près de 45 % des ménages possèdent ce genre d'actifs financiers.

Globalement, la détention d'actifs financiers entre les deux vagues de la HFCS est demeurée assez stable. Il est toutefois clairement établi que les ménages belges ont réduit leurs investissements directs en bourse et sur le marché obligataire. En revanche, ils ont visiblement choisi d'orienter plus fortement leurs placements financiers vers les fonds communs de placement.

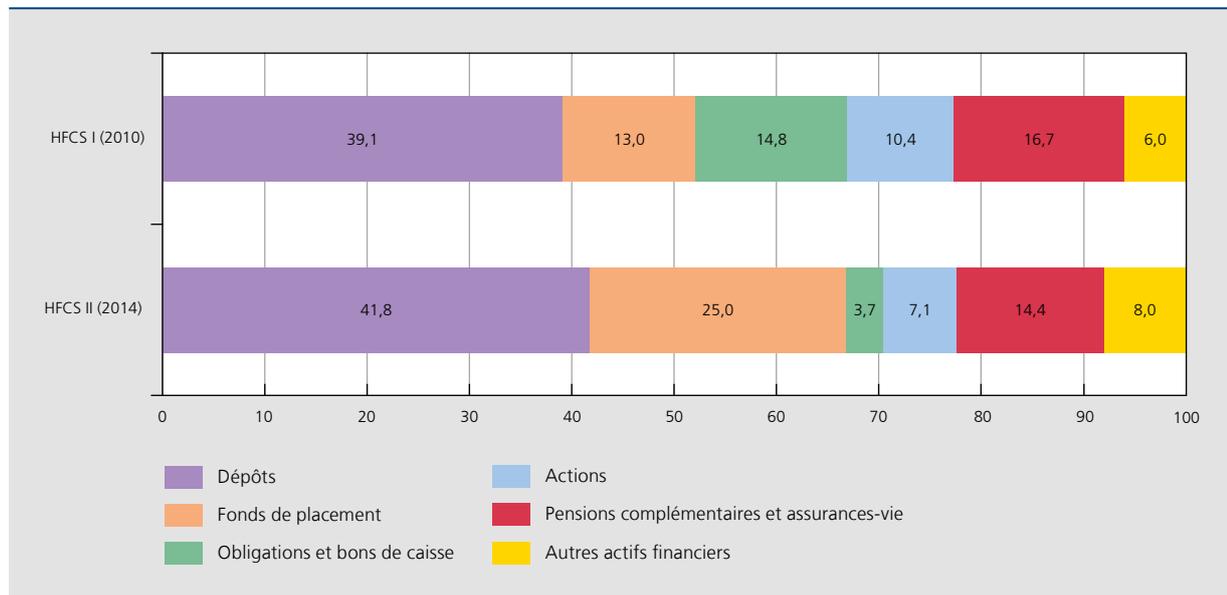
Dans les actifs financiers aussi, l'évolution des préférences des ménages s'exprime dans la composition de leur portefeuille financier total. Les actions et les obligations détenues par l'intermédiaire de fonds communs de placement sont devenues plus importantes que les actifs détenus directement. Dans l'échantillon de la HFCS, les fonds de placement représentent actuellement un quart du portefeuille financier des ménages. Le poids des actions et des obligations détenues directement a diminué à l'avenant.

Les glissements observés au cours de la deuxième vague au départ des actions et obligations détenues directement vers les fonds communs de placement, ainsi que l'intérêt pour l'immobilier (plus spécifiquement les biens immobiliers autres que le logement propre) avaient en quelque sorte été annoncés par les personnes interrogées lors de la première vague. En effet, les ménages avaient alors indiqué être réticents à placer directement en bourse et avoir davantage confiance dans l'immobilier (cf. Du Caju, 2012).

Si l'on examine l'ensemble des actifs réels et financiers des ménages, l'on constate que leur répartition au sein de la

## GRAPHIQUE 2 COMPOSITION DES ACTIFS FINANCIERS DES MÉNAGES

(part en pourcentage dans la valeur totale des actifs financiers)



Source : BNB (HFCS 2010 et 2014, données provisoires).

population est très inégale. À cet égard, les ménages sont subdivisés en cinq groupes égaux (quintiles), en fonction de la valeur totale de leurs actifs (de faible à élevée), et l'on regarde quelle part représente chacun de ces quintiles dans les actifs totaux de l'ensemble des ménages. Il ressort de cette analyse que la part du groupe le plus pauvre (le quintile le plus bas) dans l'actif total est quasiment nulle, tandis que les 20% de ménages les plus riches (le quintile le plus élevé) possèdent plus de la moitié des actifs totaux. Entre les deux vagues de la HFCS, la répartition des actifs totaux est donc demeurée globalement assez stable, même s'il se peut qu'elle affiche une baisse relative au sommet. Il convient de préciser que les marges d'erreur autour des estimations s'accroissent à mesure que l'on s'élève dans la répartition du patrimoine. La partie 3 reviendra sur ce point.

### 2.3 Dettes

La HFCS interroge les ménages non seulement sur leurs avoirs, mais aussi sur leurs dettes. L'enquête distingue ainsi dette hypothécaire (contractée pour l'achat du logement propre ou d'un autre bien immobilier) et dette non hypothécaire. Les autres dettes prises en considération par la HFCS sont les lignes de crédit et les découverts bancaires, les soldes débiteurs sur les cartes de crédit et d'autres emprunts, tels que les prêts automobiles ou les crédits à la consommation. Le taux de participation des

ménages belges au marché du crédit est passé de 44,8% en 2010 à 48,8% en 2014. S'agissant des ménages qui ont souscrit un emprunt hypothécaire pour l'acquisition de leur logement propre, le solde restant dû médian est passé de 66 700 à 79 100 euros. Parallèlement à l'augmentation de la détention d'autres biens immobiliers, les crédits destinés à l'acquisition de ce type de biens ont eux aussi progressé. Les autres crédits (principalement les crédits à la consommation, mais aussi les cartes de crédit

**TABLEAU 3 DETTES**  
(participation<sup>(1)</sup> et valeur médiane<sup>(2)</sup>)

	Crédits	Crédit hypothécaire		Crédit non hypothécaire
		Logement propre	Autre(s) bien(s)	
HFCS I (2010) . . .	44,8 %	28,5 %	3,2 %	24,2 %
	39,0	66,7	56,9	5,2
	(8,3)	(10,3)	(24,6)	(1,3)
HFCS II (2014) . .	48,4 %	31,9 %	4,7 %	25,2 %
	49,8	79,1	59,2	6,7
	(9,0)	(11,2)	(12,7)	(1,6)

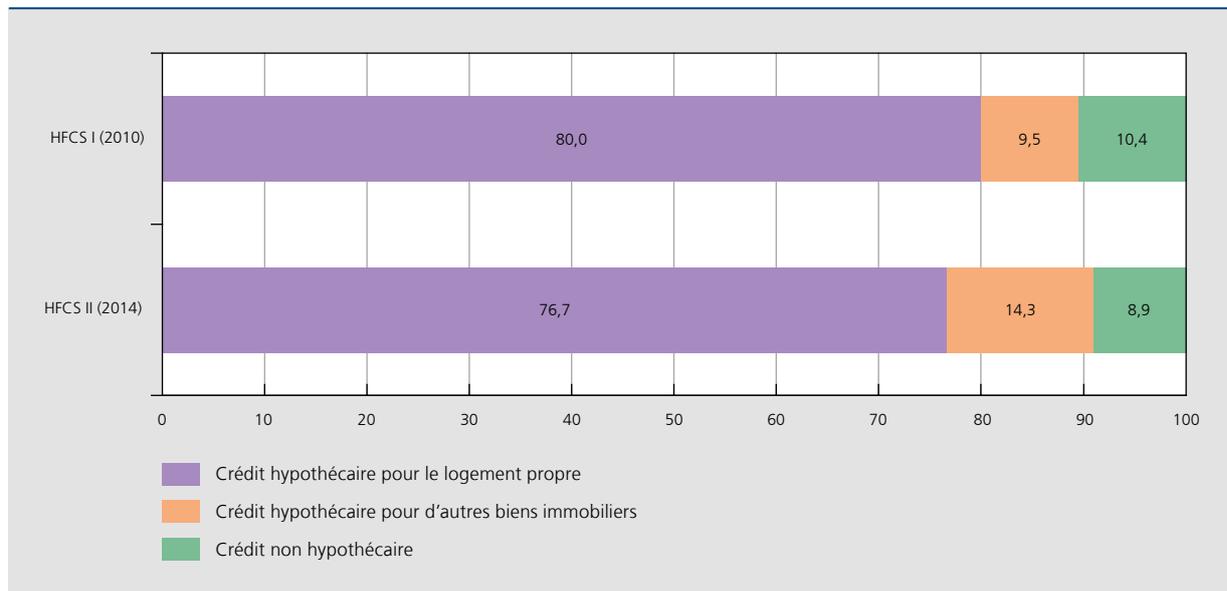
Source : BNB (HFCS 2010 et 2014, données provisoires).

(1) Taux de participation exprimé en pourcentage des ménages.

(2) Valeur médiane conditionnelle en milliers d'euros, avec la marge d'erreur (deux fois l'erreur type) en milliers d'euros entre parenthèses.

### GRAPHIQUE 3 COMPOSITION DE LA DETTE DES MÉNAGES

(part en pourcentage dans la valeur totale des dettes)



Source: BNB (HFCS 2010 et 2014, données provisoires).

ou les dettes contractées auprès de particuliers) ont également affiché une légère augmentation et sont détenus par un quart des ménages environ, le plus souvent pour de plus petits montants.

Les résultats de la deuxième vague de la HFCS (2014) montrent donc que la participation et les soldes restant dus ont progressé pour tous les types de crédit depuis 2010. S'inscrivant dans l'évolution des investissements dans d'autres biens immobiliers et l'importance accrue de ce type d'actifs dans le patrimoine, la composition de la dette des ménages s'est quelque peu modifiée entre 2010 et 2014. Parallèlement au crédit contracté pour l'acquisition d'un logement propre, l'emprunt hypothécaire destiné à financer d'autre(s) bien(s) immobilier(s) a représenté une plus grande part de la dette des ménages en 2014 (14,3 %) qu'en 2010 (9,5 %).

#### 2.4 Revenus et endettement

L'ampleur de la dette n'est pas le seul facteur déterminant en matière de soutenabilité de l'endettement des ménages. Les données de la HFCS permettent de cartographier des caractéristiques structurelles, comme le profil de risque des ménages débiteurs. Pour cela, nous calculons une série de mesures du risque au niveau des ménages. Ces derniers éprouvent des difficultés pour rembourser leur prêt hypothécaire lorsque le flux de

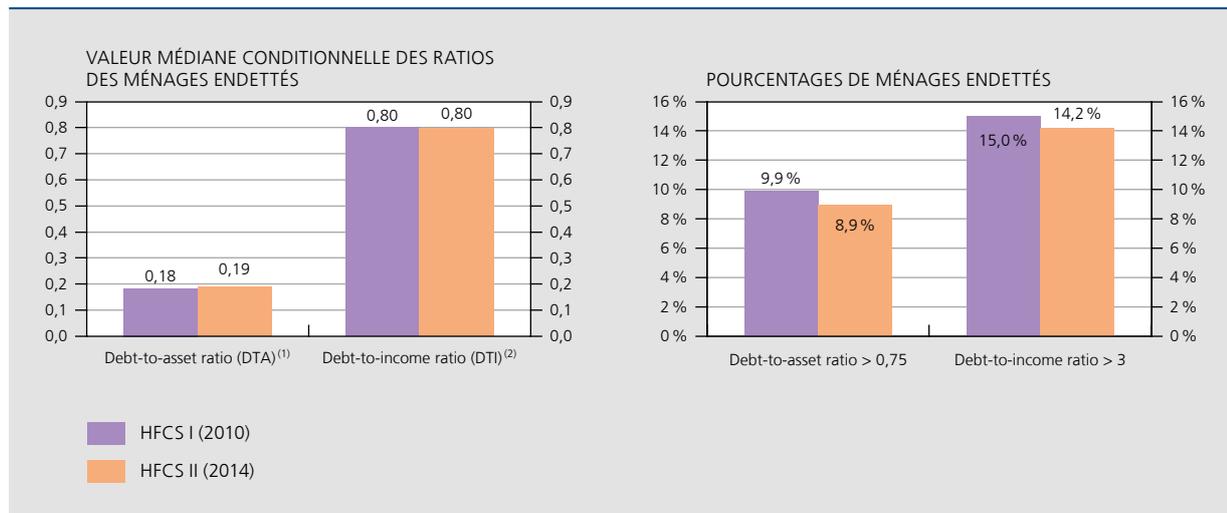
leurs revenus est trop faible pour régler leurs échéances périodiques et lorsque leurs actifs ne suffisent pas pour financer ces dernières ou pour rembourser (une partie de) l'encours de leur dette, dans l'éventualité où leurs sources de revenus viendraient brutalement à se tarir. Les données d'enquête au niveau des ménages présentent les avantages de permettre d'étudier séparément le groupe des ménages débiteurs et de fournir des informations sur la répartition des dettes et des actifs entre ces ménages. Aux fins de l'évaluation du profil de risque de l'endettement des ménages, nous calculons trois mesures du risque qui rapportent l'encours de la dette ou son remboursement respectivement aux revenus ou aux actifs du ménage :

- le *debt-to-asset ratio* (DTA) : rapport entre l'encours de la dette du ménage et la valeur de ses actifs (estimée par le ménage lui-même) au moment de l'enquête ;
- le *debt-to-income ratio* (DTI) : rapport entre l'encours de la dette du ménage et ses revenus annuels bruts au moment de l'enquête ;
- le *(mortgage-)debt-service-to-income ratio* (DSTI) : rapport entre le flux des mensualités de l'emprunt (hypothécaire) et le flux mensuel des revenus bruts du ménage au moment de l'enquête.

Si nous examinons la capacité de rembourser une dette à l'aide des flux de revenus actuels, il apparaît que le ménage endetté moyen présente un DTI de 0,8. La valeur médiane conditionnelle du DTA s'élève quant à elle

## GRAPHIQUE 4 ENDETTEMENT DES MÉNAGES

(indicateurs d'endettement pour les ménages débiteurs)



Source : BNB (HFCS 2010 et 2014, données provisoires).

(1) Rapport entre l'encours de la dette du ménage et la valeur des actifs (estimée par le ménage lui-même) au moment de l'enquête.

(2) Rapport entre l'encours de la dette du ménage et ses revenus annuels bruts au moment de l'enquête.

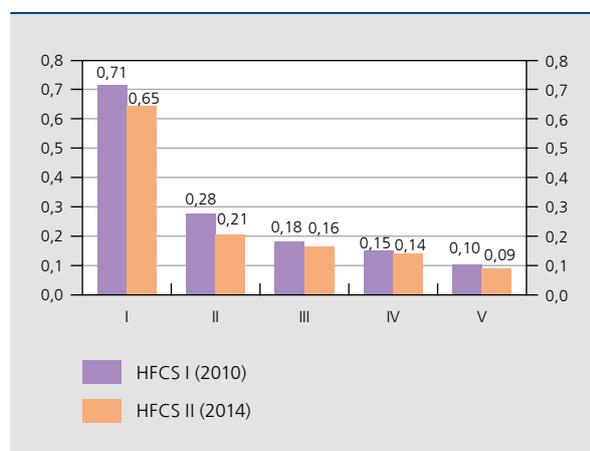
à 0,19. Ces ratios restent stables entre les deux vagues de l'enquête HFCS. Les valeurs médianes n'offrent toutefois qu'une image très partielle. Lorsque les ratios d'endettement liés aux revenus ou aux actifs liquides dépassent certains seuils critiques, le risque que les ménages ne puissent pas acquitter leurs dettes s'accroît (cf. Du Caju *et al.*, 2014 et De Backer *et al.*, 2015). C'est le cas de la part des ménages débiteurs présentant un DTA supérieur à 0,75 (l'endettement total s'élève à plus de 75 % de l'actif total) ou un DTI supérieur à 3 (il faut plus du triple des revenus annuels bruts pour apurer les dettes). Ces parts auraient quelque peu reculé entre 2010 et 2014. La part des ménages présentant un DTA > 0,75 est revenue de 9,9 à 8,9 % : celle des ménages présentant un DTI > 3, de 15 à 14,2 %.

Une autre approche consiste à rapporter les mensualités du ménage à ses revenus (DSTI). Une telle démarche est d'autant plus pertinente en matière de dette hypothécaire. Il apparaît évident que cette charge de remboursement pour les emprunts hypothécaires (DSTI) est relativement élevée pour les ménages à faibles revenus ayant contracté un emprunt hypothécaire. Il convient par ailleurs de ne pas perdre de vue que les ménages belges accèdent au marché immobilier – et donc au marché hypothécaire – à un âge relativement jeune, lorsque leurs revenus peuvent encore progresser. En outre, la part des emprunts hypothécaires assortis d'une très longue échéance ou dépourvus de remboursements en capital est relativement modeste en Belgique, ce qui

entraîne des remboursements périodiques généralement plus importants. Ces caractéristiques, en soi favorables, sont toutefois de nature à accroître le nombre de ménages dont le ratio DSTI est élevé. Les données de la HFCS montrent que le DSTI a spécifiquement reculé pour les quintiles de revenu inférieurs. Il semble dès lors que la charge de remboursement pour les emprunts

## GRAPHIQUE 5 CHARGE DE REMBOURSEMENT DES EMPRUNTS HYPOTHÉCAIRES

(mortgage-debt-service-to-income ratio (DSTI)<sup>(1)</sup>, répartition par quintile de revenu)



Source : BNB (HFCS 2010 et 2014, données provisoires).

(1) Rapport entre le flux de remboursement mensuel du crédit hypothécaire et le flux de revenus bruts mensuels du ménage.

hypothécaires diminue de manière relativement plus forte pour les ménages à plus faibles revenus.

Il s'agit de surcroît d'un possible effet lié à l'attitude plus stricte des banques dans l'évaluation des dossiers de crédits et l'octroi de crédits hypothécaires. À la suite de la crise financière, ainsi que sur les instances de l'autorité de contrôle, les banques sont devenues plus prudentes à consentir un crédit. D'après les résultats de la Bank Lending Survey (BLS), il apparaît en effet que les banques ont durci les conditions d'octroi de crédit depuis la crise. Il n'est pas improbable que les ménages à plus faibles revenus soient davantage touchés par ces restrictions accrues.

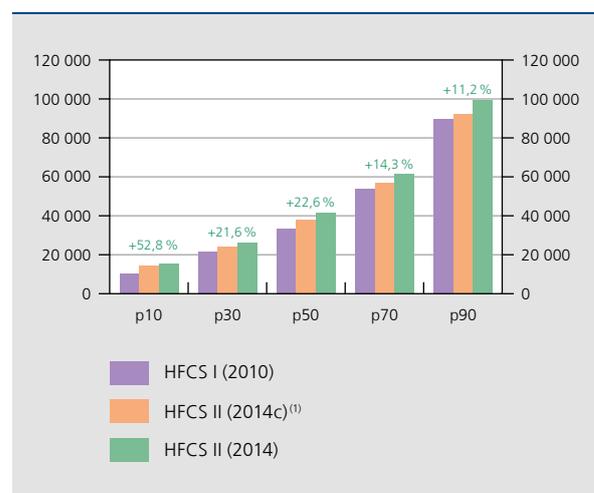
L'évolution des revenus des ménages entre 2010 et 2014 constitue un élément supplémentaire. Les données de la HFCS montrent que les revenus des ménages des déciles de revenu inférieurs ont marqué une hausse proportionnellement plus prononcée que les revenus des ménages des déciles supérieurs. Les revenus les plus faibles sont principalement constitués de revenus de remplacement et de revenus du travail qui, entre les deux vagues de la HFCS, ont été soutenus par l'indexation et des politiques visant à préserver l'emploi. Les revenus les plus élevés sont, relativement parlant, davantage constitués de revenus d'actifs financiers, lesquels se sont contractés à la suite de la crise et de l'environnement de taux faibles. De surcroît, les revenus du travail des ménages à revenus élevés comportent relativement plus souvent une composante variable. Ces formes de rémunération variable, tels que les primes et les bonus, peuvent également s'inscrire en baisse en période de crise.

La HFCS interroge les ménages sur leurs revenus annuels du travail, mais aussi sur les revenus tirés d'autres sources, tels que le patrimoine (locations, rentes et dividendes) et les revenus de transferts (allocations). À l'instar d'autres enquêtes consacrées aux ménages, la HFCS porte sur les revenus bruts, ceux-ci permettant une comparaison internationale. Pour une grande partie des ménages, il n'est toutefois pas toujours aisé d'indiquer leurs revenus bruts. C'est pourquoi, pour la deuxième vague de la HFCS, la Banque a décidé de permettre aux personnes interrogées de communiquer des montants nets, qui sont ensuite convertis en brut après application des normes fiscales. Dans la mesure où la distinction entre brut et net est plus difficile pour les sondés ayant un niveau d'études plus faible, et où la différence entre brut et net est relativement plus importante pour les revenus du travail que pour ceux du patrimoine, cette amélioration méthodologique pourrait partiellement expliquer pourquoi les revenus figurant dans la HFCS entre la première et la deuxième vague ont marqué une progression relativement plus forte dans la partie inférieure de la répartition.

En plus de la situation économique (crise financière et taux faibles), l'amélioration méthodologique concernant la question des revenus (choix entre montants bruts ou nets laissé aux personnes interrogées et conversion par la suite) pourrait dès lors expliquer en partie pourquoi les revenus inférieurs sont comparativement ceux qui ont le plus augmenté et donc aussi pourquoi la part des ménages présentant un indicateur élevé d'endettement par rapport aux revenus s'est repliée. Néanmoins, la part des ménages surendettés (sur la base d'un DTA, DTI ou DSTI élevé, comme décrit précédemment) reste globalement stable.

La soutenabilité de l'endettement hypothécaire varie en fonction du type de ménage. À cet égard, les résultats de la HFCS sont informatifs. Les ménages se subdivisent en effet en ménages avec ou sans enfant(s) à charge. Cette distinction détermine de manière substantielle leurs besoins en logement ainsi que leur structure de dépenses. Ils peuvent ensuite être répartis selon que le (les) adulte(s) du ménage a (ont) atteint l'âge de 65 ans ou non, ce qui a une incidence sur les perspectives en matière de revenus et sur le comportement d'épargne, mais aussi selon qu'ils vivent en couple, ce qui est également déterminant en matière d'assise financière potentielle. Nous obtenons ainsi six groupes de ménages : couples adultes ayant charge de famille, couples adultes sans charge de famille, adulte isolé ayant charge de famille, adulte isolé sans charge de famille, couples de personnes âgées (au moins l'un des partenaires est âgé de 65 ans ou plus) et

**GRAPHIQUE 6 LE REVENU BRUT DES MÉNAGES DANS LA HFCS**  
(valeurs des percentiles en euros, correction de l'inflation)

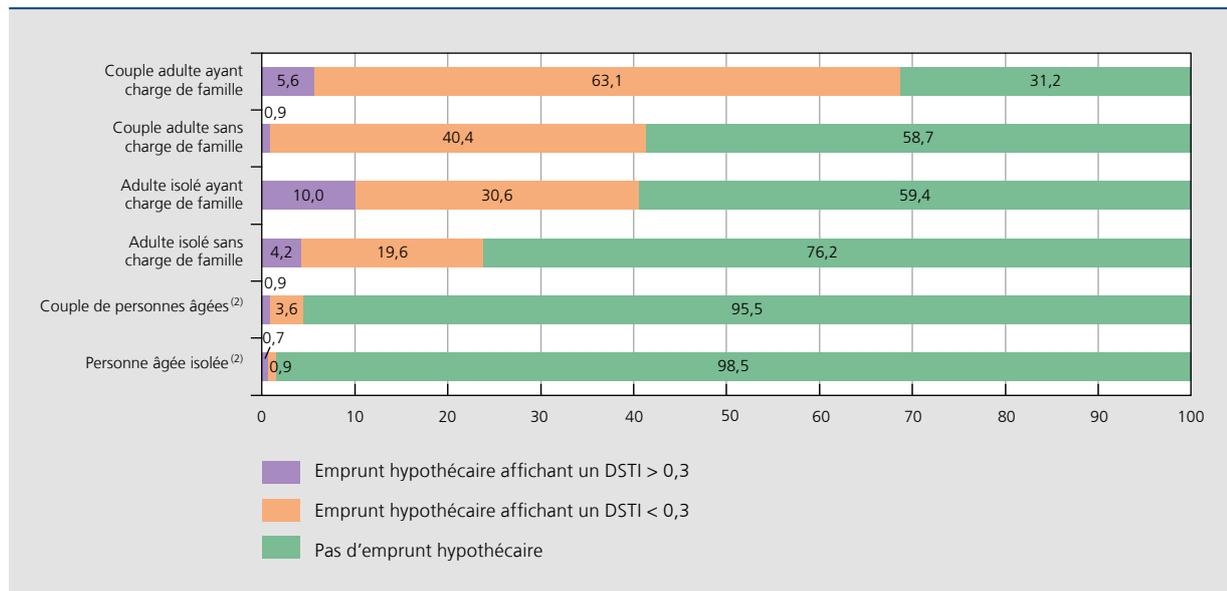


Source : BNB (HFCS 2010 et 2014, données provisoires).

(1) Le revenu de 2014 en euros de 2010, corrigé des effets de l'inflation (IPCH) entre 2010 et 2014.

## GRAPHIQUE 7 ENDETTEMENT HYPOTHÉCAIRE, RATIO MORTGAGE-DEBT-SERVICE-TO-INCOME (DSTI)<sup>(1)</sup>, SELON LE TYPE DE MÉNAGE

(pourcentages du nombre de ménages total d'une catégorie donnée en 2014)



Source : BNB (HFCS 2014, données provisoires).

(1) Rapport entre les remboursements mensuels de l'emprunt hypothécaire et les revenus mensuels bruts du ménage.

(2) (Au moins l'un des membres est) âgé de 65 ans ou plus.

personne âgée isolée. Pour chaque type de ménage, la situation en matière d'endettement peut être décrite : pas d'emprunt hypothécaire, emprunt hypothécaire avec un DSTI < 0,3 ou emprunt hypothécaire avec un DSTI > 0,3.

Répartir les ménages selon leur type et leur endettement présente un caractère éminemment informatif. Nous pouvons ainsi détecter sur le marché hypothécaire des poches de risque potentiel (pockets of risk) qui prennent la forme de ratios DSTI élevés, principalement dans les familles monoparentales, ainsi que, dans une moindre mesure, parmi les isolés sans charge de famille. Ainsi, une famille monoparentale sur dix doit consacrer plus de 30 % de ses revenus au remboursement d'un prêt hypothécaire, soit un ménage sur quatre présentant une telle dette dans cette catégorie. Les poches de risque potentiel sur le marché hypothécaire sont analysées par la Banque dans le cadre de sa politique macroprudentielle.

En résumé, les résultats de la deuxième vague de la HFCS dénotent l'importance des aspects de répartition dans le cadre de la politique macroprudentielle. Ils démontrent qu'une proportion élevée des ménages ayant une dette hypothécaire consacre une part substantielle de ses revenus à son remboursement, principalement les (jeunes) ménages dont les revenus sont relativement faibles. Ces résultats confirment la sensibilité de l'endettement

hypothécaire des ménages belges à la perte de revenus, en particulier en cas de choc de chômage (cf. Du Caju *et al.* (2014) et Du Caju *et al.* (2016)).

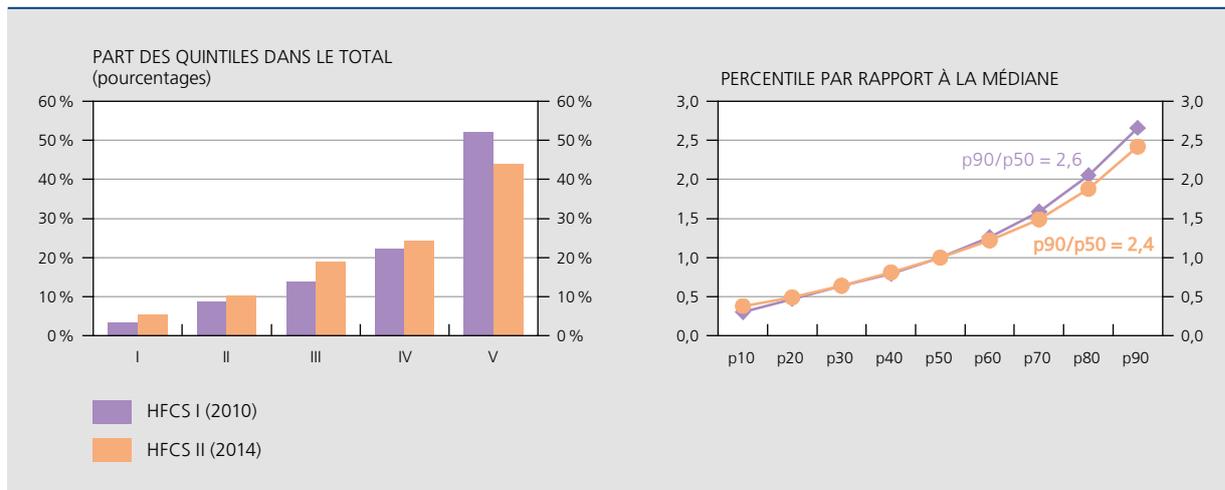
### 3. Répartition des revenus et du patrimoine des ménages belges

La HFCS collecte donc, outre des données sur le patrimoine (objet principal de l'enquête), des informations sur les revenus des ménages (à titre de variable supplémentaire). Le patrimoine est en effet constitué par l'accumulation de revenus épargnés, ainsi que par des transferts intergénérationnels (au moyen de donations et d'héritages) et intersectoriels (à destination, par exemple, des administrations publiques par la voie des impôts). Il est par conséquent possible d'examiner en parallèle les répartitions des richesses et des revenus des ménages.

#### 3.1 Revenus et patrimoine

La ventilation des revenus bruts des ménages peut s'analyser en classant les ménages en quintiles de revenu. Considérant la part que représente chacune de ces strates dans le revenu total des ménages belges, il s'avère que le quintile de revenu le plus faible ne représentait que

**GRAPHIQUE 8 RÉPARTITION DES REVENUS BRUTS**



Source: BNB (HFCS 2010 et 2014, données provisoires).

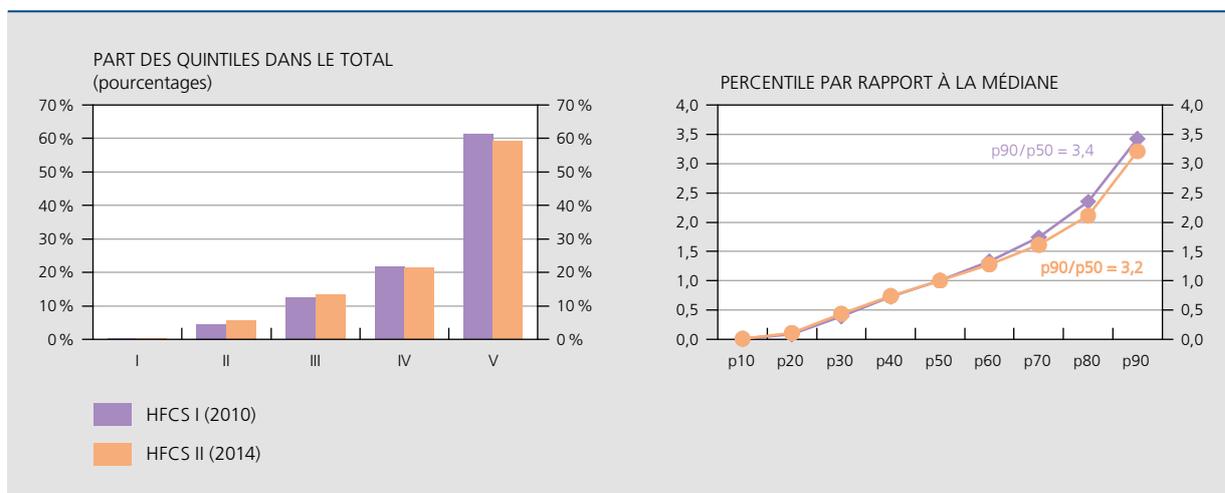
3,5 % en 2010 et se montait à 5,4 % en 2014. À l'autre extrémité de la distribution, la part représentée par le quintile de revenu le plus élevé s'est contractée, de 52 % en 2010 à 44 % en 2014.

La répartition (inégaie) du revenu brut peut également être étudiée en rapportant les valeurs des différents percentiles à la médiane. Il apparaît ainsi que le ratio entre le 90<sup>e</sup> percentile (p90) et la médiane (p50) est retombé de 2,6 en 2010 à 2,4 en 2014. Cela signifie que le revenu brut d'un ménage occupant la position p90 (soit un ménage dont le revenu est supérieur à celui de 90 %

des ménages du pays et qui peut à ce titre être considéré comme un ménage à haut revenu « typique ») est 2,4 fois plus élevé que celui d'un ménage médian (à mi-chemin de la distribution). Les chiffres pointent donc une légère diminution de l'inégalité des revenus en termes bruts dans la moitié supérieure de la distribution.

Dans l'ensemble, la répartition des revenus en Belgique semble donc être demeurée assez stable entre 2010 et 2014, hormis potentiellement un léger recul relatif au sommet de la distribution pouvant s'expliquer par la contraction des revenus provenant des actifs financiers.

**GRAPHIQUE 9 RÉPARTITION DU PATRIMOINE NET**



Source: BNB (HFCS 2010 et 2014, données provisoires).

La répartition du patrimoine net présente, comme dans d'autres pays (cf. Du Caju, 2013), une inégalité plus marquée que celle des revenus, même si ces deux variables ont enregistré des évolutions globalement comparables entre 2010 et 2014. Si les ménages les plus pauvres ont un patrimoine presque inexistant, 20% des ménages les plus nantis se partageaient 59 % du patrimoine net total des ménages belges en 2014, contre 61 % en 2010. Lorsque les valeurs des percentiles pour le patrimoine net sont à leur tour exprimées par rapport à la médiane, il s'avère que le ratio entre le 90<sup>e</sup> percentile (p90) et la médiane (p50) a reculé, de 3,4 en 2010 à 3,2 en 2014. En d'autres termes, le patrimoine net d'un ménage occupant la position p90, qui possède donc un patrimoine net supérieur à celui de 90 % des ménages belges, est 3,2 fois plus élevé que celui d'un ménage médian (c.-à-d. situé au centre de la distribution).

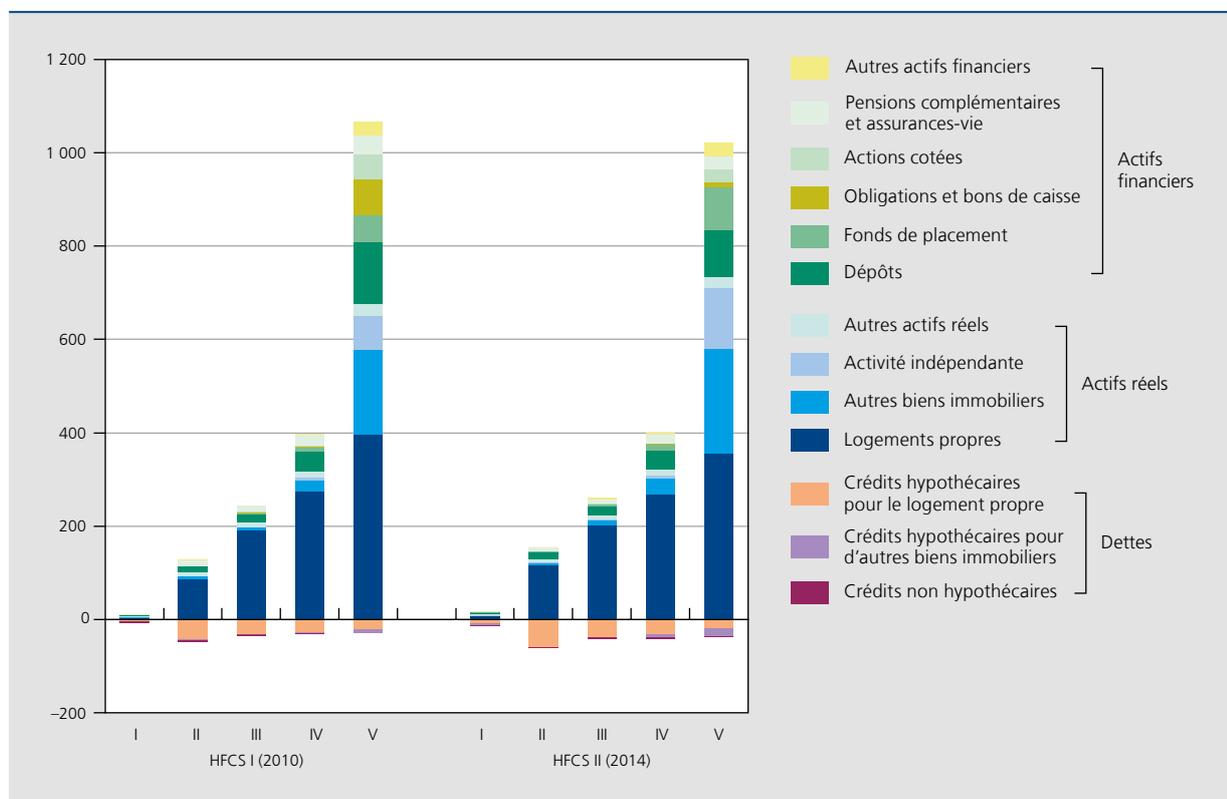
Il apparaît donc que la répartition du patrimoine est restée stable dans l'ensemble, à l'exception d'un éventuel léger tassement au sommet. Il convient toutefois de rappeler à cet égard que les marges d'erreur pour les estimations des déciles de patrimoine s'accroissent à mesure que l'on

progresses dans la répartition du patrimoine. La section 3.3 considérera plus en détail cet aspect.

La HFCS permet d'analyser la composition du patrimoine des ménages pour l'ensemble de sa répartition. En d'autres termes, il est possible de voir comment se compose le patrimoine des ménages fortunés par rapport à celui des ménages moins nantis. La taille et la composition du patrimoine net varie en effet considérablement d'un quintile de patrimoine à l'autre.

Les avoirs des ménages du quintile de patrimoine le plus bas sont limités et se composent pour l'essentiel de dépôts et d'autres actifs réels (véhicules ou autres objets de valeur). Le patrimoine des trois quintiles intermédiaires, que nous nommerons par facilité la « classe moyenne », se compose principalement du logement propre, auquel s'ajoutent surtout des dépôts. Cette classe moyenne a par ailleurs la plus grande charge hypothécaire en termes moyens. Les ménages plus nantis du quintile de patrimoine le plus élevé possèdent une habitation dont la valeur est en moyenne supérieure à celle des quintiles inférieurs, mais cette habitation représente une proportion

**GRAPHIQUE 10** COMPOSITION ET RÉPARTITION DU PATRIMOINE NET  
(valeur moyenne des actifs et des passifs en milliers d'euros, par quintile de patrimoine)



Source : BNB (HFCS 2010 et 2014, données provisoires).

plus réduite (moins de la moitié) du patrimoine total de ces ménages plus riches. En effet, leurs avoirs sont constitués également d'autres biens immobiliers, dont la part a grimpé en moyenne de 18 à 23 % du patrimoine net du quintile le plus élevé entre 2010 et 2014. De même, les prêts hypothécaires liés à l'acquisition d'un autre bien immobilier sont surtout contractés par des ménages du quintile de patrimoine le plus haut.

Les dépôts ainsi que les pensions complémentaires et les assurances-vie se retrouvent dans le patrimoine de tous les quintiles, étant entendu, il va sans dire, que leur valeur est moindre dans le quintile de patrimoine le plus bas. Les autres actifs financiers et les entreprises propres (activités indépendantes) apparaissent presque exclusivement dans le quintile de patrimoine le plus haut. Comme évoqué précédemment dans la partie 2, les ménages se sont mis à réduire leurs investissements directs en actions et obligations, leur préférant les fonds de placement. Dans la mesure où la quasi-totalité de ces actifs sont l'apanage du quintile le plus fortuné, ce sont les décisions de portefeuille de ces ménages qui orientent les statistiques totales. En termes moyens, le poids des fonds de placement dans le patrimoine net des ménages du quintile le plus élevé est passé de 6 à 9 %. Celui des actions cotées s'est quant à lui replié de 5 à 3 % et celui des obligations et des bons de caisse a même chuté de 7 à 1 %. Il convient toutefois de noter à cet égard que les actifs financiers sont moins bien enregistrés dans les enquêtes que les actifs réels, les dettes et les revenus, et que les ménages les plus riches, qui détiennent la grande majorité de ces actifs financiers, sont difficiles à joindre à des fins d'entretien (cf. également la section 3.3). Mesurer l'ampleur des transferts entre ces types d'actifs en s'appuyant sur les données de l'enquête n'est dès lors pas chose aisée. Toujours est-il que les tendances esquissées ci-dessus se dégagent également des statistiques macroéconomiques des comptes financiers.

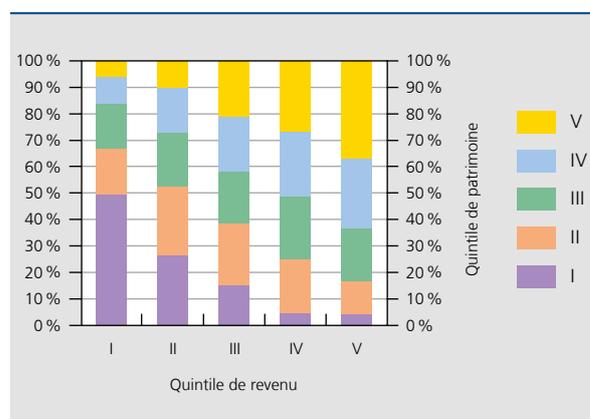
### 3.2 Répartition conjointe des revenus et du patrimoine

La HFCS enregistrant à la fois les composantes de revenus et de patrimoine pour les mêmes ménages individuels, elle permet d'examiner la répartition conjointe de ces deux indicateurs de richesse.

Il en ressort que les revenus et le patrimoine présentent des distributions assez similaires. Les ménages percevant des revenus élevés possèdent généralement aussi un patrimoine important : 37 % des ménages du quintile de revenu le plus élevé figurent également dans le quintile de patrimoine équivalent. À l'autre bout de l'éventail, les

#### GRAPHIQUE 11 RÉPARTITION CONJOINTE DES REVENUS ET DU PATRIMOINE

(pourcentages du nombre total de ménages composant un quintile de revenu en 2014)



Source : BNB (2014, données provisoires).

ménages à faibles revenus détiennent généralement aussi un patrimoine limité : la moitié des ménages du quintile de revenu le plus bas figurent également dans le quintile de patrimoine le plus faible. Cela étant, il y a des ménages à revenus modestes dont le patrimoine est important (par exemple des retraités ou des personnes ayant hérité). Ainsi, 6 % des ménages figurant dans le quintile de revenu le plus bas se retrouvent dans le quintile de patrimoine le plus élevé. À l'autre extrémité, on trouve des ménages à haut revenu mais dont le patrimoine est limité (notamment des ménages à deux revenus composés de jeunes gens hautement qualifiés). Ainsi, 4 % des ménages du quintile de revenu le plus haut relèvent du quintile de patrimoine le plus bas.

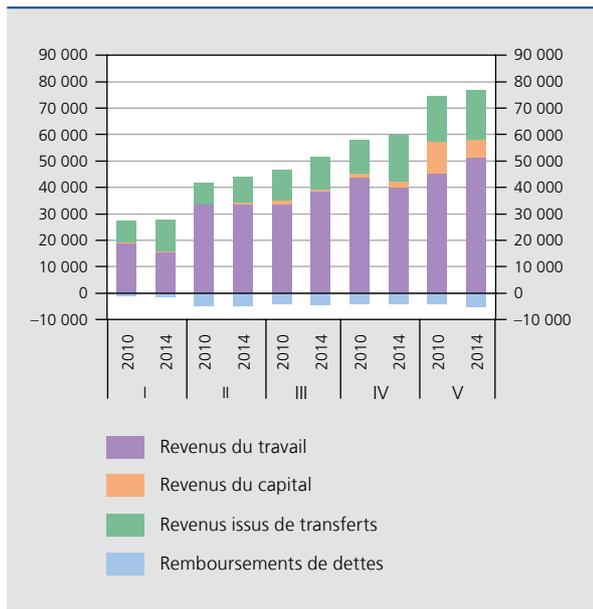
La composition et l'évolution des revenus des ménages entre 2010 et 2014 diffèrent en fonction de la situation patrimoniale du ménage. Pour illustrer ce constat en s'appuyant sur la HFCS, une distinction est opérée entre les revenus du travail (salarié ou indépendant), ceux du capital (intérêts, dividendes et loyers) ou issus de transferts (pensions, allocations de chômage et autres revenus de remplacement) et les remboursements de dettes.

Les revenus du capital se retrouvent (sans surprise) principalement chez les ménages les plus nantis en patrimoine et ont en moyenne diminué entre 2010 et 2014, un constat qui s'explique avant tout par le repli des taux d'intérêt.

Il va sans dire que les différents quintiles de revenu et de patrimoine sont constitués de types de ménages divergents. Les résultats de la HFCS se révèlent également

**GRAPHIQUE 12 COMPOSITION ET ÉVOLUTION DES REVENUS DES MÉNAGES PAR QUINTILE DE REVENU**

(revenus moyens par quintile de revenu en 2010 et en 2014)



Source : BNB (2010 et 2014, données provisoires).

illustratifs à cet égard. Le quintile de revenu le plus élevé ne présente que relativement peu de ménages âgés (composés d'au moins une personne de 65 ans ou plus) et pour ainsi dire pas de personnes âgées isolées. En revanche, les personnes âgées sont relativement nombreuses dans le quintile de patrimoine le plus élevé. Après la retraite, les revenus diminuent (parfois sensiblement), mais grâce aux revenus épargnés tout au long de leur carrière, les retraités jouissent généralement d'un patrimoine considérable. La situation relativement difficile des isolés, en particulier ceux ayant charge de famille, même si les isolés sans enfant à charge ne sont pas épargnés, est également mise en lumière par les chiffres, puisque c'est surtout dans les quintiles de revenu et de patrimoine les plus faibles qu'ils se trouvent. Si les couples adultes ayant charge de famille sont fortement représentés parmi les revenus élevés, ils se répartissent plus uniformément entre les quintiles de patrimoine.

La situation familiale n'est pas la seule clé permettant de répartir les ménages. La politique monétaire, qui se caractérise depuis la crise par une faiblesse des taux d'intérêt et par des mesures non conventionnelles, influence la

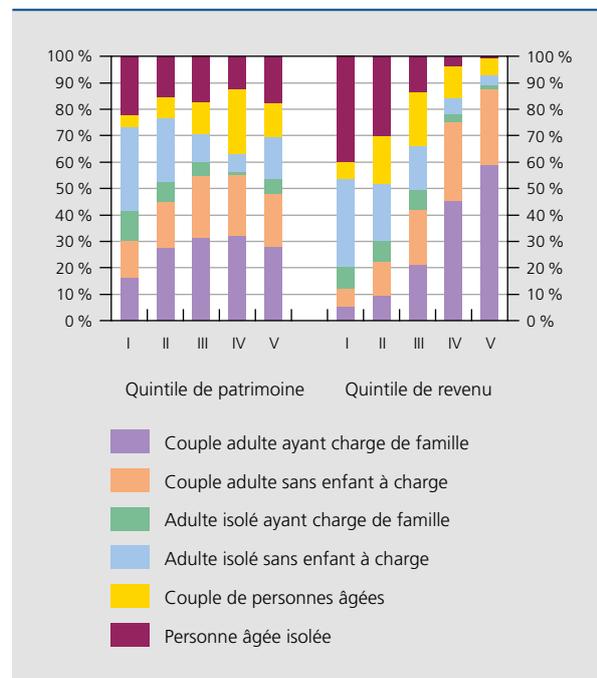
(1) Les ménages qui procèdent périodiquement à des remboursements de dettes constituent un groupe plus restreint que celui des ménages endettés. Une partie d'entre eux, comme les ménages présentant une dette remboursée en une fois (par exemple des dettes liées à des soldes débiteurs sur carte de crédit ou des dettes contractées auprès de particuliers) ou des ménages présentant des difficultés de paiement, n'avaient pas de remboursement en cours au moment des entretiens.

situation financière des ménages sur plusieurs fronts. Afin de jauger l'incidence différenciée de cet éventail de politiques, une distinction très réductrice est parfois opérée entre les ménages qui épargnent et ceux qui empruntent. Pourtant, les mécanismes de transmission et les effets ultimes de la politique monétaire sont d'une telle complexité qu'une analyse trop simpliste est susceptible de livrer une image fortement biaisée. Ainsi la politique monétaire contribue-t-elle aussi à stabiliser l'environnement financier qui soutient la croissance et l'emploi, exerçant par là même une incidence sur les revenus du travail des ménages (ou leur préservation). La distinction entre épargnants, emprunteurs et salariés ne présente du reste qu'une pertinence limitée puisque les ménages peuvent relever de plusieurs catégories.

Les données de la HFCS permettent d'illustrer avec simplicité toute la complexité de cette matière. Les ménages qui bénéficient de revenus du travail à titre de salarié et qui, dans le même temps, disposent d'un revenu provenant d'actifs financiers (percevant à ce titre des intérêts ou des dividendes) ou remboursent des dettes<sup>(1)</sup> (et paient donc des intérêts) représentaient neuf ménages sur dix en 2014. Or, il s'avère qu'un tiers des ménages relèvent des trois catégories à la fois: ils perçoivent un salaire,

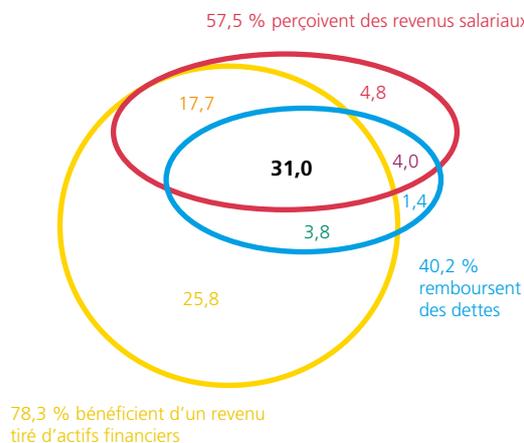
**GRAPHIQUE 13 TYPES DE MÉNAGES DANS LES QUINTILES DE PATRIMOINE ET DE REVENU**

(types de ménages en pourcentage du nombre total de ménages dans le quintile, en 2014)



Source : BNB (HFCS 2014, données provisoires).

**GRAPHIQUE 14** TYPOLOGIE DES MÉNAGES BELGES  
(pourcentages du nombre total de ménages en 2014)



Source : BNB (2014, données provisoires).

touchent des revenus financiers et remboursent une dette. Qui plus est, la grande majorité des ménages qui remboursent des dettes perçoivent également des revenus tirés d'actifs financiers, et inversement. Sans oublier que la plupart des salariés bénéficient aussi de revenus financiers. Les constats qui précèdent montrent bien que la population ne peut être subdivisée simplement en groupes selon qu'une politique monétaire donnée leur est profitable ou non.

### 3.3 Répartition détaillée du patrimoine en Belgique

Le patrimoine net des ménages se définit comme la somme de tous leurs avoirs, réels et financiers, de laquelle on déduit l'encours de toutes leurs dettes, hypothécaires et non hypothécaires. Comme tel, ce patrimoine net constitue l'indicateur premier de la richesse d'un ménage. Il mérite donc d'être analysé plus en détail. Pour ce faire, plusieurs valeurs de percentile du patrimoine net des ménages ont été calculées sur la base des données extraites des deux vagues de la HFCS menées en 2010 et 2014. Ces valeurs ont par ailleurs été corrigées de l'inflation IPCH entre ces deux vagues. En complément, les estimations des valeurs de percentile ont été assorties d'intervalles de confiance à 95 %. Ces intervalles asymétriques, en particulier pour les valeurs extrêmes de la distribution, donnent une indication de l'incertitude et des marges d'erreur associées aux données d'enquêtes.

La valeur médiane du patrimoine net, c'est-à-dire la valeur du percentile 50 pour un ménage se situant au centre de la distribution, était évaluée à 206 100 euros en 2010, avec un intervalle de confiance compris entre 192 000 et 221 800 euros. En 2014, ce patrimoine net médian était estimé à 218 600 euros, avec un intervalle de confiance allant de 203 800 à 235 300 euros. Corrigée de l'inflation, la valeur médiane du patrimoine net équivalait en 2014 à 202 500 euros de 2010. Le patrimoine net estimé du ménage belge « typique » (médian) a donc légèrement progressé en termes nominaux, mais cette hausse n'est pas significative. En termes réels (corrigés de l'inflation), ce même patrimoine net a affiché une légère baisse qui n'est toutefois pas non plus significative. L'on peut dès lors considérer que le patrimoine net d'un ménage typique est resté quasiment inchangé entre les deux vagues de la HFCS.

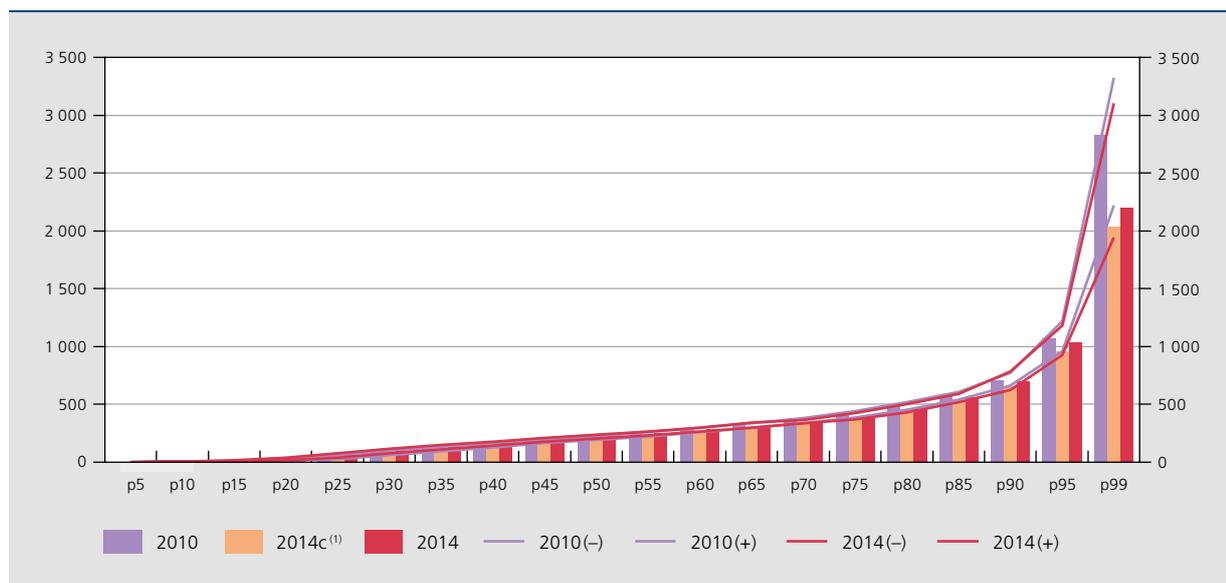
Cette constatation s'applique également à d'autres aspects de la répartition du patrimoine net entre les ménages. Ainsi, un ménage se situant dans le quintile de patrimoine le plus bas en 2010 disposait d'un patrimoine net inférieur à 17 900 euros. L'intervalle de confiance de l'estimation de cette valeur de percentile 20 s'étalait entre 11 200 et 26 700 euros. En 2014, la valeur de ce percentile 20 atteignait selon les estimations 23 300 euros, soit 21 600 euros de 2010 après correction de l'inflation, avec un intervalle de confiance entre 15 100 et 28 100 euros. À nouveau, l'évolution entre les deux vagues de la HFCS est donc relativement faible et non significative.

À l'autre extrémité de la répartition, un ménage situé dans le décile le plus riche en 2010 disposait d'un patrimoine net de plus de 704 100 euros, avec un intervalle de confiance compris entre 663 000 et 775 200 euros. En 2014, cette valeur de percentile 90 était estimée à 701 600 euros et s'inscrivait dans un intervalle allant de 626 100 à 783 000 euros. Après correction de l'inflation, la valeur du percentile était tombée à 650 000 euros. Vu la largeur des deux intervalles de confiance, ce recul estimé n'est à nouveau pas significatif.

Pour ce qui est des comparaisons détaillées, dans le temps ou entre groupes de ménages, des résultats d'enquêtes sur le patrimoine, il faut à nouveau insister sur le fait que ces données sont des estimations entachées de marges d'erreur qui s'accroissent à mesure que l'échantillon analysé se réduit ou se diversifie. Dans le cas de la répartition en percentiles du patrimoine net, cela signifie que les marges d'erreur augmentent à mesure que l'on s'élève dans l'échelle des patrimoines. En ce qui concerne les percentiles les plus élevés, les marges d'erreur deviennent même très importantes : les estimations y sont basées sur un groupe très restreint de ménages très différents. L'on constate

## GRAPHIQUE 15 RÉPARTITION DÉTAILLÉE DU PATRIMOINE NET EN BELGIQUE

(valeurs des percentiles, correction de l'inflation et marges d'erreur, milliers d'euros)



Source : BNB (HFCS 2010 et 2014, données provisoires).

(1) Patrimoine net de 2014 en euros de 2010, corrigé de l'inflation (IPCH) entre 2010 et 2014.

ainsi que le patrimoine net estimé du 99<sup>e</sup> percentile a décliné de 2,80 millions d'euros environ en 2010 à 2,20 millions d'euros environ en 2014, soit 2,04 millions d'euros après correction de l'inflation. Toutefois, les marges d'erreur entourant ces estimations sont telles que cette diminution n'est pas significative d'un point de vue statistique.

En outre, la dispersion au sein du groupe des ménages les plus nantis est très forte. Bien que le seuil inférieur du percentile le plus aisé de la population ait baissé, la part du patrimoine net global détenue par les ménages les plus aisés n'a guère changé. Il a déjà été dit plus haut que la part du patrimoine net global en Belgique détenue par les 20 % des ménages les plus riches est restée plus ou moins stable aux alentours de 60 % (61 % en 2010 et 59 % en 2014). Lorsque l'on affine cette analyse en étudiant des populations d'effectifs moindres, sans perdre de vue les réserves relatives aux marges d'erreur, il s'avère que la part des 10 % des ménages les plus

opulents est restée stable à 43-44 % du patrimoine net global des ménages belges, tout comme celle des 5 % les plus prospères à 30-31 % et celle du pourcent le plus riche à 12 %. Il convient toutefois de remarquer à ce sujet qu'étant donné que des marges d'erreur considérables entourent les valeurs extrêmes des données, les enquêtes se prêtent moins à l'analyse de petits groupes tels que la part du pourcent le plus aisé des ménages dans le patrimoine global. Il faut en outre signaler que les résultats de l'enquête sous-estiment sans aucun doute la richesse au sommet de la pyramide puisque les ménages les plus riches d'entre les riches ne figurent généralement pas parmi les répondants<sup>(1)</sup>.

C'est ce que révèle également une comparaison des résultats agrégés de la HFCS avec les statistiques macroéconomiques sur les comptes financiers et les évaluations immobilières. Bien qu'une telle comparaison ne puisse être considérée comme une référence (les concepts et populations de l'enquête et des sources macroéconomiques ne coïncident pas parfaitement et les statistiques macroéconomiques comportent également des inexactitudes), elle peut néanmoins être riche d'enseignements. Ainsi, il s'avère que l'enquête menée en Belgique répertorie très bien les revenus, les dettes et les actifs réels, mais moins bien, quoique toujours mieux que dans d'autres pays<sup>(2)</sup>, les actifs financiers. Ceci n'est pas surprenant puisque les richesses financières sont réparties de manière très inégale et sont

(1) Le patrimoine net des ménages les plus riches participant à de telles enquêtes ne dépasse typiquement pas quelques dizaines de millions d'euros, soit un montant considérablement moins élevé que les plusieurs milliards détenus par les ménages les plus riches dans la plupart des pays.

(2) Lorsque l'on compare les résultats globaux de la HFCS avec des statistiques macroéconomiques aussi semblables que possible dans leur concept (mais qui ne sont jamais parfaites), il ressort qu'ils couvrent entièrement les revenus du travail (les salaires) à l'aune des sources macroéconomiques (110 % dans la première Vague et 104 % dans la seconde). Il en va de même pour les avoirs immobiliers (113 % dans la première Vague et 101 % dans la seconde) et, dans une mesure légèrement moindre, pour l'encours des dettes hypothécaires (88 % dans la première Vague et 93 % dans la seconde). La couverture est moindre pour les dépôts (77 % dans la première Vague et 56 % dans la seconde), mais elle est plus large en Belgique que dans les autres pays (que dans tous les autres pays pour la première Vague et que dans les pays pour lesquels on dispose d'informations informelles pour la seconde Vague).

fortement concentrées dans les mains d'une petite partie de la population qu'une enquête, on l'a dit, atteint difficilement.

## Conclusion

Le présent article présente une étude de la structure et de la répartition des revenus et du patrimoine des ménages fondée sur la Household Finance and Consumption Survey (HFCS). Il examine les avoirs réels et financiers, ainsi que les dettes, des ménages et débouche ainsi sur une analyse de leur patrimoine net. Basé sur des données provisoires, il décrit plus spécifiquement les grandes lignes de la seconde vague de la HFCS menée en Belgique en 2014 et les compare aux résultats de la première vague datant de 2010.

Les premiers résultats révèlent que la répartition des revenus et du patrimoine est restée dans l'ensemble assez stable entre les deux vagues de l'enquête. La part du patrimoine net global en Belgique détenue par les 20 % des ménages les plus riches s'est maintenue aux alentours des 60 % (61 % en 2010 et 59 % en 2014). Un gros plan sur de plus petits groupes de population fait apparaître que la part des 10 % des ménages les plus opulents est restée stable à 43-44 % du patrimoine net global des ménages belges, celle des 5 % les plus favorisés à 30-31 % et celle du pourcent le plus riche à 12 %.

Il faut à ce propos souligner que les données d'enquêtes sont toujours entachées de marges d'erreur et que ces dernières sont considérables pour les valeurs extrêmes des résultats. Bien qu'elles constituent souvent l'unique source d'information, ces données se prêtent de ce fait moins à l'analyse de petits groupes tels que la part du patrimoine global détenue par le pourcent des ménages les plus riches. C'est a fortiori le cas lorsque de telles analyses portent sur des éléments de patrimoine distincts, qui ne sont parfois détenus que par un nombre restreint de ménages. En outre, il faut signaler que les résultats de l'enquête sont très susceptibles de sous-estimer la richesse au sommet de la pyramide, puisque les ménages les plus riches d'entre les riches ne figurent généralement pas parmi les répondants.

Le patrimoine de la classe moyenne en Belgique se compose essentiellement du logement propre des ménages, auquel s'ajoutent principalement des dépôts. C'est sur cette catégorie de la population que pèse également en moyenne la dette hypothécaire la plus lourde. Les ménages plus aisés possèdent un logement d'une valeur plus élevée en moyenne que celui des ménages de la classe moyenne, mais ce logement représente en termes moyens moins de la moitié de leur patrimoine total. Leur fortune

englobe en effet également d'autres biens immobiliers, des sociétés propres (comme les activités indépendantes) et des actifs financiers autres que des dépôts (par exemple des actions, des obligations et des fonds de placement), que l'on ne retrouve d'ailleurs presque exclusivement que chez ces ménages. Ce sont de même surtout des ménages plus favorisés qui contractent des emprunts hypothécaires pour l'acquisition d'autres biens immobiliers.

Une comparaison des résultats des enquêtes de 2010 et 2014 fait apparaître une progression des placements (et des crédits y afférents) dans des biens immobiliers autres que le logement propre. D'autre part, les ménages ont réduit leurs investissements directs en bourse ou sur le marché obligataire et privilégient davantage les fonds communs de placement. Comme ces actifs sont détenus presque exclusivement par les ménages les plus aisés, ce sont avant tout les choix d'investissement de ces derniers qui orientent ce résultat général.

La répartition des revenus suit d'assez près celle du patrimoine. Les ménages à haut revenu disposent en règle générale aussi d'un patrimoine élevé, et inversement. Il existe cependant aussi des ménages à faible revenu mais dont le patrimoine est élevé (par exemple des retraités ou des personnes ayant hérité) : 6 % des ménages du quintile de revenus inférieur se retrouvent dans le quintile de patrimoine supérieur. À l'autre bout de l'éventail figurent des ménages à revenus élevés mais patrimoine faible (par exemple des ménages à deux revenus de jeunes hautement qualifiés) : 4 % des ménages du quintile de revenus le plus haut se trouvent dans le quintile de patrimoine le plus bas.

Relativement peu de ménages plus âgés se situent dans le quintile de revenus supérieur, et l'on n'y retrouve en particulier aucune personne âgée isolée. Un nombre relativement important de personnes âgées figurent en revanche dans le quintile de patrimoine le plus élevé. La situation parfois difficile dans laquelle se retrouvent les personnes isolées, surtout avec enfants mais également sans charge de famille, se reflète dans les chiffres : la plupart se retrouvent dans les quintiles de revenus et de patrimoine inférieurs. Les revenus du capital (intérêts, dividendes, loyers), dont bénéficient principalement les ménages les plus nantis, ont en moyenne reculé entre 2010 et 2014. Ceci est à mettre avant tout sur le compte de la baisse des taux d'intérêts.

Si les enquêtes offrent difficilement une image complète des actifs financiers, à cause de leur très forte concentration parmi un groupe restreint de ménages, elles permettent par contre de répertorier bien mieux et de manière plus complète les actifs réels, les dettes et les revenus. Les données

qui en sont extraites se prêtent dès lors très bien à des analyses prudentielles des risques sur les marchés du crédit. Les résultats de l'enquête font ressortir une augmentation de la participation et du solde restant dû de tous les types de crédits. Une analyse plus fine révèle l'existence de foyers de risque potentiels sur le marché hypothécaire, surtout dans les familles monoparentales et, dans une moindre mesure, chez les personnes isolées sans enfants. Ainsi, une famille monoparentale sur dix doit consacrer plus de 30 % de ses revenus au remboursement d'un emprunt hypothécaire,

soit un quart des ménages présentant un tel endettement dans cette catégorie.

Les résultats provisoires de l'enquête de patrimoine menée par la Banque sont exploités plus avant dans le cadre du Household Finance and Consumption Network (HFCN) et seront publiés à la fin de 2016, en même temps que les données d'autres pays de la zone euro. La troisième vague de la HFCS est prévue pour 2017 et ses résultats seront publiés en 2019.

## Bibliographie

Bover O., J.M. Casado, S. Costa, Ph. Du Caju, Y. McCarthy, E. Sierminska, P. Tzamourani, E. Villanueva et T. Zavadil (2016), « The distribution of debt across euro area countries: the role of Individual characteristics, Institutions and credit conditions », *International Journal of Central Banking*, 12(2), 71-128.

De Backer B., Ph. Du Caju, M. Emiris et Ch. Van Nieuwenhuyze (2015), « Déterminants macroéconomiques des créances douteuses », BNB, *Revue économique*, décembre, 47-67.

Du Caju Ph. (2012), « Constitution d'actifs par les ménages durant la crise financière », BNB, *Revue économique*, juin, 91-105.

Du Caju Ph. (2013), « Structure et répartition du patrimoine des ménages: une analyse menée sur la base de la HFCS », BNB, *Revue économique*, septembre, 41-63.

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.

Du Caju Ph., F. Rycx et I. Tojerow (2016), *Unemployment risk and over-indebtedness: a microeconometric perspective*, ECB, Working Paper 1908.

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

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

Pour de plus amples Informations sur le HFCN et la HFCS, cf. le site Internet de la Banque centrale européenne: [http://www.ecb.europa.eu/pub/economic-research/research-networks/html/researcher\\_hfcn.en.html](http://www.ecb.europa.eu/pub/economic-research/research-networks/html/researcher_hfcn.en.html)

# Les entrées et sorties d'investissements directs étrangers en Belgique

C. Duprez

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

## Introduction

Les investissements directs étrangers (IDE) entrant en Belgique sont considérables. En 2014, leur encours atteignait 216% du PIB belge. Sur la base de ce ratio, la Belgique se plaçait au 14<sup>e</sup> rang mondial, alors qu'elle occupait la 25<sup>e</sup> position en termes de PIB nominal<sup>(1)</sup>. Selon un sondage effectué par EY (cf. EY, 2015) auprès d'environ 800 investisseurs internationaux, la Belgique est le cinquième pays européen le plus attractif. Selon ces investisseurs, les atouts de la Belgique sont sa position centrale au cœur de l'UE, sa réserve de travailleurs qualifiés, les possibilités qu'elle offre dans le domaine de la recherche et du développement, l'accessibilité aux subventions et aides publiques et la disponibilité de terrains industriels. En revanche, ils pointent comme handicaps la pression fiscale, les charges salariales élevées, les grands problèmes d'encombrement routier, la puissance des syndicats ainsi que la longueur et la complexité des procédures administratives<sup>(2)</sup>.

Attirer les IDE est un défi que se lancent de nombreux gouvernements. La littérature économique liste une série d'avantages pour les pays hôtes : ils constituent une source stable de financement, ont des retombées technologiques, contribuent à la formation du capital humain, facilitent l'intégration aux échanges internationaux et favorisent

la création d'un climat plus compétitif pour les entreprises. Certes, pour les pays avancés, certains de ces effets bénéfiques sont moins importants puisque des sources domestiques de financement existent et que les firmes sont plus proches de la frontière d'efficience. Au travers des IDE, les connexions internationales facilitent néanmoins l'intégration dans les chaînes mondiales de valeur et peuvent générer des transferts de savoir-faire et de connaissances. Les investissements directs présentent cependant également des inconvénients, comme la perte de contrôle décisionnel dans certains secteurs-clés, les moindres préoccupations sociales et environnementales des multinationales, voire la plus grande volatilité de l'assiette fiscale.

En Belgique, différentes mesures ont été mises en place pour attirer les IDE. Dans le passé, le régime des centres de coordination a permis aux entreprises qui centralisaient les opérations financières de leur groupe de jouir d'un statut fiscal particulier. Entrée en application en 2006, la déduction fiscale pour capital à risque, dite déduction d'intérêts notionnels, a ensuite été introduite dans la législation fiscale belge, la Commission européenne ayant jugé le régime des centres de coordination incompatible avec les règles en matière d'aides d'État. Cette mesure a pour objectif de renforcer les capitaux propres des sociétés établies en Belgique, en les autorisant à déduire de leur base imposable un montant d'intérêts fictifs calculés sur leurs fonds propres « corrigés »<sup>(3)</sup>. D'autres dispositions, comme les *rulings*, l'exonération du précompte mobilier sur certains dividendes ou les mesures en faveur de la recherche et du développement, complètent l'arsenal des mesures visant à attirer les IDE<sup>(4)</sup>. Outre l'État fédéral, des agences régionales veillent également à stimuler ceux-ci au sein de leur région (Flanders Investment & Trade,

<sup>(\*)</sup> Cet article a bénéficié des contributions d'H. Dewachter, E. Dhyne, L. Dresse, C. Piette et d'un précieux travail préparatoire sur les données d'A. Antoons et de son équipe.

(1) Selon les données de la CNUCED.

(2) Cf. notamment Bisciari et Piette (2007).

(3) La mesure était également justifiée par le souci de réduire la différence de traitement fiscal entre le financement par endettement et le financement par fonds propres. Cf. Burggraeve *et al.* (2008) pour plus d'informations. En général, le taux de la déduction pour capital à risque est égal au taux moyen des obligations linéaires à dix ans émises par l'État belge durant le troisième trimestre de la pénultième année précédant l'exercice d'imposition.

(4) Cf. <http://www.business.belgium.be> pour plus d'informations.

Brussels Invest & Export et l'Agence wallonne à l'Exportation et aux Investissements étrangers).

Les investissements directs belges à l'étranger font, de manière générale, l'objet de moins d'attention<sup>(1)</sup>. Traditionnellement, ces IDE sortants suscitent des craintes car ils sont souvent considérés comme une première étape vers une délocalisation des activités. Il est vrai aussi que, par rapport à ses pays voisins, la Belgique abrite moins de champions internationaux<sup>(2)</sup>. En 2014, près de 600 maisons mères belges effectuaient pourtant des investissements directs à l'étranger. Ceux-ci présentent en effet des avantages. Ils facilitent ainsi l'accès à de nouveaux marchés ou à des ressources qui ne sont pas disponibles en Belgique, ou alors seulement à des prix plus élevés. En outre, au même titre d'ailleurs que les IDE entrants, ils permettent à l'entreprise de réaliser des gains de productivité et des économies d'échelle en optimisant les chaînes de production. Au niveau macroéconomique, ils constituent pour un pays créditeur net comme la Belgique un instrument de mobilisation de l'épargne. À l'inverse des investissements de

portefeuille, ils garantissent un certain pouvoir de décision qui peut influencer favorablement sur le rendement.

L'objet de cet article est d'examiner les retombées économiques récentes pour la Belgique des IDE entrants et sortants. La première partie esquisse le contexte mondial et les évolutions en Belgique. La deuxième partie aborde les aspects financiers. Elle épingle notamment une spécificité de la Belgique par rapport à la majorité des pays avancés, à savoir sa position nette négative en termes d'IDE. Les pays étrangers détiennent en effet en Belgique un encours plus élevé que celui détenu par la Belgique à l'étranger. Elle pointe également le faible rendement des IDE sortants et ses conséquences pour le solde courant. La troisième partie s'attache à décrire les aspects réels des IDE. Elle examine l'apport des multinationales en termes de valeur ajoutée, d'emploi et de contribution à la balance commerciale. Elle évalue également le rôle des entrées de capitaux étrangers en tant que source de financement des investissements réels en Belgique. Enfin, faisant écho aux exemples de multinationales qui ont décidé ces dernières années de cesser ou de réduire leurs activités en Belgique, elle analyse la survie des filiales en Belgique et les mouvements de l'emploi depuis la crise économique de 2008-2009.

(1) Citons toutefois Dhyne et Guerin (2014) pour une analyse de l'impact des primo-investissements belges à l'étranger.

(2) Selon la CNUCED, alors que plusieurs entreprises des pays voisins figuraient dans le top 100 mondial, la Belgique n'en comptait qu'une seule (AB Inbev).

## Encadré – Les investissements directs étrangers : concepts et définitions

On parle d'IDE quand une entité acquiert un intérêt durable dans une firme localisée dans un autre pays. La notion d'intérêt durable implique l'existence d'une relation à long terme entre l'investisseur direct et la société qui reçoit l'investissement, ainsi que l'exercice d'une influence notable du premier sur la gestion de la seconde. Suivant les préceptes édictés par le FMI, on considère qu'il y a un intérêt durable, et donc un IDE, lorsque l'investisseur détient au moins 10 % du capital ou des droits de vote d'une entreprise étrangère.

Lorsque l'investisseur est une entreprise étrangère qui acquiert des participations dans une entreprise domestique (filiale), on parle d'IDE entrant. L'IDE sortant s'applique aux cas des entreprises domestiques (maisons mères) qui investissent dans des entreprises étrangères<sup>(1)</sup>.

Au travers des flux d'IDE, l'investisseur constitue une position d'IDE, également dénommée encours. La variation d'une position au cours du temps ne dépend cependant pas seulement des flux, elle est également tributaire de la revalorisation, c'est-à-dire des fluctuations des prix ou des taux de change, ainsi que d'autres ajustements, comme le rééchelonnement ou l'annulation de dettes.

L'IDE comprend l'opération initiale (d'un minimum de 10 %), toutes les opérations financières ultérieures (dont celles de moins de 10 %) entre les deux entités et les crédits entre des entreprises sœurs appartenant au même groupe

(1) Lorsque la source le permet, nous mesurons, aux fins du présent article, les investissements directs sur la base des actifs et des passifs qu'un pays contracte par la voie d'IDE. D'après la terminologie consacrée dans le BPM6, ces actifs et passifs dépassent respectivement les investissements sortants et entrants dans la mesure où, dans ces derniers, les crédits octroyés par les filiales à leur entreprise mère sont portés en déduction.



international. Ces prises de participation peuvent revêtir différentes formes, comme la création de sociétés ou d'établissements (investissements dits greenfield), mais également les acquisitions et les fusions.

On distingue deux grandes catégories d'IDE :

- Les investissements en capitaux propres, qui recouvrent les actions de capital, les souscriptions aux augmentations de capital, les investissements immobiliers et les bénéfices réinvestis, c'est-à-dire la partie non distribuée et mise en réserve des résultats opérationnels courants des filiales ;
- L'« autre capital » – ou les « prêts entre entreprises affiliées » –, qui englobe, d'une part, les prêts entre les investisseurs directs et les entreprises dans lesquelles ils ont investi et, d'autre part, les prêts entre des entreprises du même groupe situées dans des pays différents, même lorsque les sociétés concernées n'ont pas de lien direct en capital social.

La présente analyse s'appuie sur les données de flux, d'encours et de revenus des IDE compilées selon les principes édictés dans le 6<sup>e</sup> manuel de la balance des paiements (BPM6)<sup>(1)</sup>. La période d'analyse est toutefois limitée car ces données ne sont disponibles qu'à partir de 2008, voire de 2013 pour les nouvelles séries introduites dans le cadre du BPM6, comme les revenus des IDE. Les revenus, enregistrés dans une rubrique du solde courant, comprennent les intérêts, les dividendes et les bénéfices réinvestis. Ils n'incluent cependant pas les revalorisations d'encours. Précisons que, contrairement aux bénéfices réinvestis, les intérêts et les dividendes ne sont pas repris dans les flux d'IDE.

Enfin, il est utile de préciser qu'on parle d'IDE lorsqu'une entreprise détient des participations (de plus de 10 %) dans une société étrangère. Cette dernière peut toutefois n'être qu'un établissement à finalité financière sans rôle économique réel pour le pays dans lequel il est implanté. Par ailleurs, au sein du groupe des multinationales belges, on ne retrouve pas que des superstars du secteur privé. Certaines petites firmes ou entreprises publiques détiennent également des participations étrangères ou en font l'objet.

(1) Cf. FMI (2009) pour plus d'informations.

## 1. Tendances mondiales et nationales

Tout comme les autres formes de financement transfrontalier, les IDE (qu'ils soient entrants ou sortants) ont accusé un recul depuis la crise financière, principalement dans l'Union européenne. La présente partie dégage une série de tendances internationales et cherche à savoir si les évolutions récemment observées en Belgique peuvent s'y rattacher. Après une analyse des flux opérée à la section 1.1, la section 1.2 s'attarde sur l'ampleur des encours des IDE et examine s'ils sont conformes à ce qu'énonce la théorie économique.

### 1.1 Évolution des flux d'investissements directs

Au cours des dernières décennies, les IDE ont enregistré une hausse extrêmement vive à l'échelle mondiale,

outrepassant largement les croissances du PIB et du commerce mondial. Les IDE annuels ont été multipliés par 100 par rapport au niveau qu'ils affichaient au début des années 1970, atteignant 1,2 billion de dollars des États-Unis à la fin de 2014. À titre de comparaison, sur cette même période, les exportations ont progressé d'un facteur 60, tandis que le PIB s'est accru d'un facteur 20.

De manière générale, les IDE sont considérés comme une mesure de l'intégration financière, en ce sens qu'ils impliquent un financement transfrontalier. Mesurée sur la base de ces investissements, l'intégration financière a peu à peu pris le pas sur l'intégration commerciale. La littérature met en évidence une interaction entre l'intégration financière et l'intégration commerciale, qui serait à double sens (cf. Aizenman et Noy, 2006). D'une part, une intensification du commerce international stimulerait la demande de financement international et, partant, les IDE, et, d'autre part, les IDE, en particulier lorsqu'ils ciblent une intégration verticale à l'échelon international, favoriseraient les importations et les exportations<sup>(1)</sup>.

(1) L'intégration verticale signifie que la production d'un bien ou d'un service est fragmentée en plusieurs phases qui se déroulent dans différents pays dans l'optique de tirer profit d'avantages comparatifs et de réduire les coûts. Ce mode de fonctionnement s'inscrit dans le concept des chaînes de valeur mondiales. Des investissements directs peuvent en revanche viser une intégration horizontale, ce qui revient à dire qu'un produit identique en tous points est produit à l'étranger.

Les flux financiers présentent une évolution plus volatile que leurs pendant commerciaux. Les IDE sont en effet sensibles aux changements d'aversion pour le risque et de perception de celui-ci. Qui plus est, les fluctuations des prix des actifs alimentent également la volatilité. Les fusions et acquisitions sont évaluées à leur valeur de marché, et il n'est pas rare d'observer un bond dans le nombre d'acquisitions au moment où elles sont relativement chères et où les marchés financiers traversent une phase d'expansion. Ainsi, les IDE ont culminé lorsque les marchés boursiers étaient au plus haut, juste avant la crise « dotcom » du début des années 2000 et la crise financière de 2007-2008. Une opération (par exemple une acquisition) peut également induire une multitude de transactions financières, faisant ainsi grimper les statistiques relatives aux IDE, par exemple quand l'opération passe par une entité intermédiaire, comme un holding.

La crise financière a par ailleurs sensiblement réduit la part représentée par les économies développées, et plus

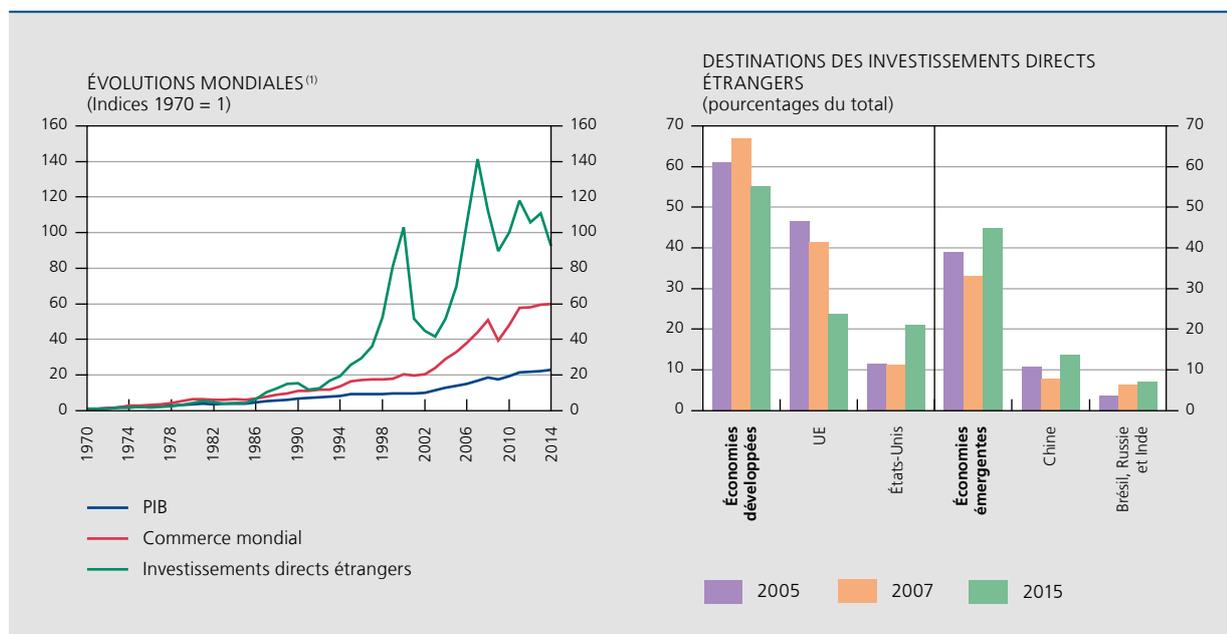
particulièrement celle de l'Union européenne, dans la totalité des IDE reçus, au profit des économies émergentes. Alors qu'avant la crise financière, l'UE<sup>(1)</sup> attirait encore près de la moitié des IDE totaux, elle a vu sa part retomber à 24 % en 2015. Ce constat s'explique en grande partie par la baisse d'intensité des flux d'IDE entre les États membres de l'UE. Non seulement la circulation internationale des capitaux qui transitent par les banques a nettement diminué au sein de l'UE, mais les IDE se sont également repliés<sup>(2)</sup>. Les États-Unis s'en sont sortis à meilleur compte, même si l'accroissement des IDE qui y a été enregistré en 2015 s'expliquerait par une série de restructurations de groupes et ne serait pas le signe d'une reprise durable (cf. UNCTAD, 2016).

L'importance grandissante des pays en développement dans les IDE montre que leur croissance économique plus vigoureuse va également de pair avec une intégration financière accrue, tant entre eux qu'avec le reste du monde. L'instauration d'un cadre réglementaire moins péremptoire en matière d'ouverture aux capitaux étrangers (procédures d'approbation plus souples pour les capitaux étrangers, suppression des limites imposées aux étrangers au sein des organes d'administration) y a notamment contribué (cf. OECD, 2015). Leur part dans l'ensemble des IDE reçus était estimée à 45 % en 2015. Les pays BRIC ont attiré environ la moitié de tous les IDE qui ont afflué vers les économies en développement. Parmi ces pays, la Chine

(1) Les statistiques relatives à l'UE et à la zone euro utilisées aux fins du présent article portent sur l'agrégat des pays individuels et englobent dès lors les investissements effectués entre les différents États membres.

(2) De toutes les formes de financement transfrontalier, les investissements directs sont ceux qui ont à l'origine été les moins affectés durant la crise. De manière générale, on constate que la volatilité des IDE est moins prononcée que celles des investissements de portefeuille et des autres investissements (cf. Lipsey, 1999), ce qui peut tenir à leur orientation à long terme.

**GRAPHIQUE 1 ÉVOLUTIONS INTERNATIONALES EN MATIÈRE DE FLUX D'INVESTISSEMENTS DIRECTS ÉTRANGERS**



Sources : CNUCED, OCDE.

(1) Évolutions nominales. Les investissements directs étrangers sont mesurés sur la base des IDE entrants et le commerce mondial sur celle des exportations de biens. En théorie, à l'échelle mondiale, les entrées d'IDE devraient correspondre aux sorties d'IDE et les exportations aux importations. Dans la pratique, des écarts statistiques sont toutefois observés entre ces concepts.

**TABLEAU 1** FLUX D'INVESTISSEMENTS DIRECTS ÉTRANGERS AU DÉPART ET À DESTINATION DE LA BELGIQUE

	Flux annuel moyen (pourcentages du PIB belge)		Part des holdings dans l'encours (pourcentages du total)
	2008-2012	2013-2015	2014
<b>Investissements directs étrangers entrant en Belgique</b> . . . . .	<b>22,0</b>	<b>-4,8</b>	<b>38,2</b>
Actions et bénéfiques réinvestis . . . . .	12,6	-3,9	38,9
Crédits . . . . .	9,3	-1,0	36,9
<b>Investissements directs étrangers sortant de Belgique</b> . . . . .	<b>18,5</b>	<b>-3,1</b>	<b>34,2</b>
Actions et bénéfiques réinvestis . . . . .	6,2	4,5	14,5
Crédits . . . . .	12,2	-7,6	46,5
<i>p.m. Taux appliqué aux intérêts notionnels, moyenne sur la période considérée (pourcentages)</i> . . . . .	3,8	2,3	

Source: BNB.

en a été le principal destinataire. L'examen des IDE sortants amène à tirer des conclusions similaires, bien que le poids des économies en développement soit moindre au vu de leur statut de débiteurs nets.

Comme dans l'UE, les IDE ont également reflué en Belgique dans le sillage de la crise financière. À compter de 2013, il y a même été question de désinvestissement (de -3 à -5 % du PIB au cours de la période 2013-2015), alors que les IDE s'étaient annuellement montés à quelque 20 % du PIB en moyenne sur la période 2008-2012. Ce phénomène concerne tant les IDE vers la Belgique que les IDE de la Belgique à l'étranger. La vive progression et la soudaine baisse des IDE doivent cependant aussi être envisagées dans le contexte du mécanisme des intérêts notionnels. En raison de cet incitant fiscal, les IDE belges entrants et sortants recouvrent toute une série de « transits de capitaux » qui, à peine entrés dans le pays, le quittent la plupart du temps aussitôt. Pour des motifs fiscaux, ces capitaux prennent souvent la forme d'actions lorsqu'ils pénètrent en Belgique et celle d'un crédit (intra-groupe) lorsqu'ils quittent le territoire.

Bien que, sur le plan macroéconomique, il n'existe pas de mesure directe de ces transits de capitaux<sup>(1)</sup>, la composition des flux d'investissements directs donne à penser que le déclin des IDE est largement attribuable à une diminution de ces transits de capitaux depuis 2013. Les partenaires étrangers de la Belgique ont en effet principalement réduit

leurs prises de participation dans le pays, tandis que la Belgique a comprimé son octroi de crédits à l'étranger. Le phénomène inverse a d'ailleurs pu être observé lors de la phase ascendante en 2008-2012, lorsque la Belgique attirait essentiellement des IDE sous la forme d'actions et que ses IDE s'opéraient principalement par la voie de crédits. La contraction de ces transits de capitaux peut s'expliquer par le caractère moins avantageux de la déduction des intérêts notionnels. Cet avantage s'est surtout affaibli à la suite de la baisse des taux d'intérêt à long terme des obligations publiques belges auxquels il est associé.

Le fait que les transits de capitaux soient en grande partie constitués d'actions lorsqu'ils entrent en Belgique et de crédits lorsqu'ils quittent le territoire ressort également de la part représentée par des holdings dans les différentes formes d'IDE. Ces capitaux transitent en effet souvent par un holding établi en Belgique. Le poids de ces compagnies<sup>(2)</sup> dans l'ensemble du capital en actions que la Belgique attire et dans les crédits qu'elle accorde est relativement important (respectivement 38,9 et 46,5 %). Leur poids dans d'autres transactions financières est plus limité, en particulier en ce qui concerne les acquisitions de participations à l'étranger (14,5 %).

## 1.2 Lien entre l'encours des investissements directs étrangers et le niveau de développement économique

La Belgique entretient d'intenses relations commerciales et d'étroites relations financières avec le reste du monde. Le rapport entre les entrées et sorties d'IDE et le PIB (respectivement 216 et 213 % du PIB en 2014) est nettement

(1) Une analyse de tous les flux liés aux transits de capitaux requiert des données individuelles au niveau des entreprises, étant donné qu'une agrégation peut amener certains flux à se compenser, cf. section 3.2.

(2) Les holdings ont été identifiés comme des entreprises relevant du secteur « institutions financières captives et prêteurs non institutionnels » (S.127) des comptes annuels.

plus élevé en Belgique que dans la zone euro (126 et 147 % du PIB)<sup>(1)</sup>, ce qui confirme le statut de petite économie ouverte de la Belgique.

Une grande part de ces investissements concerne toutefois les transits de capitaux, comme le montre l'importance manifeste des holdings dans les flux d'IDE entrants et sortants de la Belgique. Si on exclut ces holdings, l'encours des IDE belges est comparable à celui de la zone euro. Cela n'empêche toutefois pas d'en conclure que la Belgique fait partie des pays dont l'ouverture financière est relativement grande. D'autres pays comptent en effet des holdings, mais leurs données ne sont pas corrigées pour en éliminer les effets. Le total de la zone euro se voit d'ailleurs gonflé par des pays présentant des valeurs extrêmes en matière d'IDE rapportés au PIB, comme le Luxembourg (dont le ratio est supérieur à 8 000 % du PIB), ce qui laisse supposer qu'il s'agit en grande partie de transits de capitaux (cf. Genson, 2013). Il serait dès lors peut-être plus pertinent de se référer à la médiane de la zone euro, dont l'ouverture se situe à un niveau nettement inférieur à celui de la Belgique.

L'incidence des transits de capitaux ne permet ni d'établir un lien entre le volume des IDE et les caractéristiques structurelles d'une économie, ni de déterminer si un pays attire de l'étranger ou réalise à l'étranger relativement beaucoup ou peu d'IDE. Pour ce faire, il convient de se fonder sur les sorties nettes d'IDE (égales à la différence

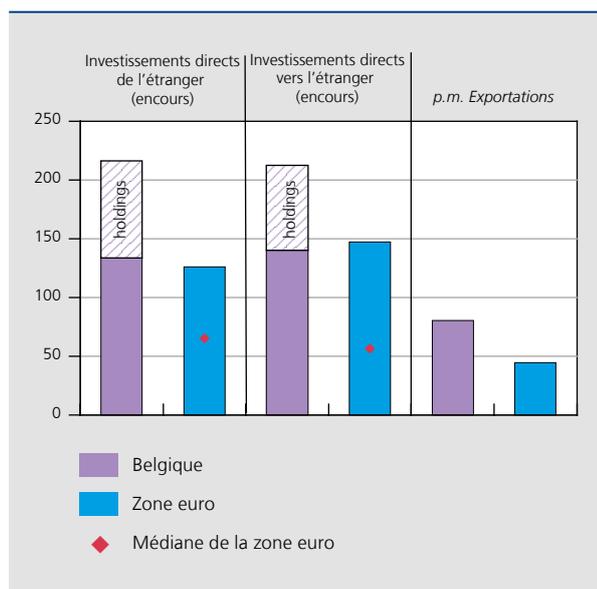
entre les IDE sortants et les IDE entrants), sur lesquelles les transits de capitaux n'exercent aucune incidence puisqu'ils affichent en principe un solde nul.

La littérature, même si elle est assez limitée, vise donc à expliquer le volume d'IDE au moyen de ce concept net. Dunning (1981) affirme que le volume des sorties nettes d'IDE est une fonction du stade de développement d'une économie. Il en distingue cinq :

- premier stade : les sorties nettes d'IDE sont nulles ou légèrement négatives, et les IDE entrants et sortants sont négligeables. Un solde quelque peu négatif peut s'expliquer par des investissements étrangers motivés par la présence de certaines ressources naturelles. Il s'agit ici des économies les moins avancées, offrant peu ou pas d'« avantages à la localisation » (attractivité d'un pays sur les plans économique et juridique) ;
- deuxième stade : la position nette d'investissements directs devient plus négative, les IDE entrants excédant les IDE sortants. Ces pays se caractérisent par des avantages croissants à la localisation, en particulier le développement d'un cadre juridique, un marché en hausse, un recul des risques d'investissement et la disponibilité d'une main-d'œuvre bon marché ;
- troisième stade : si les IDE nets sont encore négatifs, les flux sortants progressent en raison des « avantages spécifiques » que présentent les entreprises du pays<sup>(2)</sup>. Elles deviennent plus concurrentielles en raison, entre autres, du transfert de connaissances qui accompagne les IDE entrants. Le repli des avantages à la localisation, et notamment l'avantage comparatif en termes de production intensive en main-d'œuvre, commence à peser sur les IDE entrants car les coûts salariaux augmentent ;
- quatrième stade : la position nette des investissements directs est désormais positive. Les avantages spécifiques croissants des entreprises incitent de plus en plus de sociétés nationales à s'implanter à l'étranger (intégration horizontale ou *market-seeking*). En outre, les avantages à la localisation du pays d'origine s'amenuisent à mesure que le coût de la main-d'œuvre s'alourdit, ce qui pousse les entreprises résidentes à investir à l'étranger (intégration verticale ou *efficiency-seeking*) ;
- cinquième stade : dans la mesure où les pays évoluent du premier au quatrième stade, Dunning argue qu'il

**GRAPHIQUE 2 ENCOURS DES INVESTISSEMENTS DIRECTS ÉTRANGERS**

(pourcentages du PIB, 2014)

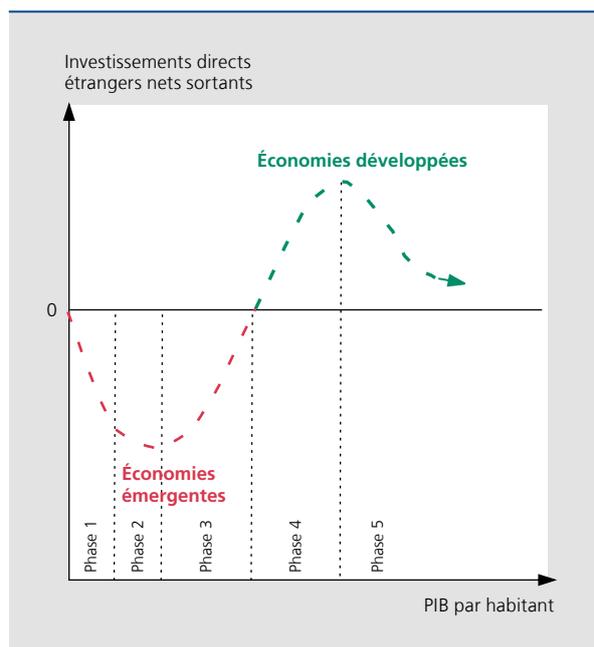


Sources : BCE, BNB.

(1) Comme mentionné précédemment, les chiffres de la zone euro ont été calculés comme étant l'agrégat des États membres et, à l'instar des données présentées par pays, ils englobent les investissements directs tant avec des pays hors zone euro (extra) qu'avec des États membres de la zone euro (intra). En revanche, les statistiques officielles de la balance des paiements et de la position extérieure globale (PEG) de la zone euro ne prennent en compte que les relations avec des pays hors zone euro. D'après ces données, les IDE entrants et sortants (hors zone euro) se sont élevés à, respectivement, 66 et 84 % du PIB en 2014.

(2) Avantages propres à l'entreprise, comme les techniques spécifiques de production, la qualité du management, ou encore un nom de marque.

**GRAPHIQUE 3** LA TRAJECTOIRE DE DÉVELOPPEMENT DE DUNNING POUR LES INVESTISSEMENTS DIRECTS ÉTRANGERS



Sources : Dunning (1981), BNB.

est théoriquement impossible que l'ensemble des pays affiche une balance des IDE positive une fois qu'ils

(1) Il convient de signaler que l'économie belge se caractérise bien par un excédent net de financement, qui se présente toutefois essentiellement sous la forme d'investissements de portefeuille et d'autres investissements (essentiellement par l'intermédiaire du secteur financier) vers l'étranger, et pas ou peu sous celle d'investissements directs.

ont tous atteint le quatrième stade. Ces économies entreraient dès lors dans le cinquième stade, alternant déficits et excédents passagers.

En se fondant sur leur niveau de revenus, pour lequel le PIB par habitant peut servir d'indicateur, on s'attend, d'une part, à ce que les économies développées (y compris la Belgique) se caractérisent par des IDE nets sortants positifs et, d'autre part, à ce que les économies émergentes reçoivent des IDE nets.

Si on se fonde sur les données disponibles pour l'année 2014, on constate que la théorie de Dunning permet d'expliquer le volume des IDE nets sortants affiché par les économies du monde, la Belgique faisant toutefois figure d'exception manifeste. Parmi les économies développées qui, pour la plupart, se caractérisent par des IDE nets positifs marqués, la Belgique se démarque par une position légèrement négative, ce qui signifie que le pays reçoit davantage d'IDE qu'il n'en réalise à l'étranger, une situation qui ne cadre pas avec son niveau de développement. En effet, l'excédent d'épargne qu'enregistrent le plus souvent les économies de ce type devrait entraîner un flux net de financement vers l'étranger et non l'inverse, comme c'est le cas pour les IDE<sup>(1)</sup>.

## 2. Aspects financiers : les investissements directs étrangers apportent-ils un rendement financier à l'économie belge ?

Les nouvelles données concernant les IDE permettent d'analyser plus en détail le rendement financier qu'ils

**TABEAU 2** ENCOURS DES INVESTISSEMENTS DIRECTS ÉTRANGERS NETS SORTANTS<sup>(1)</sup>  
(pourcentages du PIB, 2014)

<b>Économies émergentes</b> .....	-11,6	<b>Économies développées</b> .....	7,8
Afrique .....	-19,6	Union européenne .....	6,8
Asie et Océanie .....	-49,3	Belgique .....	-3,4
Chine .....	-3,4	Allemagne .....	16,0
Inde .....	-6,0	France .....	21,2
Amérique latine et Caraïbes .....	-21,3	Pays-Bas .....	97,8
Europe du Sud-Est et CEI .....	8,2	États-Unis .....	5,2
Russie .....	2,9	Autres économies développées .....	6,8
<i>p.m. BRIC</i> .....	-5,2	<b>Total mondial</b> .....	<b>0,0</b>

Sources : BCE, CNUCED, BNB.

(1) Différence entre les IDE sortants et entrants. Une valeur positive (négative) indique des créances nettes (passifs nets) vis-à-vis de l'étranger.

procurent. Les nouvelles règles comptables du BPM6 stipulent en effet que les revenus générés doivent désormais être enregistrés (cf. encadré). De manière plus générale, les revenus liés aux IDE s'intègrent dans les revenus des placements à l'étranger, ces derniers se composant également d'investissements autres que les IDE. Le revenu net qu'un pays tire de ces transactions financières extérieures contribue au compte courant, et donc au patrimoine net, d'une économie. La section 2.1 examine tout d'abord si les transactions financières avec l'étranger produisent un revenu pour la Belgique ou si elles entraînent un paiement vers l'étranger, avant d'étudier dans quelle mesure les IDE y participent. La section 2.2 se concentre sur le rendement des IDE et tâche d'en fournir une explication en se fondant sur leur volume et sur leur composition.

## 2.1 Revenus des transactions financières avec l'étranger

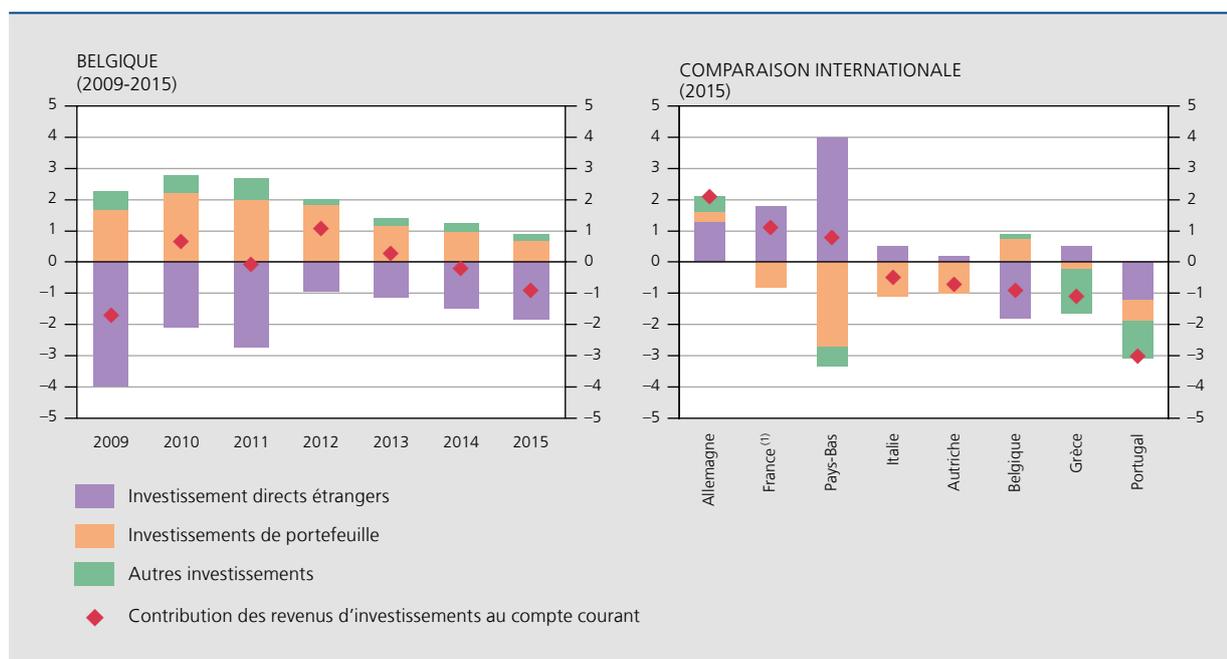
Le compte des opérations financières de la balance des paiements recense les ressources qu'un pays détient ou emprunte à l'étranger au cours d'une année donnée. Les statistiques relatives à la position extérieure globale (PEG) donnent une image du patrimoine ainsi constitué. Outre les IDE, on distingue trois autres grandes catégories d'instruments financiers : les investissements de portefeuille,

les autres investissements (en ce compris les produits financiers dérivés) et les avoirs de réserve.

Si les investissements de portefeuille comprennent, tout comme les IDE, des placements en actions et en obligations, ils ne visent en revanche pas l'acquisition d'un intérêt durable dans une entreprise. En outre, alors que les IDE s'effectuent souvent entre entreprises (fusions et acquisitions, etc.), les investissements de portefeuille émanent fréquemment de particuliers et s'opèrent ou non par l'intermédiaire du secteur financier. Les « autres investissements » se composent d'avoirs sous la forme de numéraire, de dépôts ou de crédits. De par leur nature, ils sont dans la plupart des cas acquis par l'entremise d'intermédiaires financiers (banques). Contrairement à ce qu'on observe pour les sociétés non financières, l'octroi de crédits entre banques n'est pas classé dans les IDE mais dans les « autres investissements », et ce même lorsque celles-ci ont une relation d'investissement direct. Enfin, les avoirs de réserve sont des créances sur l'étranger détenues par les autorités monétaires, qui en assurent par ailleurs le contrôle.

Toutes ces créances et dettes financières génèrent des revenus (dividendes, intérêts). À composition identique des actifs et des passifs, un pays dont les créances extérieures excèdent les engagements enregistre généralement un revenu net positif. Un pays dont les engagements sont

**GRAPHIQUE 4 REVENUS NETS DES INVESTISSEMENTS**  
(pourcentages du PIB)



Sources : CE, BCE, BNB.

(1) Les dernières données complètes pour la France remontent à 2012.

**TABEAU 3** COMPARAISON INTERNATIONALE DE LA POSITION EXTÉRIEURE GLOBALE NETTE (PEGN)<sup>(1)</sup>  
(pourcentages du PIB, 2015)

	BE	DE	FR	EA	NL
Investissements directs .....	-0,5	18,6	22,2	20,9	97,9
dont: Actions .....	-46,7	27,5	22,5	17,1	57,3
Investissements de portefeuille .....	27,2	3,1	-35,1	-28,7	-49,7
Autres investissements .....	29,8	22,2	-10,3	-2,4	13,2
Avoirs de réserve .....	5,4	5,3	5,8	6,2	5,2
<b>PEGN</b> .....	<b>61,9</b>	<b>49,2</b>	<b>-17,4</b>	<b>-4,0</b>	<b>66,6</b>

Sources: BCE, BNB.

(1) Différence entre les avoirs et les engagements extérieurs. Un nombre positif (négatif) indique des créances nettes (des engagements nets) vis-à-vis de l'étranger.

supérieurs aux créances devra normalement effectuer un paiement net vers l'étranger. Ce revenu positif ou négatif figure dans le compte des revenus d'investissements<sup>(1)</sup>.

Si on considère l'ampleur des créances extérieures nettes de la Belgique (son patrimoine net vis-à-vis du reste du monde, aussi appelé position extérieure globale nette (PEGN), atteignait à la fin de 2015 un montant de 254 milliards d'euros, soit 62 % du PIB), les revenus nets qu'elles engendrent sont relativement faibles. Depuis 2014, le solde des revenus de ces avoirs est même négatif (-3,7 milliards d'euros, soit -0,9 % du PIB en 2015).

Une décomposition des revenus d'investissements selon la classification fonctionnelle révèle que la Belgique enregistre surtout un solde de revenus d'IDE déficitaire. En 2015, 7,5 milliards d'euros, soit 1,8 % du PIB, de revenus nets ont ainsi été versés à l'étranger. Il s'agit là d'une situation atypique au sein de la zone euro, les relations d'IDE permettant à la plupart des pays de dégager un revenu net positif.

Les revenus d'investissements sont influencés à la fois par un effet volume et par un effet prix. Le premier dépend de l'encours des IDE nets, tandis que le second découle du niveau et du différentiel de rendement des IDE entrants et sortants. Ces rendements sont en partie déterminés par la composition des IDE.

(1) Ce compte constitue l'un des postes du compte des revenus primaires, qui est lui-même une composante du compte des transactions courantes. Le solde des revenus des investissements est l'un des facteurs qui différencient le produit national brut (PNB) du produit intérieur brut (PIB). Toutes choses étant égales par ailleurs, lorsque le solde du compte des revenus d'investissements est positif, le PNB est supérieur au PIB. Malgré un solde de revenus d'investissements négatif, le PNB de la Belgique a dépassé son PIB de 0,8 % en 2015, grâce à d'autres revenus primaires, et plus précisément grâce aux revenus nets du travail frontalier. L'écart positif entre le PNB et le PIB se resserre toutefois depuis 2012, une évolution qui est à mettre sur le compte de la dégradation du solde des revenus d'investissements.

(2) Il s'agit de la part du bénéfice qui n'est pas distribuée sous la forme de dividendes mais qui revient à l'investisseur en raison de son investissement direct.

Le fait que les IDE procurent moins de revenus à la Belgique qu'aux pays voisins peut en premier lieu être imputé à un effet volume défavorable. Les sorties nettes d'IDE y sont considérablement moindres que dans les pays limitrophes. Elles sont même légèrement négatives (-0,5 % du PIB en 2015). Cette position nette quelque peu déficitaire en termes d'IDE est étonnante si on songe au montant global très élevé des avoirs nets de la Belgique à l'étranger (62 % du PIB). La Belgique fonde donc son patrimoine essentiellement sur les investissements de portefeuille et sur les autres investissements, et très peu sur les IDE. Ceci peut s'expliquer par l'important patrimoine financier des ménages belges canalisé vers l'étranger principalement au travers du secteur financier. Il convient par ailleurs de souligner que la présence sur leur territoire de quelques grandes multinationales telles que Shell et Unilever motive également la position très bénéficiaire des pays voisins, et en particulier celle des Pays-Bas, en matière d'IDE.

## 2.2 Rendement des investissements directs étrangers

Le revenu net qu'un pays tire de ses relations d'investissement direct avec le reste du monde dépend non seulement de l'effet volume (c'est-à-dire de la position nette), mais aussi de l'effet prix (c'est-à-dire du rendement).

Le rendement se mesure par le rapport entre les revenus générés par les IDE au cours d'une année donnée (intérêts, dividendes et bénéfices réinvestis<sup>(2)</sup>) et l'encours des IDE à la fin de l'année précédente. Selon cette définition, les éventuels changements de valeur des IDE (dus, par exemple, à une variation des cours de bourse ou de change) ne sont pas considérés comme des revenus.

Le rendement moyen des IDE sortants de la Belgique sur la période considérée (2013-2015) a atteint 2,5 %, tandis que celui des IDE détenus par l'étranger en Belgique s'est établi à 3,1 %. Le rendement sur les engagements a donc dépassé celui sur les avoirs. Compte tenu de sa position nette d'IDE légèrement négative, la Belgique a dès lors enregistré un revenu net négatif sur ceux-ci.

Ce résultat défavorable trouve davantage son origine dans le rendement trop faible des investissements directs de la Belgique à l'étranger que dans le rendement trop élevé de nos engagements. Le rendement des IDE entrants en Belgique est en effet comparable à celui observé dans les pays voisins. Par contre, pour ce qui est du rendement des investissements directs à l'étranger, la Belgique se classe avant-dernière parmi les pays de la zone euro pour lesquels des données sont disponibles.

La composition des IDE sortants peut expliquer ce piètre rendement. Contrairement à ceux des pays voisins, les investissements directs de la Belgique prennent essentiellement la forme de crédits (intragroupes). En règle générale, les pays dont les IDE reposent en grande partie sur des participations en actions – et non sur des crédits – encaissent des rendements plus importants. La position extérieure nette en actions très déficitaire de la Belgique (cf. tableau 3) atteste

(1) Souvent, pour des raisons fiscales (déductibilité des intérêts notionnels), ces capitaux entrent en Belgique par le biais de l'achat d'actions et en sortent sous la forme de crédits.

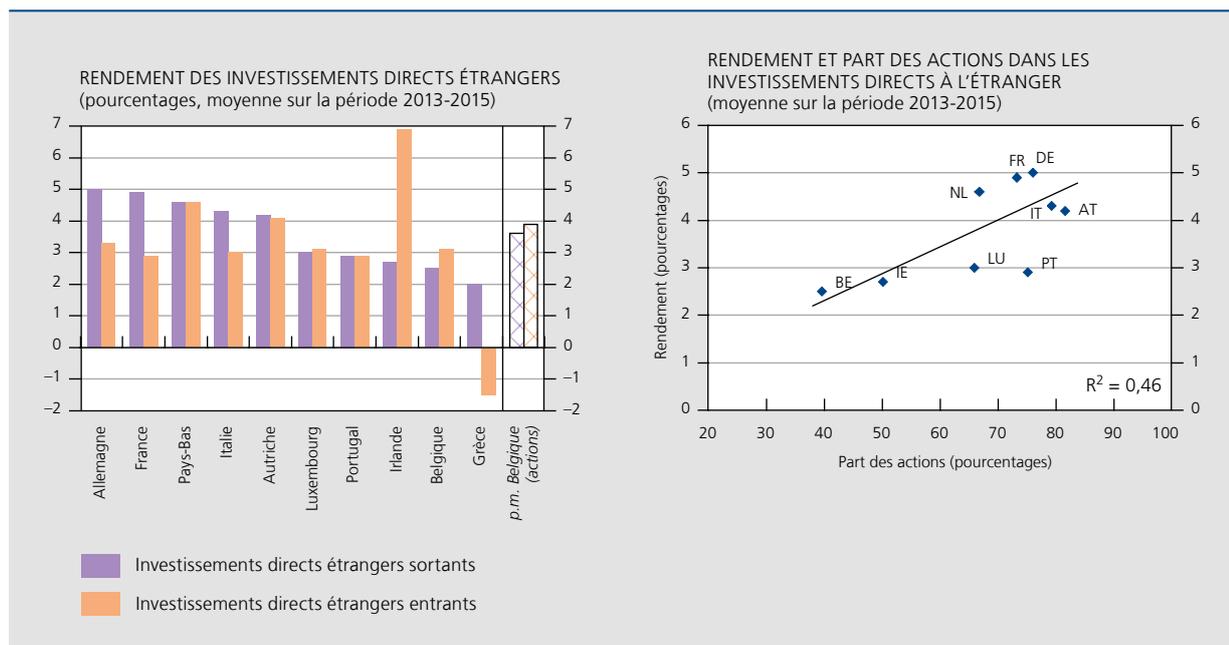
également la composition défavorable des IDE à cet égard. L'excédent des investissements directs en actions reçus de l'étranger par rapport à ceux réalisés par la Belgique équivaut à 46,7 % du PIB. Ce résultat est pour une bonne part attribuable aux capitaux en transit<sup>(1)</sup>.

Toutefois, même lorsque les investissements directs de la Belgique prennent la forme de participations en capital, le rendement qui en découle reste plus bas (3,6 %) que celui obtenu par les pays voisins sur l'ensemble de leurs investissements directs (actions et crédits confondus). Ceci démontre que l'instrument financier utilisé (actions ou crédits) n'est pas le seul facteur explicatif de ce rendement décevant.

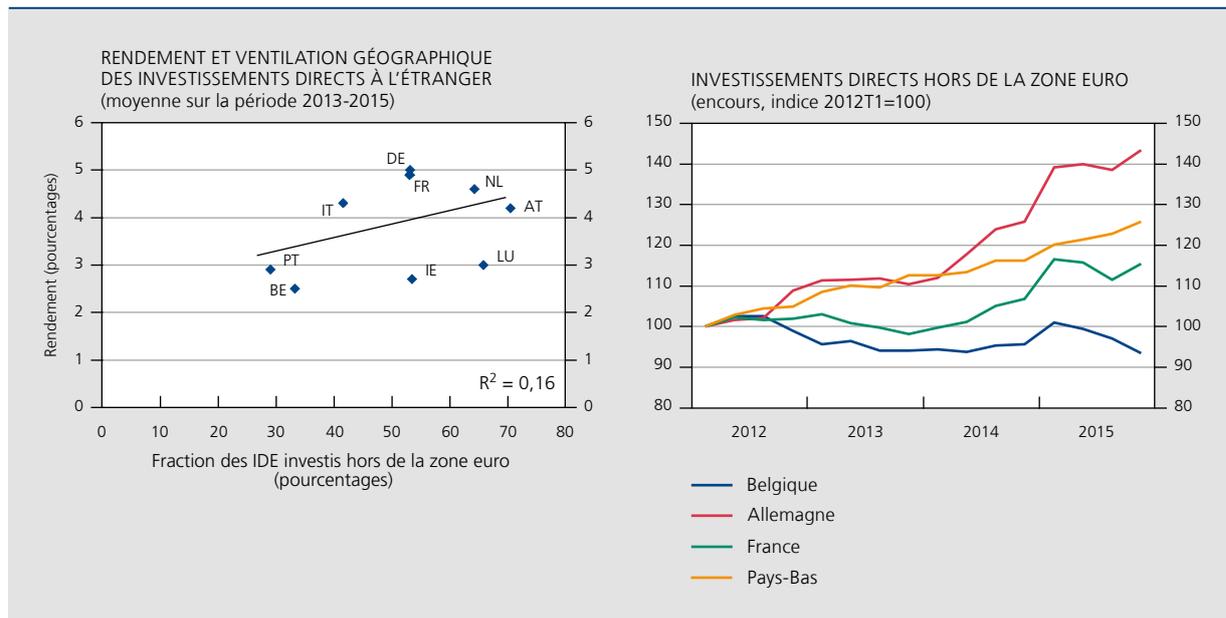
Le rendement que les autres pays recueillent prouve d'ailleurs que les IDE sont potentiellement très rentables. Le rendement moyen des IDE affiché par les pays limitrophes a atteint 4,4 % sur la période 2013-2015, alors même qu'on évoluait dans un environnement de taux bas. Ce haut rendement doit cependant s'apprécier à la lumière du risque encouru, qui est en général plus élevé pour les IDE que pour d'autres types d'investissement. Il convient aussi de préciser que le rendement inclut également les bénéfices reportés et/ou les moins-values réalisées.

Une explication possible du meilleur rendement obtenu dans les autres pays est que leurs IDE visent des marchés plus risqués, tels les pays émergents, où les rendements sont souvent plus avantageux que dans les économies développées.

GRAPHIQUE 5 RENDEMENT ET PART DES ACTIONS DANS LES INVESTISSEMENTS DIRECTS ÉTRANGERS



Sources : CE, BCE, BNB.



Sources : CE, BNB.

Il semble en effet exister une relation positive entre le rendement et la part que les pays investissent dans des marchés situés en dehors de la zone euro. Les investissements directs de la Belgique sont très concentrés sur le marché européen puisque les marchés hors zone euro n'accueillent qu'un tiers du total de nos investissements directs. À titre de comparaison, les pays voisins réalisent (bien) plus de la moitié de leurs investissements directs à l'extérieur de la zone euro. Il convient de remarquer que la forte concentration des investissements belges sur le marché européen résulte en grande partie des investissements directs au Luxembourg (ce pays, qui représente 20% du total des IDE de la Belgique, en est d'ailleurs la première destination). Comme il s'agit pour l'essentiel d'investissements directs dans des holdings et des fonds de placement qui y sont établis, la Belgique détient in fine très probablement plus d'intérêts hors de la zone euro qu'il n'y paraît à la lecture de ces chiffres. Mais, même si on postule qu'une majorité des investissements directs transitant par le Luxembourg sont réalisés en dehors de la zone euro<sup>(1)</sup>, ces marchés ne constituent qu'une portion relativement faible des IDE belges sortants.

Mesurés à l'aune des encours, les pays voisins ont en outre progressivement augmenté leurs IDE à l'extérieur de la zone euro depuis 2012. La Belgique a quant à elle affiché un recul (-6,5%) de ses IDE dans ces pays, et sa part de marché s'est dès lors dégradée en termes relatifs. Les pays voisins semblent donc avoir davantage misé sur la croissance plus soutenue qu'ont enregistrée les économies hors zone euro.

### 3. Aspects réels: typologie des multinationales et incidence sur l'économie réelle belge

Pour donner une idée précise de l'impact des IDE sur l'économie réelle, la suite de l'article s'appuie sur des données d'entreprises. Ces dernières permettent d'évaluer l'apport des multinationales en termes de valeur ajoutée, d'emploi, de contribution à la balance commerciale et d'investissements réels. Pour ce faire, les données d'entreprises sur les IDE de la balance des paiements ont été couplées à celles de la centrale des bilans et du commerce extérieur. Le taux de couverture de ces bases de données est élevé car elles concernent pratiquement l'ensemble des sociétés non financières du secteur privé, hors indépendants. Il convient cependant de préciser que, malgré leur qualité, il s'agit de données brutes et non corrigées, contrairement aux statistiques macroéconomiques disponibles<sup>(2)</sup>.

(1) En moyenne, 66% des investissements directs du Luxembourg en 2015 visaient des destinations en dehors de la zone euro.

(2) Les données d'entreprises sont le plus souvent la source privilégiée utilisée pour établir les agrégats macroéconomiques. L'élaboration de statistiques implique cependant généralement un traitement de ces données, comme les transformations visant à les rendre conformes aux prescriptions statistiques en vigueur, les extrapolations lorsque les données récoltées ne sont pas exhaustives, les corrections lorsqu'elles sont manifestement erronées ou les arbitrages pour garantir une cohérence avec d'autres séries statistiques.

### 3.1 Poids des multinationales dans l'économie belge

Le recours aux données d'entreprises permet de procéder à une répartition de la valeur ajoutée et de l'emploi salarié en fonction d'un éventuel lien d'investissement direct avec l'étranger. Pour établir un diagnostic précis, les sociétés non financières résidentes hors indépendants ont été scindées en trois catégories. La première regroupe les multinationales, c'est-à-dire les firmes qui enregistrent des IDE entrants ou sortants. On y retrouve donc les maisons mères belges qui ont des filiales à l'étranger et les filiales belges de maisons mères étrangères. La deuxième catégorie réunit les firmes qui ne réalisent elles-mêmes pas d'IDE mais qui sont majoritairement liées à des multinationales. Concrètement, elles détiennent ou sont détenues à hauteur de plus de 50 % par une firme de la première catégorie. On peut en quelque sorte parler de firmes ayant un lien d'investissement « indirect » étranger. Enfin, les firmes purement domestiques complètent la typologie. Elles n'entretiennent pas de relations d'IDE<sup>(1)</sup> et ne sont pas liées à des multinationales.

Les multinationales et les firmes qui leur sont liées sont relativement peu nombreuses en Belgique. En 2014,

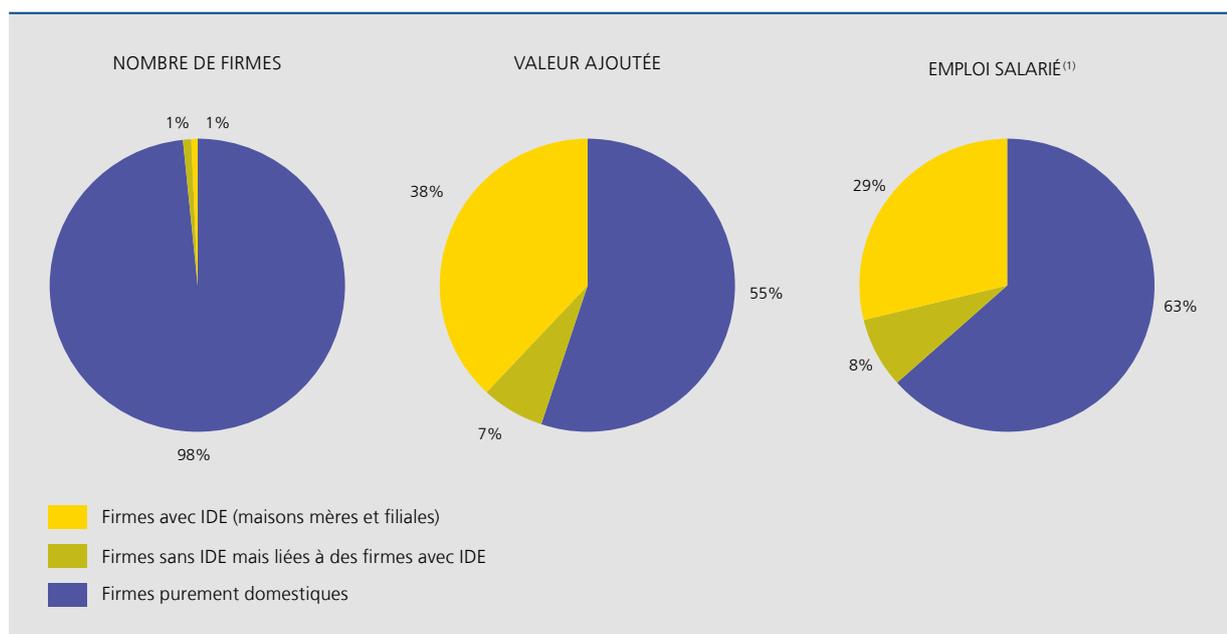
elles représentaient 2 % des sociétés non financières du secteur privé, hors indépendants. Précisons que, parmi les multinationales, on compte environ 2 100 filiales belges de groupes étrangers, contre près de 600 maisons mères belges. Même si elles sont assez peu nombreuses, les multinationales et leurs entreprises liées créent néanmoins 45 % de la valeur ajoutée et emploient environ 37 % des travailleurs salariés. Couplé à leur importance économique, le faible nombre des multinationales souligne qu'elles sont en général de très grande taille. Leur part dans la valeur ajoutée excédant celle dans l'emploi salarié, on peut également noter que les multinationales se caractérisent par une productivité apparente du travail salarié comparativement plus élevée.

Les multinationales jouent par ailleurs un rôle de catalyseur de la productivité d'une économie. Des effets de débordement ont ainsi été mis en lumière dans la littérature économique. Selon la BNB (cf. BNB, 2016), les firmes purement domestiques qui achètent ou qui vendent des biens et des services intermédiaires aux multinationales affichent une productivité supérieure à celle des autres entreprises purement domestiques.

Les multinationales et leurs firmes liées jouent également un rôle crucial en termes de compétitivité

(1) Elles n'ont, l'année concernée, pas de relations d'IDE, ni en termes de flux ni en termes d'encours.

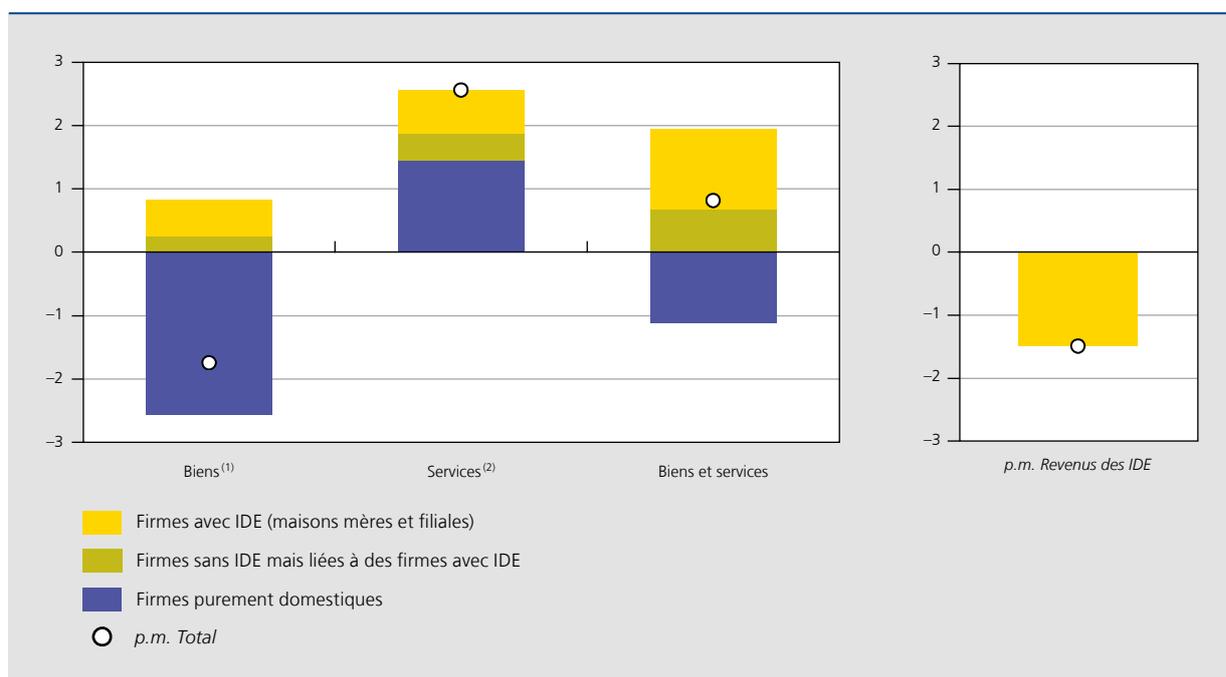
**GRAPHIQUE 7** POIDS DES MULTINATIONALES DANS L'ÉCONOMIE BELGE  
(2014, total des sociétés non financières du secteur privé, hors indépendants)



Source : calculs propres.  
(1) En équivalents temps plein.

## GRAPHIQUE 8 POIDS DES MULTINATIONALES DANS LES EXPORTATIONS NETTES

(2014; estimations de la contribution directe au solde courant des sociétés non financières du secteur privé, hors indépendants; points de pourcentage du PIB)



Source : calculs propres.

(1) Estimations sur la base des données du commerce extérieur en concept national.

(2) Estimations sur la base de l'enquête de la balance des paiements.

extérieure. En s'appuyant sur certaines hypothèses<sup>(1)</sup>, on peut estimer leur contribution directe<sup>(2)</sup> à la balance commerciale. En 2014, celle-ci était positive, aussi bien pour les biens que pour les services, atteignant près de 1,9 point de pourcentage du PIB. Par contre, les firmes purement domestiques<sup>(3)</sup> ont contribué négativement à la balance commerciale, en particulier parce qu'elles importent plus de biens qu'elles n'en exportent.

(1) Les données du commerce extérieur sur les échanges internationaux de biens ne couvrent qu'environ 90 % de la totalité des flux, car l'obligation de reporting des échanges intra-UE fait l'objet de seuils, lesquels ont évolué au fil du temps. En 2015, les flux de commerce intra-UE d'une entreprise ne devaient être enregistrés que s'ils dépassaient 1 million d'euros pour les exportations ou 1,5 million d'euros pour les importations. Les enquêtes concernant toutefois l'ensemble des multinationales, les échanges de biens non observés dans les données microéconomiques ont, par hypothèse, été attribués aux firmes domestiques. Pour les services, aucune hypothèse n'a en revanche été formulée, les données étant récoltées sur la base d'une enquête auprès d'un échantillon représentatif d'entreprises dont on n'a pas la garantie qu'il couvre l'ensemble des multinationales. Excepté les dépenses de voyages réalisées par des particuliers, et donc absentes des données recueillies, le taux de couverture des échanges internationaux de services dépasse toutefois 85 %.

(2) L'exercice ne prend en compte que la contribution directe. Pour réaliser leur production à l'exportation, il est possible que les multinationales s'approvisionnent en biens et en services intermédiaires auprès d'entreprises belges qui, elles, importent au préalable. Il est toutefois difficile, voire impossible, d'évaluer la contribution indirecte à la balance commerciale.

(3) Par essence, la contribution directe des firmes purement domestiques au solde commercial provient uniquement des entreprises exportatrices et/ou importatrices. Les autres firmes purement domestiques ne réalisent en effet pas d'échanges de biens ou de services avec des entreprises étrangères.

(4) Pour information, il nous est impossible de calculer la contribution directe totale des multinationales au solde courant car nous ne disposons pas des données sur les revenus nets des investissements de portefeuille.

Il est intéressant de mettre les exportations nettes des multinationales en perspective avec le constat posé à la section 2.1 concernant les revenus nets des IDE. Si les revenus des IDE versés au reste du monde excèdent les revenus des IDE reçus du reste du monde, les multinationales exportent toutefois plus de biens et de services qu'elles n'en importent. Au final, ces deux résultats jouent en sens inverse sur le solde courant, qui reprend en effet ces deux rubriques<sup>(4)</sup>. Il ne faut cependant pas s'empres- ser de conclure que les multinationales produisent en Belgique des biens et des services dont le fruit des ventes à l'exportation est rapatrié à l'étranger. Il est ici effectivement question d'exportations nettes et non de bénéfiques. Par ailleurs, nous avons montré à la section 2.2 que les revenus nets négatifs des IDE étaient surtout liés au faible rendement des IDE sortants.

### 3.2 Les IDE, une source de financement des investissements réels ?

Nous avons jusqu'ici analysé le poids économique des multinationales en termes de valeur ajoutée, d'emploi et de contribution au solde commercial. On cite cependant également souvent les IDE comme étant

une source potentielle de financement des investissements réels, tels les achats de machines ou de terrains, les constructions, mais également les dépenses de recherche et de développement, les brevets, etc. Pour tester cette conjecture sur les données belges couvrant la période 2008-2014, il s'avère toutefois nécessaire de procéder à un examen détaillé des mouvements de capitaux entre les multinationales belges et les sociétés étrangères de leur groupe.

Mener un tel exercice apporte un éclairage complémentaire. Les flux d'IDE, présentés dans les statistiques macroéconomiques disponibles et décrits à la section 1.1, masquent en effet une partie des transits financiers. Surtout à l'œuvre auprès des filiales belges de maisons mères étrangères, ceux-ci gonflent les entrées et les sorties de capitaux. Premièrement, pour un grand nombre de multinationales belges, on observe ainsi des apports en capitaux propres en provenance de sociétés étrangères du groupe et, la même année, l'octroi de prêts à des sociétés étrangères du groupe. Ces mouvements sont en partie liés au mécanisme des intérêts notionnels, qui incite les entreprises implantées en Belgique<sup>(1)</sup> à augmenter leurs fonds propres, notamment au travers de capitaux étrangers. Elles ont toutefois la possibilité de compenser cette opération en accordant à leur tour des prêts à des sociétés du groupe localisées à l'étranger. Deuxièmement, il se produit également des octrois de nouveaux prêts et des remboursements de prêts existants au cours d'une même année. Un certain nombre de filiales situées en Belgique jouent effectivement le rôle de centres financiers pour l'ensemble de leur groupe, recevant et octroyant simultanément des prêts. Troisièmement, des mouvements financiers se contrebalancent mutuellement au niveau agrégé : des multinationales reçoivent des capitaux, tandis que d'autres en délivrent à des sociétés étrangères de leur groupe.

Entre 2008 et 2014, les entrées totales de capitaux<sup>(2)</sup> enregistrées dans le cadre d'une relation d'IDE se sont chiffrées à plus de 800 milliards d'euros en moyenne par an. Les

sorties de capitaux ont été d'un ordre de grandeur comparable. S'ils concernent tant les filiales belges de maisons mères étrangères que les maisons mères belges, les montants en jeu sont nettement plus élevés pour les premières citées. Au niveau macroéconomique, ces mouvements se compensent toutefois en grande partie.

Ces transits de capitaux ne sont pas uniquement le fait d'un groupe limité de firmes, ni exclusivement celui des holdings. Chaque année, près de 90 % des multinationales belges ont reçu des capitaux d'une société étrangère de leur groupe. Parmi celles-ci, quelque 42 % ont procédé à des sorties de capitaux pour un montant parfaitement similaire à celui de leurs entrées. Pour 36 % de ces multinationales, des sorties de capitaux vers les sociétés étrangères du groupe ont également été notées, même si elles ont été inférieures aux entrées. Elles ont toutefois atteint en moyenne plus de 80 % des montants entrants. Enfin, à peine 22 % de ces multinationales ont reçu des entrées de capitaux étrangers sans enregistrer de sorties de capitaux simultanées. Précisons que le phénomène des transits financiers ne touche pas que les filiales de groupes étrangers, car les pourcentages relatifs aux seules maisons mères belges sont d'une ampleur équivalente. Comme cela a déjà été précisé ci-avant, les montants en jeu sont néanmoins moindres.

Pour déterminer le financement éventuel d'un investissement réel par des fonds étrangers, nous avons dans un premier temps calculé les entrées annuelles nettes de capitaux étrangers pour chaque firme, que nous avons obtenues en déduisant des entrées les sorties de capitaux. Nous avons ensuite examiné la concordance entre ces entrées annuelles nettes et les investissements réels annuels<sup>(3)</sup>. Cette comparaison a permis de définir la part de ces derniers qui est éventuellement couverte par les premiers. On parle ici de financement potentiel, car si les entrées de fonds étrangers coïncident avec les investissements réels, nous n'avons aucune certitude formelle que les premiers aient réellement servi au financement des seconds.

Les résultats de cette analyse sont présentés au graphique 9. Ils révèlent que, entre 2008 et 2014, les multinationales ont effectué 33 % des investissements réels belges. Une partie de ceux-ci, à savoir 9 points de pourcentage, ont potentiellement été financés par des entrées nettes de capitaux étrangers. Les autres investissements réels des multinationales, soit 24 points de pourcentage, ont été couverts par des sources alternatives, comme le financement bancaire ou le financement interne domestique. Pour ce qui est des firmes belges liées à des multinationales, nous observons une concordance entre leurs investissements réels et les entrées nettes de capitaux étrangers au sein du groupe auquel

(1) Notons que le mécanisme vaut aussi bien pour les multinationales que pour les firmes purement domestiques.

(2) Plus précisément, en termes de prêts, on définit comme une entrée (sortie) de capitaux du point de vue de la firme belge, soit une augmentation (réduction) des dettes à l'égard de la contrepartie étrangère reprises au passif de la firme belge, soit une réduction (augmentation) des créances à l'égard de la contrepartie étrangère reprises à l'actif de la firme belge. En termes de capitaux propres, on définit comme une entrée (sortie) de capitaux du point de vue de la firme belge, soit une augmentation (réduction) des capitaux propres par la contrepartie étrangère reprises au passif de la firme belge, soit une réduction (augmentation) des participations dans la contrepartie étrangère reprises à l'actif de la firme belge.

(3) En se concentrant uniquement sur les firmes qui enregistrent des investissements réels positifs, vu que la question du financement ne se pose pas pour les ventes d'actifs (désinvestissement réel). L'exercice ne prend pas en compte l'éventualité d'un décalage dans le temps entre le financement et l'investissement réel. Un exercice économétrique fait toutefois apparaître une relation négative entre les entrées nettes de capitaux durant l'année  $t$  et les investissements réels en  $t+1$ , et ce alors que la relation est positive, même si le coefficient est très faible, pour les entrées nettes de capitaux et pour les investissements réels de la même année.

elles appartiennent, qui se sont élevées à 2 % des investissements réels en Belgique. Ici non plus, nous n'avons aucune certitude en ce qui concerne la source du financement. Nous n'avons d'ailleurs pas d'informations quant à un transfert éventuel entre l'entité du groupe qui a enregistré l'entrée de capitaux et la firme liée qui a investi. Nous pouvons simplement constater que, au niveau du groupe, l'investissement réel et l'entrée nette de capitaux étrangers ont été simultanés. Au total, un financement potentiel par des capitaux étrangers s'est donc produit pour 11 % des investissements réels totaux en Belgique. À titre d'information, les montants concernés représentent moins de 1 % des entrées totales de capitaux étrangers. Au final, si celles-ci sont considérables, elles sont en grande partie liées à des transits financiers, et seule une très faible proportion d'entre elles financent les investissements réels en Belgique, même en période de crise, lorsque le financement sur le marché local a pu s'avérer plus difficile.

Dans la littérature économique, on retrouve peu d'articles traitant de ce sujet, notamment parce que l'accès aux données d'entreprises est limité. Ali-Yrkkö et Leino (cf. Ali-Yrkkö et Leino, 2014) ont réalisé une étude similaire à la nôtre, en se fondant sur des données finlandaises. Leurs

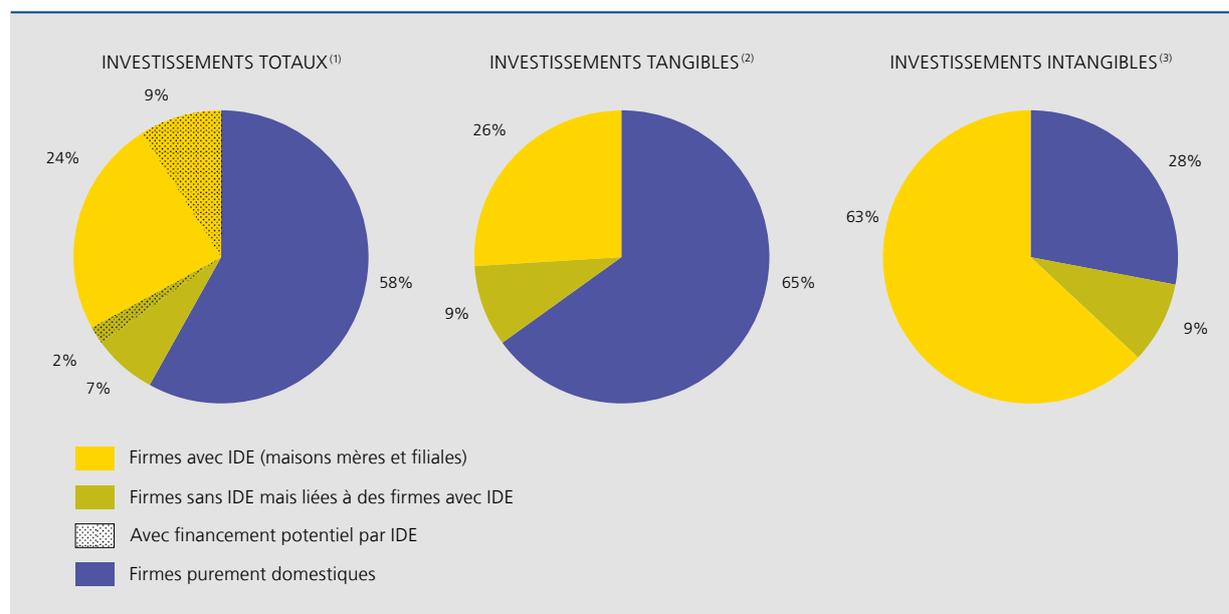
conclusions sont assez proches. En particulier, ils montrent que les flux d'IDE se caractérisent par d'importants transits financiers. En outre, ils estiment que les entrées de capitaux participent très peu au financement de l'économie réelle finlandaise.

Les multinationales jouent un rôle crucial pour le potentiel de croissance. Avec leurs firmes belges liées, elles ont en effet réalisé 42 % des investissements réels en Belgique entre 2008 et 2014, même si ceux-ci n'ont été que modestement financés par des capitaux étrangers. Ces résultats ne tiennent pas à des investissements exceptionnels qui ne se seraient produits qu'une seule année, dans la mesure où une répartition similaire est observée pour le stock de capital.

L'analyse peut être affinée, car les investissements réels se subdivisent en investissements tangibles, qui en constituent la majeure partie, et en investissements intangibles. S'agissant de ces derniers qui incluent notamment les frais de recherche et de développement, les concessions, les brevets et les licences, la part des multinationales est relativement plus élevée. Ce résultat s'explique en partie par le fait que seules les grandes entreprises, au sein desquelles on retrouve de nombreuses multinationales,

#### GRAPHIQUE 9 INVESTISSEMENTS RÉELS ET FINANCEMENT POTENTIEL PAR DES INVESTISSEMENTS DIRECTS ÉTRANGERS

(période 2008-2014, total des sociétés non financières du secteur privé, hors indépendants)



Source : calculs propres.

- (1) On définit les investissements réels totaux sur la base des bilans des entreprises. Ceux-ci fournissent une estimation de la formation brute de capital fixe reprise dans les comptes nationaux et s'obtiennent en calculant la différence entre les acquisitions d'actifs fixes et les cessations d'actifs fixes.
- (2) Les investissements tangibles, définis sur la base des immobilisations incorporelles dans les bilans des entreprises, comprennent les installations, les machines, l'outillage, le mobilier, le matériel roulant, les locations-financements et droits similaires, les immobilisations en cours et les acomptes versés.
- (3) Les investissements intangibles, définis sur la base des immobilisations corporelles dans les bilans des entreprises, comprennent les frais de recherche et de développement, les concessions, les brevets, les licences, le savoir-faire, les marques et droits similaires et le goodwill.

ont les moyens de financer ce type d'investissements. Le fruit des investissements intangibles bénéficie cependant à l'ensemble du groupe, et pas uniquement aux établissements localisés en Belgique. De la même façon, les firmes belges appartenant à des groupes internationaux peuvent tirer profit des recherches menées dans des entreprises sœurs situées à l'étranger. L'empreinte géographique est en revanche plus forte pour les investissements tangibles, qui comprennent les terrains, les constructions, les installations, les machines, l'outillage, le mobilier, le matériel roulant, etc. Ces investissements sont en effet directement en lien avec la production domestique de biens ou de services. Pour ce type d'investissements, le poids des multinationales est toutefois comparativement plus faible.

### 3.3 La survie des multinationales et les évolutions de l'emploi depuis 2008

Depuis 2008, la presse a relayé plusieurs cas de multinationales ayant fortement réduit leur emploi en Belgique, voire ayant cessé leurs activités. À cet égard, il est utile de procéder à une analyse économétrique de la survie des firmes entre 2008 et 2014 en fonction de leur statut. Dans cette section, les résultats obtenus pour les maisons mères et pour les filiales sont présentés séparément, dans

la mesure où ces deux catégories de multinationales divergent sensiblement<sup>(1)</sup>. Les deux premières spécifications de l'exercice économétrique montrent que la probabilité qu'une maison mère ou une filiale active en 2008 le soit toujours en 2014 a été supérieure de 15 points de pourcentage à celle enregistrée pour les firmes purement domestiques. Ce résultat est toutefois largement lié au fait que les multinationales sont en général de grande taille. Or, les chances de survie des grandes entreprises sont nettement plus importantes que celles des petites, pour lesquelles on observe un taux de rotation beaucoup plus élevé. Un même constat peut être dressé pour les firmes les plus productives. Les effets de la taille (spécification 3) ainsi que de la productivité (spécification 4) ont donc été neutralisés. La différence de probabilité de survie entre les maisons mères et les firmes purement domestiques n'est plus significative lorsqu'elles sont de taille (et de productivité) comparable. En revanche, les chances de survie des filiales sont significativement plus faibles que celles des firmes purement domestiques de la même taille (et de la même productivité). Ce résultat alimente la thèse selon laquelle les filiales de groupes étrangers seraient moins enracinées localement que les firmes domestiques qui partagent les mêmes caractéristiques. Les groupes étrangers pourraient en effet plus facilement relocaliser leurs activités sur d'autres sites de production, en particulier en période de basse conjoncture.

L'impact sur l'emploi ne se limite toutefois pas aux seules disparitions d'entreprises. Au sein des firmes

(1) Les multinationales ont été réparties en fonction de la nationalité de leur maison mère. Si celle-ci est étrangère (belge), la multinationale est classée dans le groupe des filiales (maisons mères).

**TABLEAU 4** PROBABILITÉ DE SURVIE DES MULTINATIONALES – RÉSULTATS ÉCONOMÉTRIQUES<sup>(1)</sup>  
(différence par rapport à la probabilité de survie des entreprises purement domestiques)

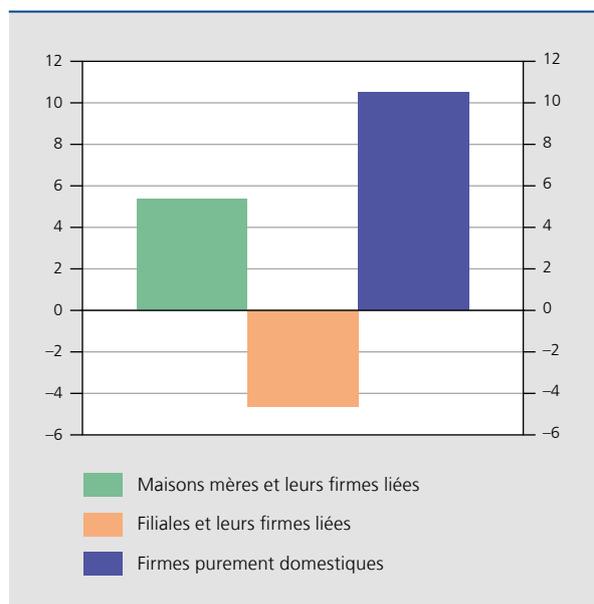
	Effets marginaux sur la probabilité de survie entre 2008 et 2014			
	(1)	(2)	(3)	(4)
Maison mère .....	0,152*** (0,017)	0,152*** (0,017)	-0,027 (0,023)	0,017 (0,022)
Filiale .....	0,150*** (0,009)	0,142*** (0,010)	-0,086*** (0,014)	-0,068*** (0,014)
Emploi salarié (en log) .....			0,088*** (0,001)	0,084*** (0,001)
Productivité (en log) .....				0,013*** (0,000)
Binaires sectorielles .....	Non	Oui	Oui	Oui
Nombre d'observations .....	143 323	143 292	143 292	143 292

Source: calculs BNB.

(1) Le tableau présente les effets marginaux moyens obtenus à partir d'une régression probit effectuée sur l'échantillon des entreprises dont l'emploi salarié était non nul en 2008. On considère qu'une firme a survécu si elle était toujours active en 2014 et qu'elle dénombrait également une quantité non nulle d'emploi à cette date. Pour les variables explicatives, ce sont les valeurs de 2008 qui sont utilisées. Les écarts-type sont repris entre parenthèses. La mention \*\*\* précise que le seuil de significativité est de 1 %, l'absence de mention signifie que le seuil de significativité de 10 % n'est pas atteint.

**GRAPHIQUE 10** ÉVOLUTIONS DE L'EMPLOI DANS LES FIRMES PÉRENNES<sup>(1)</sup>

(variations entre 2008 et 2014, pourcentages)



Source : calculs propres.

(1) Sont considérées comme pérennes les firmes qui occupaient un nombre non nul de salariés en 2008 et en 2014 et dont le statut n'a pas changé au cours de cette période.

pérennes, c'est-à-dire parmi celles qui étaient actives en 2008 et en 2014 et dont le statut n'a pas changé au cours de cette période<sup>(1)</sup>, l'emploi a également évolué. Il a ainsi augmenté de plus de 10 % dans les firmes purement domestiques et de près de 5 % dans les maisons mères et leurs firmes belges liées, alors qu'il a diminué de près de 5 % dans les filiales de groupes étrangers et leurs firmes belges liées. Même si ces mouvements s'inscrivent dans un contexte conjoncturel difficile, ils semblent de nouveau être le signe d'un enracinement moindre des multinationales, en particulier des filiales de groupes étrangers.

La variation totale de l'emploi au sein des filiales de groupes étrangers et de leurs firmes belges liées a néanmoins été plus défavorable que celle des seules entreprises pérennes. Pour établir la variation totale du nombre d'emplois, on prend également en compte les destructions d'emplois consécutives aux disparitions de certaines firmes ainsi que les créations d'emplois au sein des nouvelles sociétés. Cette mesure est cependant moins pertinente car elle comptabilise aussi les changements de statut.

(1) Plus précisément, on définit les firmes pérennes comme des firmes qui occupaient un nombre non nul de salariés en 2008 et en 2014 et qui n'ont pas changé de statut au cours de cette période, les trois statuts considérés étant (a) les firmes purement domestiques, (b) les filiales et leurs firmes belges liées et (c) les maisons mères et leurs firmes belges liées.

## Conclusion

Le présent article analyse l'incidence économique des investissements directs entrants comme sortants de la Belgique. Sur la base de nouvelles données, il examine si les relations d'investissement direct avec l'étranger génèrent des revenus pour l'économie belge et quelle en est la contribution à l'économie réelle.

Outre d'intenses relations commerciales, la Belgique noue également d'étroites relations financières avec le reste du monde. Les investissements directs confirment le statut de petite économie ouverte de la Belgique. Le rapport entre les encours des IDE entrants et sortants de Belgique et le PIB (respectivement 208,7 et 208,2 % du PIB à la fin de 2015) est sensiblement supérieur à la moyenne des pays de la zone euro (à savoir 132 et 156 % du PIB). Une part considérable de ces IDE concernent toutefois les transits de capitaux, notamment en raison de la politique menée pour attirer les investissements directs de l'étranger, en particulier au moyen d'incitants fiscaux comme la déduction des intérêts notionnels.

En termes nets, et donc en neutralisant les capitaux en transit, la Belgique accueille plus d'investissements directs qu'elle n'en réalise à l'étranger. Les investissements sortants nets s'élevaient ainsi à -0,5 % du PIB à la fin de 2015. Il s'agit d'une situation atypique pour une économie développée affichant un considérable excédent d'épargne net (62 % du PIB à la fin de 2015). Ce patrimoine extérieur de la Belgique est en fait davantage constitué de placements de portefeuille et d'investissements effectués par l'intermédiaire du secteur financier que d'investissements directs.

Les relations d'investissement direct de la Belgique avec l'étranger occasionnent une perte nette de revenu (-1,8 % du PIB à la fin de 2015), qui pèse sur le compte courant. Ce résultat financier défavorable est imputable tant à la faiblesse des sorties nettes d'IDE qu'au rendement relativement bas des investissements directs de la Belgique à l'étranger (2,5 % au cours de la période 2013-2015) par rapport à celui des investissements étrangers en Belgique (3,1 %). Ce maigre rendement – y compris au regard de celui qu'engendrent les IDE des pays voisins (4,4 %) – tient, entre autres, à la composition des IDE sortants. Ceux-ci se caractérisent en effet par un volume assez élevé de prêts intragroupes (et donc par un volume relativement médiocre de participations sous la forme d'actions) et par une sous-représentation des investissements directs sur des marchés extérieurs à la zone euro.

En termes réels, le poids économique des firmes qui nouent des relations d'investissement direct avec l'étranger est

substantiel. Même si ces entreprises sont relativement peu nombreuses (1 % du total des firmes du secteur privé en 2014), elles créent une part significative de la valeur ajoutée (38 %) et emploient un grand nombre de travailleurs salariés (29 %). La crise économique les a toutefois aussi affectées, touchant plus spécialement l'emploi dans les filiales de groupes étrangers implantées en Belgique, qui ont été frappées bien davantage que les maisons mères belges et les firmes purement domestiques.

L'ensemble des multinationales jouent en outre un rôle majeur pour la compétitivité extérieure en contribuant largement aux exportations nettes de la Belgique (1,3 point de pourcentage du PIB en 2014). Elles renforcent le potentiel de croissance en réalisant 33 % des investissements réels du secteur privé (et, en particulier, 63 % de la R&D),

même si une vaste majorité de ceux-ci ne sont pas financés par des entrées de capitaux étrangers.

Le poids considérable des multinationales en Belgique montre l'importance d'une politique soucieuse de l'attrait de l'économie belge. En raison des stimulants fiscaux, tels les intérêts notionnels, les IDE se composent néanmoins d'une vaste part de capitaux en transit, qui ne constituent pas une source de financement d'investissements réels. Dans le même temps, il y a lieu de ne pas négliger l'importance des investissements directs des entreprises belges à l'étranger. Augmenter ces derniers permettrait de diversifier l'excédent d'épargne de la Belgique et procurerait potentiellement à l'économie belge un revenu plus élevé, a fortiori si le rendement des IDE belges à l'étranger se rapprochait de celui obtenu par les pays voisins.

## Bibliographie

Aizenman J. et I. Noy (2006), « FDI and trade », *Quarterly Review of Economics and Finance*, 46(3), 317-337.

Ali-Yrkkö J. et T. Leino (2014), « How does foreign direct investment impact on real investment by foreign-owned companies? Firm-level analysis », draft.

Bisciari P. et Ch. Piette (2007), « Investissements directs et attractivité de la Belgique », BNB, *Revue économique*, juin, 31-49.

BNB (2016), Rapport annuel 2015, chapitre 5, « Accroître le potentiel de croissance et la résilience de l'économie ».

Burggraeve K., Ph. Jeanfils, K. Van Cauter et L. Van Meensel (2008), « Impact macroéconomique et budgétaire de la déduction fiscale pour capital à risque », BNB, *Revue économique*, septembre, 7-49.

Dhyne E. et S. Guerin (2014), *Outward foreign direct investment and domestic performance: In search of a causal link*, NBB Working Paper 272.

Dunning J. H. (1981), « Explaining the International Direct Investment Position of Countries: Towards a Dynamic and Development Approach », *Weltwirtschaftliches Archiv*, 117, 30-64.

EY (2015), *Baromètre de l'attractivité belge 2015*.

FMI (2009), *Manuel de la balance des paiements et de la position extérieure globale – sixième édition (MBP6)*, FMI, Washington, DC.

Genson G. (2013), *Regards sur les investissements directs étrangers*, 2/2013, Statec.

Lipsey R. E. (1999), *The Role of Foreign Direct Investment in International Capital Flows*, NBER Working Paper 7094.

OECD (2015), *FDI Regulatory Restrictiveness Index*.

UNCTAD (2016), *Global Investment Trend Monitor*, 22.

# Comment stimuler l'entrepreneuriat en Belgique ?

J. De Mulder  
H. Godefroid<sup>(\*)</sup>

## Introduction

Il est communément admis que l'entrepreneuriat revêt une grande importance pour la croissance économique d'un pays. Beaucoup d'institutions sont dès lors actives dans l'étude de ce domaine, aux niveaux tant national qu'international. Il s'agit à la fois d'organisations liées aux pouvoirs publics, comme l'OCDE ou la CE, et d'initiatives privées, comme le Global Entrepreneurship Monitor (GEM). Les nombreuses études que celles-ci publient quantifient notamment les performances des différents pays, de même qu'elles dressent une liste des divers facteurs susceptibles d'affecter le développement de l'entrepreneuriat. La liste de ces déterminants potentiels est généralement très longue, les éléments influant sur la décision de créer ou non une activité indépendante ou une entreprise étant multiples. Des facteurs non seulement financiers et économiques, mais également plus sociologiques, comme, par exemple, l'attitude envers l'entrepreneuriat ou face au risque, jouent un rôle majeur à cet égard.

Il est souvent avancé que la Belgique enregistre des résultats médiocres en matière d'entrepreneuriat. Les études qui attestent explicitement ce fait sont toutefois rares, et encore plus celles qui en établissent les causes.

L'objet de cet article est de donner succinctement une vue globale de l'entrepreneuriat en Belgique. À ce propos, il illustre les deux arguments précités. Il examine en outre les grands facteurs d'incitation ou de frein à la création d'entreprise, ainsi que les performances en la matière de

la Belgique comparativement à d'autres pays. Le recensement des faiblesses permet en effet d'identifier les principaux domaines dans lesquels les éventuels efforts nécessaires doivent être fournis.

L'article se décline en quatre parties. La première s'intéresse à la situation actuelle de la Belgique sur le plan de l'entrepreneuriat, en la comparant à celle d'autres pays européens. Elle aborde tant l'activité indépendante que la création d'entreprise. La deuxième traite du lien entre l'entrepreneuriat et la croissance économique et met en évidence l'existence de plusieurs types d'entrepreneurs. La troisième évoque les divers facteurs susceptibles d'influencer l'entrepreneuriat et analyse la position de la Belgique pour chacun d'entre eux. Enfin, la quatrième fait le relevé d'une série de mesures récentes visant à stimuler la création d'entreprise en Belgique. Des conclusions et considérations finales clôturent l'article.

## 1. Démographie des entrepreneurs

En raison de son caractère multidimensionnel, l'entrepreneuriat peut se caractériser de plusieurs manières. Il s'agit en effet d'un vaste concept que la CE définit comme suit: «un état d'esprit ainsi que le processus de création et de développement de l'activité économique par la combinaison de la prise de risque, de la créativité et/ou de l'innovation et d'une saine gestion, dans une organisation nouvelle ou existante» (EC, 2012). En cela, un entrepreneur est donc non seulement un indépendant au sens usuel du terme, mais aussi et surtout un développeur d'activités innovantes. L'entrepreneuriat comporte ainsi de nombreuses facettes et peut être analysé sous des angles

<sup>(\*)</sup> Les auteurs remercient E. Dhyne pour ses commentaires sur une version antérieure du présent article, ainsi que M. Lunati (OCDE) pour les données fournies.

variés. Un premier indicateur de l'importance de l'entrepreneuriat est la part de la population en âge de travailler qui exerce une activité indépendante, avec ou sans personnel. La création de nouvelles entreprises, associée au degré de disparition des entreprises, constitue elle aussi une mesure du dynamisme de la population des entreprises au sein d'un pays. Ces deux concepts sont complémentaires, puisqu'ils décrivent chacun une dimension spécifique de l'entrepreneuriat. En outre, une série de ventilations plus détaillées ne sont disponibles que pour l'une des deux définitions : les traiter toutes les deux permet donc d'examiner des dimensions supplémentaires.

Il ne faut toutefois pas perdre de vue que ces données n'offrent pas une image complète, notamment en ce qui concerne les conséquences sur l'emploi. Les entreprises nouvellement créées sont souvent de petites start-up générant peu d'emplois dans les phases initiales de leur développement, tandis que la disparition de certaines grandes entreprises peut entraîner d'importantes pertes d'emplois. Il n'en demeure pas moins que cette dynamique peut elle aussi être favorable à l'activité économique et au fonctionnement optimal du marché du travail, la main-d'œuvre « libérée » de la sorte pouvant être réorientée vers de nouvelles activités en expansion.

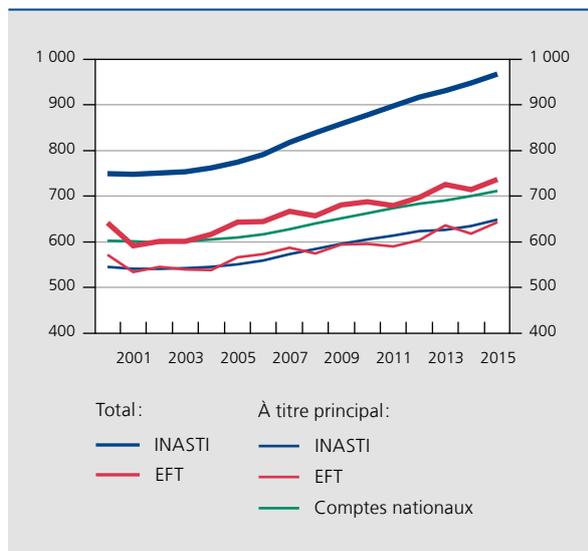
## 1.1 Travailleurs indépendants

Plusieurs sources permettent d'évaluer le nombre de travailleurs indépendants. En ce qui concerne spécifiquement la Belgique, il y a tout d'abord les données collectées par l'Institut national d'assurances sociales pour travailleurs indépendants (INASTI), chargé de la gestion de la sécurité sociale des entrepreneurs indépendants. Ces données reprennent le nombre d'indépendants affiliés aux caisses d'assurances sociales : elles sont actuellement disponibles pour la période 1995-2015. Diverses ventilations sont possibles. Ainsi, une distinction peut être opérée selon que l'activité indépendante est exercée à titre principal ou complémentaire, ou encore par des pensionnés. Ces résultats peuvent ensuite être affinés selon l'âge, la nationalité, la branche d'activité, etc.

Les comptes nationaux constituent une deuxième source exhaustive. Ces données, qui sont également disponibles pour la période 1995-2015, ont uniquement trait aux travailleurs indépendants à titre principal : en effet, la prise en compte

**GRAPHIQUE 1** TRAVAILLEURS INDÉPENDANTS<sup>(1)</sup> EN BELGIQUE SELON DIFFÉRENTES SOURCES

(milliers de personnes)



Sources : CE (EFT), ICN (estimation de la BNB), INASTI.

(1) À l'exclusion des aidants.

en tant qu'indépendants de personnes exerçant cette activité à titre complémentaire entraînerait une surestimation de l'emploi total selon les comptes nationaux, ces personnes étant déjà comptabilisées comme des salariés (à titre principal). Une méthodologie harmonisée au sein de l'UE permet de comparer les résultats au niveau international. Il n'est toutefois pas possible d'accéder à des degrés de détail fins, à l'exception d'une ventilation selon les branches d'activité.

Enfin, on peut également recourir à l'enquête sur les forces de travail (EFT). Dans cette enquête, les personnes interrogées renseignent notamment le statut professionnel (fonctionnaire, salarié, indépendant) qui décrit le mieux l'activité professionnelle qu'elles exercent à titre principal et, éventuellement, dans le cadre d'un second emploi. Ces données permettent une comparaison internationale et des ventilations détaillées, et elles sont disponibles pour les différents pays à partir de leur première participation à l'EFT : pour la Belgique, il s'agit de 1983. Les résultats les plus récents portent sur 2015<sup>(1)</sup>.

Les données de l'INASTI et de l'EFT permettent d'établir une distinction entre les vrais indépendants et ce qu'on appelle les aidants, qui assistent ou remplacent régulièrement des indépendants sans pour autant leur être liés par un contrat de travail<sup>(2)</sup>. Il s'agit par exemple des conjoints aidants. Ceux-ci sont considérés par la sécurité sociale comme des travailleurs indépendants disposant des mêmes droits et soumis aux mêmes obligations<sup>(3)</sup>, et ils sont donc enregistrés auprès

(1) Les résultats agrégés sont disponibles sur le site internet d'Eurostat jusqu'en 2015. Pour obtenir des données plus détaillées, il convient toutefois de recourir aux microdonnées fournies par Eurostat, qui sont disponibles jusqu'en 2014.

(2) En effet, s'il existe un contrat de travail, l'intéressé est considéré comme un salarié.

(3) Cf. [http://www.inasti.be/sites/rsvz.be/files/publication/brochure\\_conjoints\\_aidants\\_06\\_2016.pdf](http://www.inasti.be/sites/rsvz.be/files/publication/brochure_conjoints_aidants_06_2016.pdf).

de l'INASTI. Dans le cadre du présent article, ils sont toutefois exclus de l'analyse, puisque, selon toute vraisemblance, ils ne peuvent être considérés comme des « entrepreneurs » que dans une moindre mesure. Les données des comptes nationaux ne permettent cependant pas d'effectuer une telle correction : en effet, l'ICN publie uniquement le nombre total de travailleurs indépendants à titre principal, en ce compris les aidants. Pour pouvoir se livrer à une comparaison, selon les trois sources, du nombre d'indépendants à l'exclusion des aidants, on a donc procédé, pour les comptes nationaux, à une estimation du nombre d'aidants, qu'on a déduit du nombre total.

Eu égard aux diverses méthodologies utilisées, les trois sources présentent des résultats hétérogènes du nombre d'indépendants. Lorsqu'on considère uniquement les indépendants à titre principal, le nombre estimé sur base des comptes nationaux est supérieur à celui renseigné par les deux autres sources. Pour 2015, on dénombrait, selon les comptes nationaux, environ 711 000 indépendants, tandis que l'INASTI et l'EFT en recensaient pour leurs parts respectivement quelque 648 000 et 643 000. Depuis 2000, ces trois sources affichent toutefois une évolution relativement parallèle, stable jusqu'en 2004, pour ensuite progresser à un rythme assez comparable.

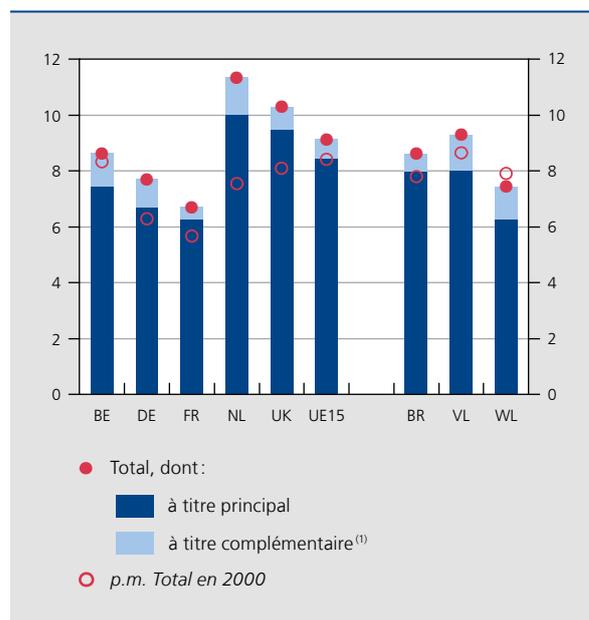
Si on ne considère pas uniquement l'activité indépendante à titre principal mais le nombre total d'indépendants (toujours à l'exclusion des aidants), les divergences entre les sources disponibles sont encore plus marquées. En 2015, l'INASTI a dénombré près de 970 000 indépendants, en ce compris les indépendants à titre complémentaire et les pensionnés s'adonnant à ce type d'activité. Quant à l'EFT, elle a recensé au total un peu moins de 740 000 personnes exerçant une activité indépendante à titre principal ou dans le cadre d'un deuxième emploi.

La suite de la présente partie se fonde sur les données de l'EFT. Il s'agit d'une enquête, et non d'une source exhaustive, mais, par rapport à l'INASTI, elle offre l'avantage de permettre une comparaison internationale des résultats. L'EFT s'appuie sur un concept plus large que les comptes nationaux (incluant les indépendants à titre complémentaire), ce qui permet une ventilation très détaillée des résultats sous de multiples dimensions.

Les quelque 714 000 indépendants recensés par l'EFT en Belgique en 2014, soit l'année la plus récente pour laquelle les microdonnées détaillées sont disponibles, représentaient 8,6 % du total de la population âgée de 15 à 74 ans. Il s'agissait principalement d'indépendants à titre principal (7,5 %), mais environ 1,2 % d'entre eux étaient salariés à titre principal et exerçaient une activité indépendante dans le cadre d'un deuxième emploi.

**GRAPHIQUE 2 TRAVAILLEURS INDÉPENDANTS<sup>(1)</sup> EN BELGIQUE ET DANS L'UE15 EN 2014**

(pourcentages de la population âgée de 15 à 74 ans)



Source : CE (EFT).

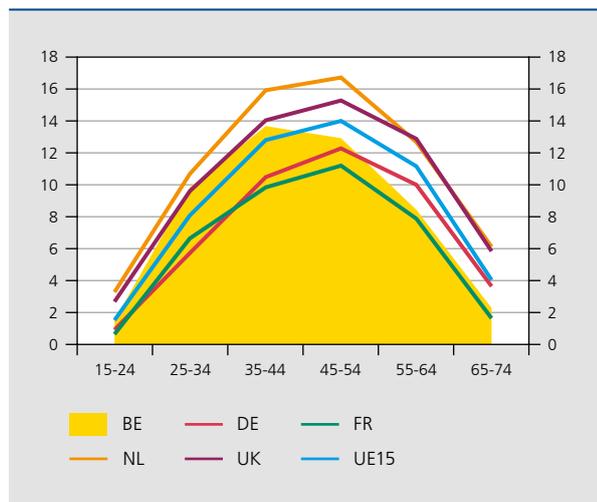
(1) À l'exclusion des aidants.

Cette proportion place la Belgique légèrement en deçà de la moyenne des pays de l'UE15<sup>(1)</sup>, qui s'établissait à 9,1 %. La différence par rapport à la moyenne européenne est exclusivement imputable à l'activité indépendante à titre principal : la Belgique abrite en effet une plus large proportion d'indépendants à titre complémentaire. Par rapport aux quatre grands pays voisins, notre pays se classe au-dessus de l'Allemagne et de la France, mais en dessous du Royaume-Uni et, surtout, des Pays-Bas. À l'échelle de la Belgique, c'est en Flandre (9,3 %), puis à Bruxelles et en Wallonie (respectivement 8,6 et 7,4 %), que la part des indépendants est la plus élevée.

Il convient toutefois de noter que la proportion d'indépendants en Belgique depuis 2000, année où elle se chiffrait à 8,3 %, est demeurée quasiment inchangée, alors que ce ratio a nettement progressé dans les quatre pays voisins, en particulier aux Pays-Bas, mais également en moyenne dans l'UE15. À Bruxelles et en Flandre, la part d'indépendants a également augmenté au cours de cette période, mais cette hausse a été largement compensée par la baisse enregistrée en Wallonie.

(1) Les « nouveaux » États membres de l'UE, qui ont adhéré après l'élargissement de 2004, sont exclus de la comparaison car leur structure économique est trop différente de celle des autres États membres de l'UE. C'est pourquoi l'UE15 sert de référence.

**GRAPHIQUE 3 TRAVAILLEURS INDÉPENDANTS<sup>(1)</sup> EN BELGIQUE ET DANS L'UE15 EN 2014 PAR TRANCHE D'ÂGE**  
(pourcentages de la tranche d'âge correspondante)



Source : CE (EFT).

(1) Travailleurs indépendants à titres principal et complémentaire. À l'exclusion des aidants.

Les résultats de l'EFT peuvent notamment être ventilés selon l'âge et la nationalité. Dans la plupart des pays de l'UE, la proportion d'indépendants dans la population augmente progressivement avec l'âge, pour retomber à partir de 55 ans. Il est intéressant de constater que jusqu'à la classe d'âge des 35 à 44 ans, le taux d'indépendants par classe d'âge en Belgique dépasse à la fois la moyenne européenne et le pourcentage enregistré dans les quatre pays de référence (à l'exception des Pays-Bas). Cependant, alors que dans ces quatre pays et en moyenne dans l'UE, cette part continue de croître pour la tranche d'âge des 45-54 ans, elle diminue déjà pour ce groupe en Belgique. À partir de cette tranche d'âge, notre pays affiche une proportion d'entrepreneurs indépendants nettement plus faible que la plupart des autres États membres de l'UE.

En ce qui concerne la ventilation selon la nationalité, on constate en particulier une proportion élevée d'indépendants parmi les nationaux des pays ayant adhéré à l'UE après 2003 (15% de la population concernée). Ce fait peut s'expliquer par les restrictions d'accès au marché belge du travail en tant que salarié imposées aux ressortissants de la Bulgarie, de la Roumanie (membres de l'UE depuis 2007) et de la Croatie (membre de l'UE depuis 2013) durant les premières années qui ont suivi leur adhésion. Ces restrictions ne s'appliquant pas à une activité indépendante, ce statut était attrayant pour accéder légalement au marché belge du travail. Cette période transitoire s'est poursuivie jusqu'à la fin de 2013 pour les Roumains et les Bulgares et jusqu'à la mi-2015 pour les Croates<sup>(1)</sup>.

## 1.2 Création d'entreprise

*Trois sources de données principales sont disponibles en matière de création d'entreprise*

Différentes approches peuvent être utilisées pour mesurer la création d'entreprise. Dans le cadre de cet article, trois sources d'information relatives à la création d'entreprise en Belgique ont été retenues. Même si certaines de ces données sont disponibles mensuellement, seules les évolutions annuelles ont été prises en considération, l'objectif étant de mettre en évidence les variations structurelles.

Toutes les entités exerçant une activité commerciale doivent s'inscrire auprès de la Banque-Carrefour des Entreprises. Y sont donc repris non seulement les assujettis à la TVA, mais également les non-assujettis, les associations, les indépendants, etc. Ces données permettent donc d'identifier les nouveaux numéros d'entreprise. Disponibles depuis 2005, elles reflètent la création d'entreprise d'un point de vue administratif.

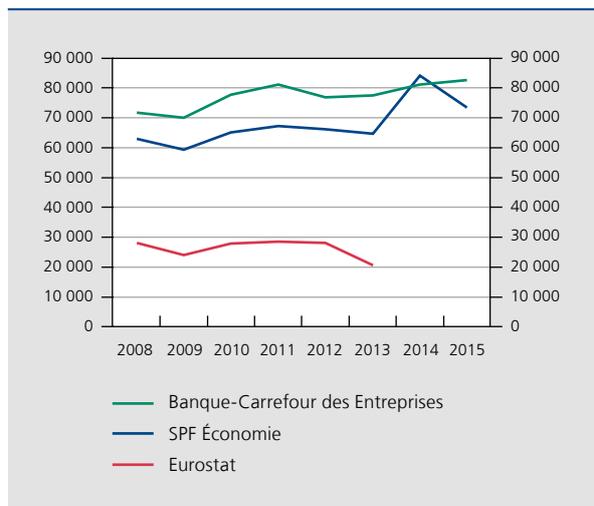
Les données compilées par le SPF Économie concernent quant à elles uniquement les enregistrements au régime de la TVA, en intégrant à celui-ci les nouveaux assujettissements (primo-assujettissements, réassujettissements, changements de siège social). Ces données regroupent à la fois les sociétés et les personnes morales soumises au régime de la TVA. Disponibles depuis 2008, elles identifient la création d'entreprise sous un angle fiscal.

Ces deux sources ne fournissant des informations que quant aux créations d'entreprise en Belgique, elles ne permettent pas de procéder à des comparaisons internationales. Pour cela, il convient d'exploiter les données afférentes à la démographie des entreprises disponibles sur Eurostat. Ces données couvrent l'ensemble des pays de l'UE. Pour la Belgique, elles sont basées sur les statistiques des assujettis à la TVA. Elles font l'objet de corrections et ajustements afin de mesurer la création d'entreprise au niveau économique (cf. infra) et de garantir leur comparabilité internationale. Actuellement, ces données sont disponibles pour la période allant de 2008 à 2013.

La comparaison des valeurs obtenues pour les trois sources de données montre que la manière dont on définit la création d'entreprise (au sens administratif, fiscal ou économique) n'est pas neutre. Bien que les variations temporelles soient assez similaires, on constate d'importantes différences de niveau de création d'entreprise en

(1) Pour de plus amples informations, cf. le site internet du SPF ETCS : <http://www.emploi.belgique.be/defaultTab.aspx?id=4886>.

**GRAPHIQUE 4** NOMBRE DE CRÉATIONS D'ENTREPRISE EN BELGIQUE SELON DIFFÉRENTES SOURCES<sup>(1)</sup>



Sources : CE, Banque-Carrefour des Entreprises, SPF Économie.

(1) Les données de la Banque-Carrefour des Entreprises identifient la création d'entreprise à travers les nouveaux enregistrements de numéros d'entreprise. Les données du SPF Économie reprennent les nouveaux assujettissements (primo-assujettissements, réassujettissements, changements de siège social) à la TVA. Les données d'Eurostat sont basées, pour la Belgique, sur les statistiques des assujettis à la TVA, mais elles font l'objet de corrections et d'ajustements afin de mesurer la création d'entreprise au niveau économique et de garantir la comparabilité internationale des données.

fonction de la source considérée. En effet, en Belgique en 2013, les créations d'entreprise au sens économique (20 694) étaient trois à quatre fois moins élevées que celles enregistrées dans les données fiscales (64 610) et administratives (77 471).

À cet égard, il est utile de spécifier les critères utilisés par Eurostat pour définir une création d'entreprise. Selon cette institution, la création d'une entreprise doit impliquer la génération de nouveaux facteurs de production. Dès lors, sont exclus les éléments suivants :

- les nouvelles entreprises issues de la fusion ou de la scission d'entreprises existantes;
- les entreprises nouvellement créées qui reprennent l'activité d'entreprises créées précédemment;
- tout changement de la forme juridique d'une entreprise existante;
- la réactivation d'entreprises ayant cessé leurs activités depuis moins de deux ans;
- toute association temporaire ou joint venture n'impliquant pas la création de nouveaux facteurs de production.

La définition de la création d'entreprise retenue par Eurostat ne représente donc qu'une partie des créations d'entreprise au sens fiscal ou administratif du terme, et elle explique l'importante différence avec les deux autres sources de données.

Étant donné qu'elles permettent une interprétation économique, les données d'Eurostat seront exploitées dans le cadre de l'analyse ci-après. De plus, les autres sources ne permettent pas de procéder à des comparaisons internationales. Les données publiées par Eurostat présentent en outre l'avantage d'être potentiellement immunisées contre les changements législatifs susceptibles d'affecter la création d'entreprise au sens fiscal ou administratif. Ainsi par exemple, le nombre anormalement élevé de créations d'entreprise enregistrées dans les données du SPF Économie en 2014 est principalement induit par l'obligation d'assujettissement à la TVA imposée aux avocats. Les données d'Eurostat pour 2014 ne devraient pas considérer tous ces nouveaux assujettissements comme des créations d'entreprise au sens économique.

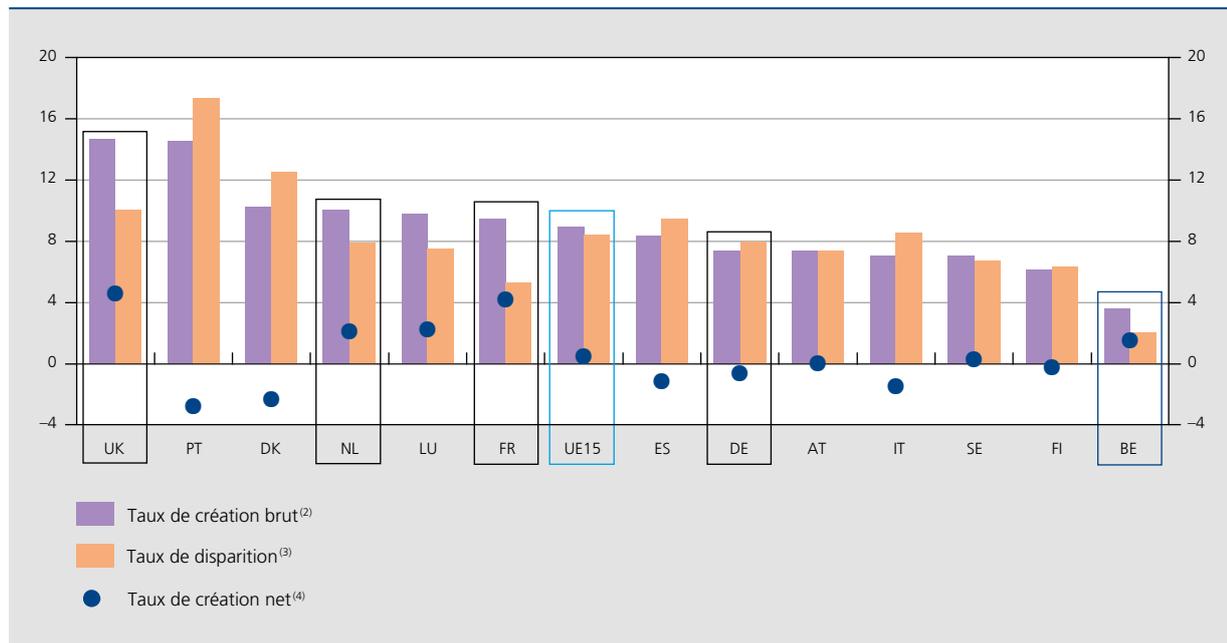
### *Le taux de création brut d'entreprise en Belgique est le plus faible de l'UE15*

Afin de mesurer la démographie des entreprises, il est utile d'opérer une distinction entre quatre indicateurs différents. Le premier est le taux de création brut. On l'obtient en rapportant le nombre de créations d'entreprise pendant une période donnée (l'année  $t$ ) au nombre d'entreprises actives en  $t$ . Le deuxième est le taux de disparition. Il s'agit du rapport entre le nombre d'entreprises disparues en  $t$  et le nombre d'entreprises actives en  $t$ . Le taux de création net est la différence entre le taux de création brut en  $t$  et le taux de disparition en  $t$ . Enfin, on peut définir le taux de rotation des entreprises en additionnant le taux de création brut et le taux de disparition au cours de l'année  $t$ . Ce dernier indicateur fournit des informations sur la dynamique globale du tissu économique d'un pays. En effet, une économie fonctionnant de manière optimale requiert tout autant la disparition des entreprises les moins productives afin de libérer des ressources que le développement et l'apparition de nouvelles entreprises offrant de solides perspectives de croissance.

En 2013, dernière année pour laquelle ces données sont disponibles, le taux de création brut de la Belgique, à 3,6 %, était le plus bas de l'UE15. Ce résultat, similaire à celui observé durant les cinq années antérieures, illustre donc l'anémie structurelle de notre économie en termes de création d'entreprise. Dans nos pays voisins, la situation est tout autre. En effet, les taux de création bruts de la France et des Pays-Bas étaient supérieurs à la moyenne de l'UE15 (8,9 %). L'Allemagne, par contre, se situait en dessous de cette moyenne, mais son taux de création d'entreprise était cependant plus de deux fois plus important qu'en Belgique. Avec des taux proches de 15 %, ce sont le Royaume-Uni et le Portugal qui affichaient les taux de création bruts les plus hauts de l'UE15.

**GRAPHIQUE 5 TAUX DE CRÉATION BRUT ET NET D'ENTREPRISE EN BELGIQUE ET DANS L'UE15<sup>(1)</sup> EN 2013**

(pourcentages)



Source: CE.

(1) UE15 à l'exception de l'Irlande et de la Grèce.

(2) Nombre de créations d'entreprise en  $t$  divisé par le nombre d'entreprises actives en  $t$ .

(3) Nombre de disparitions d'entreprise en  $t$  divisé par le nombre d'entreprises actives en  $t$ .

(4) Différence entre le taux de création brut en  $t$  et le taux de disparition en  $t$ .

Si peu de créations d'entreprise sont enregistrées en Belgique, il convient néanmoins de noter qu'il en va de même des cessations. En effet, le taux de disparition en Belgique est également, structurellement, l'un des plus faibles de l'UE15. En 2013, 2 % des entreprises ont cessé leurs activités. En moyenne dans l'UE15, ainsi qu'en Allemagne et aux Pays-Bas, ce taux était quatre fois plus élevé. En France, il atteignait près du triple.

La combinaison d'un taux de création brut et d'un taux de disparition parmi les plus bas d'Europe implique un taux de rotation des entreprises particulièrement faible. À cet égard, l'économie belge se caractérise par un manque structurel de dynamisme entrepreneurial. À l'opposé, le Royaume-Uni s'avère être un pays au tissu productif extrêmement dynamique.

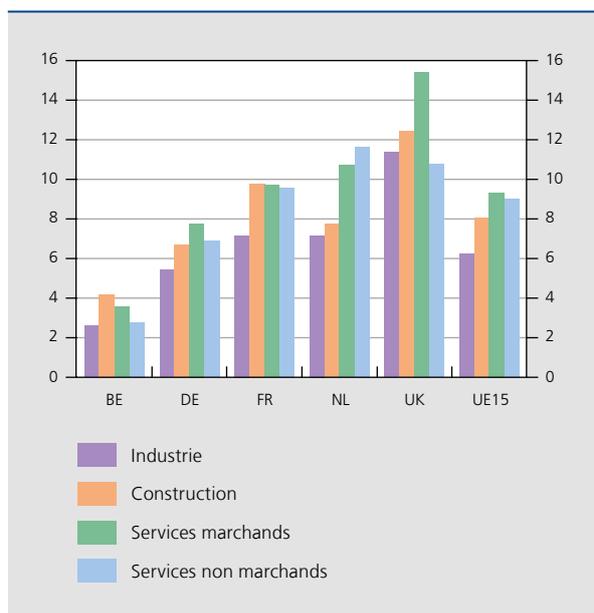
Si les niveaux de création brut et de destruction d'entreprise ont été très modestes en Belgique en 2013, il faut cependant noter que le taux de création net d'entreprise était positif et supérieur au taux de création net moyen de l'UE15 (respectivement 1,6 et 0,5 %). Depuis 2008, première année pour laquelle les données sont disponibles, ce taux de création net a été positif chaque année, ce qui signifie que le nombre d'entreprises en

Belgique augmente de façon régulière. Si trois de nos pays voisins (la France, les Pays-Bas et le Royaume-Uni) ont également enregistré une croissance nette positive du nombre d'entreprises, l'Allemagne voit quant à elle sa population d'entreprises légèrement diminuer chaque année depuis 2009.

#### ***La création d'entreprise est plus forte dans certaines branches d'activité***

La dynamique de création d'entreprise n'est pas homogène dans toutes les branches d'activité de l'économie. S'agissant du taux de création brut, la Belgique affiche des taux inférieurs à ceux de nos pays voisins ainsi qu'à la moyenne de l'UE15, et ce pour chacun des secteurs analysés (industrie, construction et services marchands et non marchands). Dans l'ensemble de ces pays, de même que dans l'UE15, la création brute d'entreprise est la plus modeste dans l'industrie. Par contre, la dynamique de création d'entreprise est en général plus vive dans la branche des services, marchands ou non. En Belgique, c'est dans la branche de la construction que le taux de création brut d'entreprise a été le plus élevé en 2013. Ces constats demeurent inchangés depuis 2008.

**GRAPHIQUE 6** TAUX DE CRÉATION BRUT D'ENTREPRISE PAR BRANCHE D'ACTIVITÉ EN 2013<sup>(1)</sup>  
(pourcentages)



Source : CE.

(1) UE15 à l'exception de l'Irlande et la Grèce.

En ventilant la création nette selon la branche d'activité, on constate que la situation est ici aussi contrastée. Dans l'UE15, l'industrie et la construction sont deux secteurs où le nombre total d'entreprises a diminué en 2013, alors qu'il a continué de croître dans le secteur des services marchands et non marchands. Cette tendance, qui se manifestait déjà avant 2013, illustre la servicisation des économies européennes.

Tout comme en France, aux Pays-Bas et au Royaume-Uni, toutes les branches de l'économie belge affichent un taux de création net positif. Le taux de création net d'entreprise dans les services marchands en Belgique, bien que supérieur à ceux enregistrés en moyenne pour l'UE15, est toutefois sensiblement inférieur à ceux observés dans les pays voisins, à l'exception de l'Allemagne, où le nombre d'entreprises a baissé dans l'ensemble des branches en 2013, mais également de manière régulière au fil des années précédentes.

***La Flandre rassemble la plupart des créations d'entreprise, tandis que la région de Bruxelles-Capitale est la plus dynamique***

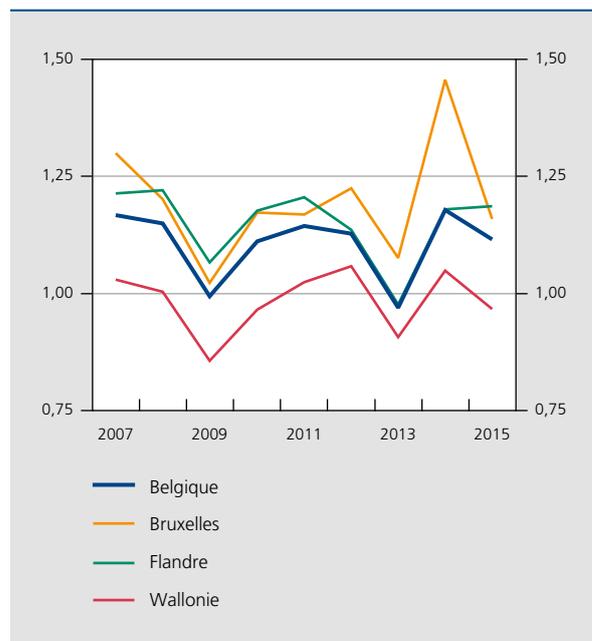
Les données d'Eurostat ne permettent pas d'effectuer une distinction par région de la création d'entreprise. Dès lors, cette analyse a reposé sur les données du SPF

Économie. Le critère utilisé pour ventiler les nouveaux assujettissements à la TVA selon la région est la localisation du siège social de l'entreprise. Ce critère n'est pas neutre et peut en particulier affecter positivement les résultats de la région de Bruxelles-Capitale. En effet, beaucoup de (nouvelles) entreprises choisissent d'implanter leur siège social dans la capitale, tout en exerçant leurs activités économiques dans une autre région du pays.

La part relative de chacune des trois régions dans la création d'entreprise est globalement constante depuis 2008. En 2015, sur l'ensemble des primo-assujettissements au régime de la TVA enregistrés en Belgique, environ 57 % ont concerné des sièges sociaux établis en Flandre, 14 % à Bruxelles, 25 % en Wallonie et, enfin, 4 % à l'étranger. Si on compare ces données à la proportion régionale du nombre total d'entreprises assujetties à la TVA, on constate que, depuis 2007, la part des entreprises dont le siège social est situé à Bruxelles a tendance à augmenter. En Région wallonne, on observe une tendance inverse, tandis que la Flandre maintient sa position.

Afin de comparer plus précisément le niveau de rotation des entreprises à l'échelon régional, on peut

**GRAPHIQUE 7** DYNAMISME ENTREPRENEURIAL<sup>(1)</sup> EN BELGIQUE ET DANS LES RÉGIONS



Sources : SPF Économie et calculs BNB.

(1) Rapport entre le nombre de primo-assujettissements à la TVA et le nombre de cessations. La ventilation régionale est basée sur la localisation du siège social. Les données relatives aux localisations du siège social à l'étranger ne sont pas prises en compte.

caractériser le dynamisme entrepreneurial d'une région en rapportant le nombre de primo-assujettissements au nombre de cessations. Plus ce taux est élevé, plus la création d'entreprise compense la destruction d'entreprise. Par contre, si ce ratio est inférieur à l'unité, la création d'entreprise est insuffisante pour contrebalancer les cessations d'activité enregistrées au cours de l'année considérée.

On constate que c'est en Région wallonne que le dynamisme entrepreneurial est le plus faible, le rapport créations/destructions étant régulièrement inférieur à l'unité. Les créations d'entreprise n'y contrebalancent donc que partiellement les cessations. En Flandre et à Bruxelles, par contre, le dynamisme entrepreneurial est généralement plus favorable (rapport créations/destructions supérieur à l'unité).

## 2. Formes d'entrepreneuriat et croissance économique

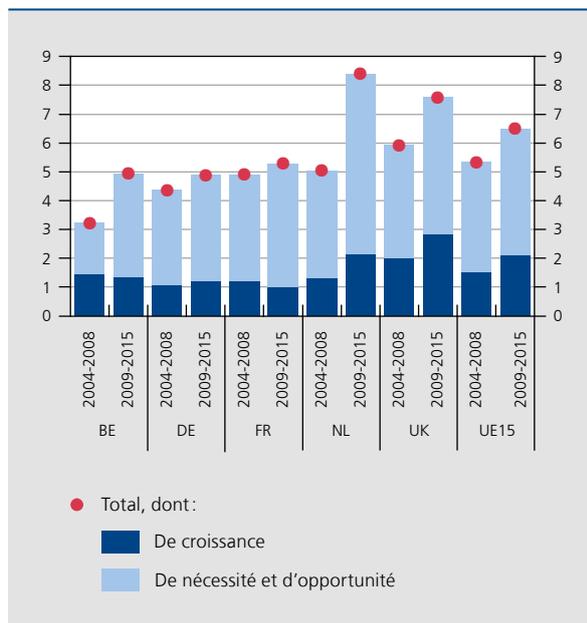
### Deux motivations majeures conduisant à la démarche entrepreneuriale...

Les mesures utilisées dans la partie précédente ne font pas la distinction entre les diverses motivations sous-jacentes à la création d'entreprise. Ces dernières sont multiples, mais la littérature en épingle particulièrement deux. Un premier type rassemble les créateurs d'entreprise motivés principalement par un objectif de subsistance ou de développement personnel. En démarrant leur propre activité, ces personnes se constituent une alternative à une activité salariée. L'objectif de ces entrepreneurs, dits « de nécessité ou d'opportunité », est donc de s'assurer un revenu suffisant pour eux et pour leurs proches ou d'accroître leurs revenus. Parmi eux, on retrouve par exemple les personnes sans emploi qui ouvrent un petit commerce ou les cadres d'entreprise qui lancent leur propre cabinet de consultance. Les créateurs d'entreprise du second type, appelé entrepreneuriat « de croissance », sont quant à eux motivés essentiellement par l'opportunité de créer et de développer un projet économique générateur de richesse et d'emplois et allant au-delà de l'objectif de subsistance ou d'accroissement de leurs revenus.

Les données collectées et exploitées par le Global Entrepreneurship Monitor permettent de mettre en évidence la contribution de ces deux motivations à la création d'entreprise (cf. par exemple GEM, 2016). Ces contributions sont mesurées en pourcentage du Total early-stage Entrepreneurial Activity (TEA), qui reflète la part des personnes de 18 à 64 ans qui créent une

**GRAPHIQUE 8** TOTAL EARLY-STAGE ENTREPRENEURIAL ACTIVITY (TEA)<sup>(1)</sup> ET MOTIVATIONS ENTREPRENEURIALES

(pourcentages, moyennes arithmétiques des années considérées)



Sources : GEM, calculs BNB.

(1) Pourcentage des 18-64 ans créant une entreprise ou exploitant une société âgée d'au maximum trois ans et demi.

entreprise ou exploitent une société âgée d'au maximum trois ans et demi. Afin d'extraire la tendance structurelle de ces différentes motivations entrepreneuriales, deux périodes ont été considérées dans le cadre de l'analyse, à savoir une période pré-crise (allant de 2004 à 2008) et une période post-crise (de 2009 à 2015).

Tout comme aux Pays-Bas, au Royaume-Uni et en moyenne dans l'UE15, le TEA a augmenté en Belgique depuis la crise. Dans notre pays, cette progression – de 3,2 à 4,9 % – a uniquement été induite par l'entrepreneuriat de nécessité ou d'opportunité. Dans une période de faible croissance où les perspectives d'emploi étaient réduites, un plus grand nombre de personnes semblent s'être orientées vers la création de leur propre activité.

Par contre, l'entrepreneuriat de croissance ne s'est pas développé dans notre pays depuis la crise, contrairement à ce qui a été constaté dans d'autres pays européens. Entre 2009 et 2015, ce taux, à 1,4 %, a été inférieur à la moyenne de l'UE15 (2,1 %) et à celles enregistrées au Royaume-Uni (2,8 %) et aux Pays-Bas (2,2 %), mais supérieur à celles observées en Allemagne (1,2 %) et en France (1,0 %).

Ces distinctions entre les diverses formes d'entrepreneuriat ne sont sans doute pas dénuées de conséquences sur les implications de la dynamique de création d'entreprise en termes de performances économiques et d'allocation efficace des ressources productives.

### ... aux perspectives de croissance différentes

L'influence de l'entrepreneuriat sur la croissance économique a déjà fait l'objet de multiples analyses (par exemple Acs (2006), Naudé (2013) et Kritikos (2014)). De cette littérature, il émerge un certain consensus quant à l'incidence des motivations entrepreneuriales sur cette dernière. Toutes les formes d'entrepreneuriat ne sont pas sources de croissance. Ainsi, les deux catégories d'entrepreneurs auront des effets distincts sur celle-ci. À cet égard, l'entrepreneuriat de nécessité ou d'opportunité semble naturellement moins générateur de croissance économique à long terme.

En outre, le résultat de nos analyses révèle que pour les 28 pays de l'UE, une part accrue d'entrepreneurs de croissance peut être significativement associée à un développement plus important des entreprises nouvellement créées, et ce jusqu'à 5 années après leur création. Ce développement est mesuré par l'emploi moyen dans les entreprises pour les années 2008 à 2013, l'entrepreneuriat de croissance étant, quant à lui, mesuré par la part des entreprises créées sous forme de SA dans le total de la création d'entreprise.

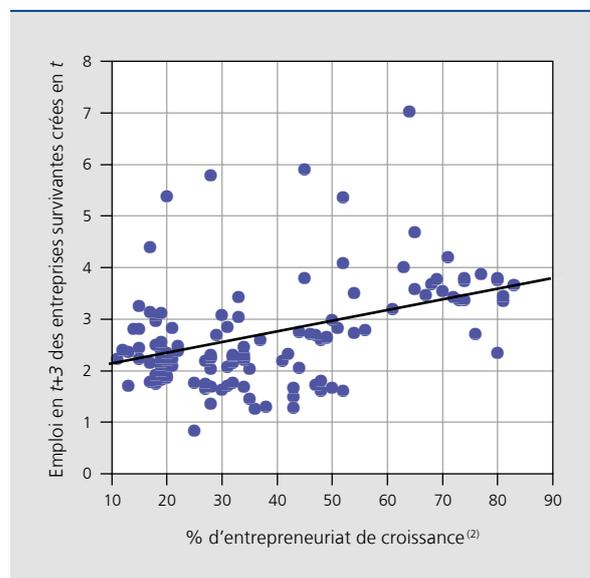
Par exemple, lorsqu'on observe la situation après 3 années, on retrouve cette corrélation positive entre le pourcentage d'entrepreneurs de croissance en  $t$  et l'emploi moyen des entreprises en  $t+3$ . Cette corrélation positive peut vraisemblablement mettre en évidence une meilleure probabilité de survie de ces entreprises, mais également un développement plus fort en cas de survie. Le premier phénomène est sans doute moins marqué, car les entrepreneurs de croissance développent des projets potentiellement plus risqués : la corrélation établie se voit dès lors expliquée principalement par le second élément.

Après le processus de création d'entreprise, le développement de ces jeunes pousses à haut potentiel est, par la suite, essentiel afin de favoriser la croissance de l'économie.

L'entrepreneuriat de croissance est également souvent présenté dans la littérature comme une source d'innovations radicales. Son importance affecterait donc potentiellement le caractère innovant d'une économie. En introduisant par exemple de nouveaux produits ou

## GRAPHIQUE 9 ENTREPRENEURIAT DE CROISSANCE ET EMPLOI MOYEN APRÈS 3 ANNÉES DANS LES NOUVELLES ENTREPRISES<sup>(1)</sup>

(UE, firmes créées entre 2005 et 2010)



Sources : CE, calculs BNB

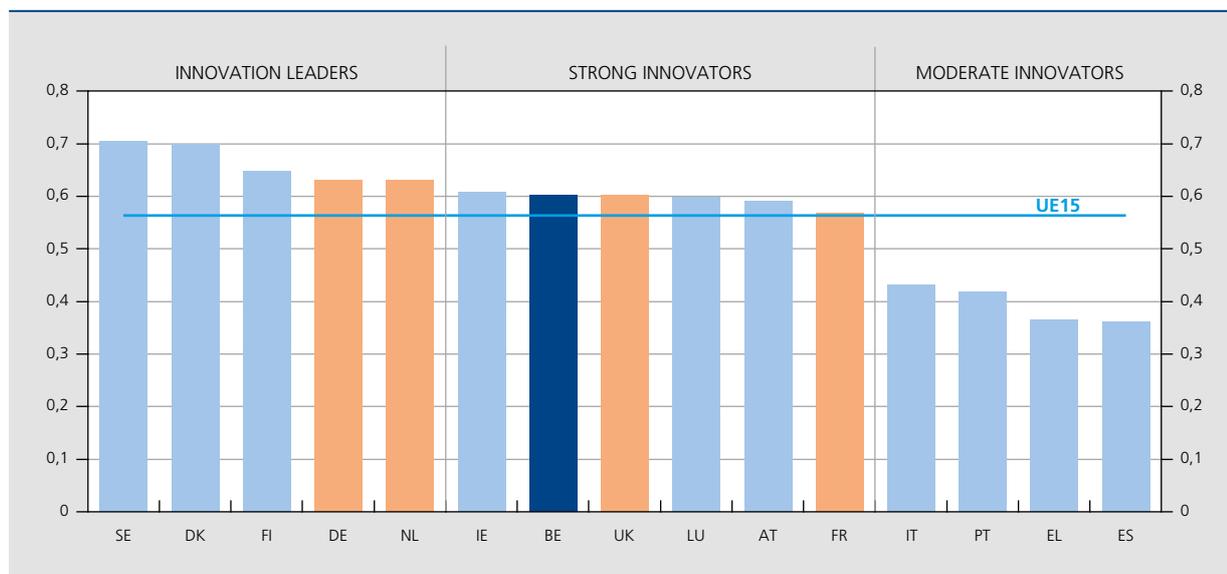
(1) Relation significative à 1 %. Les résultats sont identiques pour les entreprises ayant survécu de 1 à 5 ans après leurs créations.

(2) Part des entreprises créées sous forme de SA dans le total de la création d'entreprise.

processus de production, l'entrepreneur innovant accroît la pression concurrentielle sur les firmes existantes, contraignant celles-ci à innover à leur tour ou à disparaître. Notons que si l'entrepreneuriat de croissance peut renforcer le caractère innovant d'une économie, il se développe également plus facilement dans un environnement économique innovant. Ce sont en effet les économies innovantes qui, en créant et en diffusant des connaissances nouvelles, enregistrent les taux de création d'entreprise les plus élevés.

En termes d'écosystème d'innovation, la Belgique se positionne relativement favorablement par rapport aux autres économies européennes et offre donc en cela un terreau propice à la création d'entreprise. En effet, sur la base des données du tableau de bord européen de l'innovation (EC, 2016), la Belgique, tout comme le Royaume-Uni et la France, sont qualifiés de « Strong Innovator » car ils enregistrent des résultats en matière d'innovation supérieurs à la moyenne de l'UE, mais inférieurs à ceux des pays les plus performants à cet égard que sont les pays nordiques, l'Allemagne et les Pays-Bas.

GRAPHIQUE 10 TABLEAU DE BORD EUROPÉEN DE L'INNOVATION<sup>(1)</sup> EN 2015



Source: CE.

(1) Échelle de 0 = peu innovant à 1 = fortement innovant.

### 3. Déterminants de l'entrepreneuriat

#### 3.1 Méthode utilisée

Comme on l'a évoqué précédemment, de nombreux facteurs influencent l'entrepreneuriat. Ce n'est donc pas une tâche aisée que de déterminer avec précision les raisons pour lesquelles certains pays sont plus performants que d'autres en la matière. Les différentes institutions qui publient sur le sujet, tels le Global Entrepreneurship Monitor (GEM), le International Institute for Management Development (IMD), la Banque mondiale, le World Economic Forum (WEF), l'OCDE et la CE, utilisent leurs propres catégories de déterminants. Ces dernières englobent par ailleurs une multiplicité d'indicateurs, en partie empruntés à d'autres institutions. Choisir les déterminants de l'une ou de l'autre institution relève dès lors davantage d'une question de forme que de fond.

Dans le cadre de cet article, nous avons choisi d'adopter la catégorisation de l'OCDE et de la CE. Ces institutions distinguent six catégories de déterminants. L'une d'entre elles, à savoir celle ayant trait à la création et à la diffusion de connaissances, a été écartée dans la présente partie, son lien de causalité avec l'entrepreneuriat pouvant être à double sens. C'est la raison pour laquelle l'innovation et les performances belges à ce sujet ont été abordées dans la partie précédente. Par contre, il est intuitivement plus vraisemblable que les cinq autres catégories de

déterminants influent sur l'entrepreneuriat, alors que l'inverse n'est pas vrai.

Les cinq catégories utilisées se rapportent au cadre réglementaire, aux conditions de marché, à l'accès au financement, aux compétences entrepreneuriales, ainsi qu'à la culture entrepreneuriale. Pour chacune d'entre elles, l'OCDE a rassemblé une série d'indicateurs pertinents, reflétant leurs différentes facettes. Ainsi, la dimension « cadre réglementaire » regroupe, entre autres, des indicateurs sur les charges administratives, sur les impôts et sur la réglementation de la production et du marché du travail. La catégorie « conditions de marché » réunit notamment des indicateurs mesurant l'accès aux marchés étrangers et au degré d'ingérence des pouvoirs publics dans l'économie. Pour sa part, l'« accès au financement » est appréhendé au moyen de séries sur l'accès au financement par endettement et sur le marché des actions, par exemple. S'agissant des « compétences entrepreneuriales », les indicateurs concernent le niveau d'éducation de la population et la qualité des formations en gestion existantes. Enfin, la « culture entrepreneuriale » reprend des résultats d'enquêtes quant à la manière dont la société perçoit les entrepreneurs, à la peur d'échouer, etc. La liste complète de ces indicateurs figure dans la publication de l'OCDE (OCDE, 2015).

Pour chaque pays de l'UE15, les données des divers indicateurs sélectionnés par l'OCDE ont dans un premier temps été regroupées en une base. Un certain nombre de séries étaient toutefois indisponibles ou incomplètes, et le nombre

d'indicateurs pour les catégories «compétences entrepreneuriales» et «culture entrepreneuriale» était très réduit. On a dès lors enrichi la liste de l'OCDE de certaines séries plus complètes et complémentaires. La base de données totalisait ainsi une cinquantaine d'indicateurs (cf. annexe). Bien entendu, il est impossible de tous les examiner dans le cadre d'un seul article. En outre, certains indicateurs constituent à l'évidence des déterminants de l'entrepreneuriat plus pertinents que d'autres. Nous avons pour cette raison appliqué, pour chacune des catégories de déterminants, une méthode qui résume les informations identiques fournies par différentes séries de données (cf. ci-dessous).

Pour pouvoir recourir à cette technique, les séries ont fait l'objet de quelques manipulations qui ont permis de résoudre un certain nombre de problèmes. En effet, les données annuelles relatives à plusieurs indicateurs, et plus particulièrement à ceux tirés d'enquêtes, se sont avérées assez volatiles. De plus, les séries étaient exprimées dans d'autres unités, par exemple en pourcentage d'une autre grandeur ou sur une échelle de 0 à 7. Enfin, l'interprétation des indicateurs n'était pas systématiquement univoque, des conditions plus favorables à l'entrepreneuriat étant marquées par des valeurs plus élevées pour certaines séries et plus faibles pour d'autres<sup>(1)</sup>. Pour tous les indicateurs, c'est donc la moyenne au cours de la période 2009-2015 qui a été retenue, ce qui a en outre permis de palier à l'absence de données pour certaines années. Toutes les séries ont de surcroît été normalisées autour de la moyenne de l'UE15<sup>(2)</sup> et, le cas échéant, les données ont été inversées, de façon à ce qu'une valeur supérieure soit, pour tous les indicateurs, le reflet d'un climat plus favorable à la création d'entreprise.

Une analyse de corrélation sur les séries ainsi obtenues a ensuite été réalisée par catégorie afin de vérifier l'existence d'un lien positif entre les différents indicateurs censés fournir des informations un tant soit peu comparables. Malgré l'inversion effectuée, il est apparu que, dans chacune des catégories, certaines séries étaient corrélées négativement aux autres indicateurs, indiquant par là qu'elles contenaient apparemment des informations contradictoires. Cela n'est

- (1) Il s'agit par exemple des coûts et procédures de création d'une entreprise ou de la peur de l'échec, qui servent respectivement d'indicateurs du cadre réglementaire et de la culture entrepreneuriale.
- (2) Cela implique que, pour chaque indicateur pris individuellement, les données brutes ont été standardisées. Ainsi, l'échelle de tous les indicateurs est comparable, et la moyenne de l'UE15 est systématiquement égale à zéro, ce qui facilite l'interprétation ultérieure des résultats.
- (3) Un signe «(-)» figurant après un indicateur signale une inversion des données concernées.
- (4) L'analyse en composantes principales a pour objectif de résumer l'information présente dans un ensemble de variables corrélées entre elles à l'aide d'un nombre plus restreint de composantes principales, obtenues par transformations orthogonales des variables initiales. Chacune des composantes principales permet de capturer une partie de l'hétérogénéité observée dans l'ensemble des indicateurs. La méthode est définie de telle sorte que la première composante principale est celle qui capture la plus grande part de la variance totale observée dans les variables initiales. Elle peut, moyennant le respect de certaines conditions, être considérée comme l'indice synthétique résumant le mieux l'information contenue dans l'ensemble des indicateurs.

**TABLEAU 1** DÉTERMINANTS DE L'ENTREPRENEURIAT UTILISÉS AUX FINS DE L'ANALYSE

Catégories	Nombre d'indicateurs utilisés
Cadre réglementaire . . . . .	12
Conditions de marché . . . . .	4
Accès au financement . . . . .	6
Compétences entrepreneuriales . . . . .	4
Culture entrepreneuriale . . . . .	4

Source : BNB.

pas surprenant dès lors que les indicateurs ont été choisis uniquement sur la base de leur capacité supposée de traduire l'un ou l'autre aspect de la catégorie de déterminants, alors que, dans la pratique, pour les résultats d'enquêtes par exemple, la manière dont les résultats doivent être interprétés n'est pas toujours claire. Les séries corrélées négativement n'ont dès lors pas été prises en considération dans cette analyse.

Au total, il restait donc 30 séries. Pour ce qui est du cadre réglementaire, il s'agissait, entre autres, des coûts et procédures de création d'une entreprise (-)<sup>(3)</sup>, de la protection contre le licenciement (-) et de la protection des droits de propriété. Les conditions de marché, par exemple, ont été appréhendées au moyen d'indicateurs reflétant les obstacles au commerce et aux investissements (-) et la part de l'État dans l'économie (-). S'agissant de l'accès au financement, ce sont la notation de crédit du pays et la disponibilité de capital à risque (*venture capital*) qui ont, entre autres, été retenues. Ainsi, les compétences entrepreneuriales ont été évaluées à l'aide d'indicateurs tels que le nombre de diplômés de l'enseignement supérieur et le taux de participation à la formation continue, ou encore la qualité des écoles de gestion. Enfin, la culture entrepreneuriale a notamment été illustrée par le prestige associé à l'entrepreneuriat et par la peur de faire faillite (-).

Sur cette base, un indicateur synthétique a été construit pour chaque catégorie, en appliquant la méthode de l'analyse dite en composantes principales, qui permet de synthétiser l'information commune contenue dans un ensemble de séries. Étant donné que les différents indicateurs ont été regroupés par catégorie, on peut considérer que la première composante principale constitue un indicateur agrégé pour chaque catégorie<sup>(4)</sup>. Cette méthode présente également l'avantage qu'une pondération est implicitement affectée aux différentes séries de base pour

calculer la composante principale: ainsi, les séries qui contiennent le plus d'informations (au sens statistique) pèsent davantage dans le calcul de l'indicateur synthétique<sup>(1)</sup>. En appliquant les pondérations ainsi obtenues aux valeurs des indicateurs de base des pays, on obtient, pour chaque pays et pour chacune des cinq catégories, un seul chiffre qui illustre, de manière synthétique, la position du pays dans cette catégorie de déterminants de l'entrepreneuriat. Cela permet d'effectuer des comparaisons à la fois entre pays et par rapport à la moyenne de l'UE15, qui, par construction, est toujours égale à zéro.

### 3.2 Résultats obtenus

Globalement, les résultats permettent de distinguer différents sous-groupes de pays au sein de l'UE15. Les États membres méridionaux (Grèce, Italie, Portugal et Espagne) se situent invariablement en bas du classement. À l'inverse, les pays scandinaves (Danemark, Finlande et Suède) obtiennent quasi systématiquement les meilleurs résultats. L'Irlande, les Pays-Bas et le Royaume-Uni font

également partie des pays les plus performants dans plusieurs catégories. Les autres pays occupent des places intermédiaires. Ce positionnement général des pays correspond, dans les grandes lignes, à leurs performances en matière d'entrepreneuriat.

Les cinq catégories de déterminants fournissent toutefois des résultats variés, ce qui indique qu'elles mettent effectivement en lumière plusieurs facteurs influençant l'entrepreneuriat.

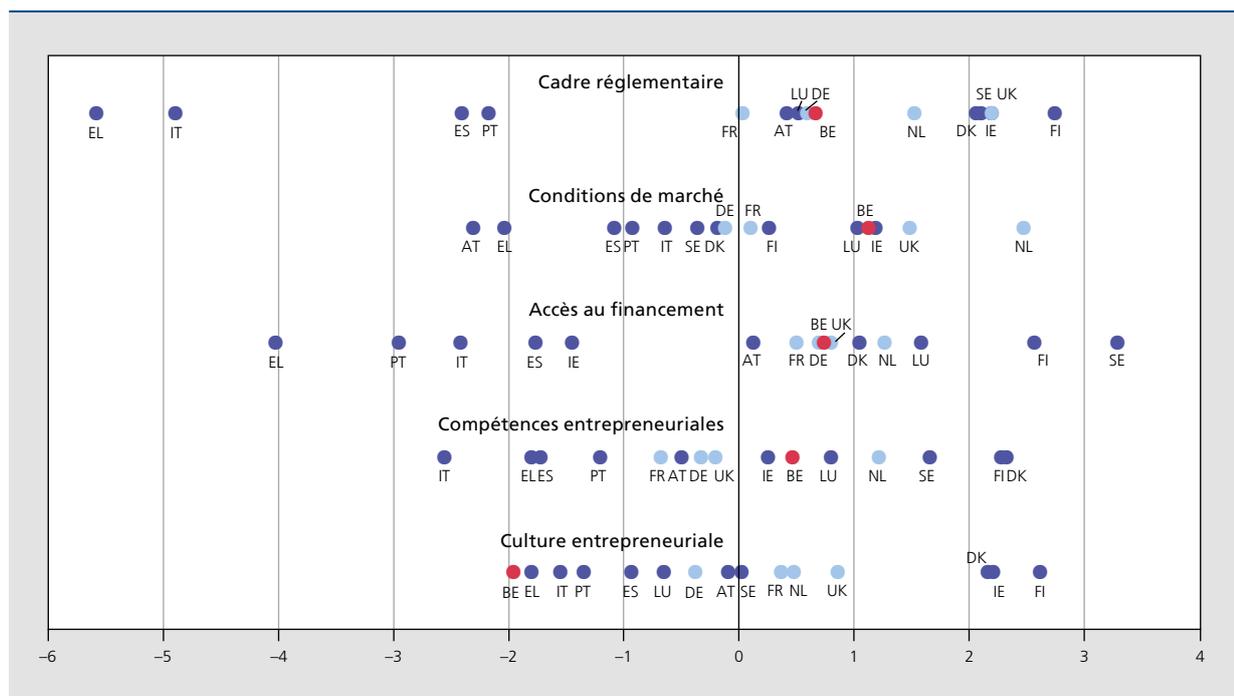
Dans quatre des cinq catégories de déterminants, la Belgique dépasse la moyenne de l'UE15, que les pays méridionaux en particulier font chaque fois sensiblement baisser. C'est dans la catégorie « conditions de marché » que la situation relative de la Belgique est la meilleure: elle s'y classe quatrième sur 15, après les Pays-Bas, le Royaume-Uni et l'Irlande. Sachant que notre pays est une petite économie ouverte, le résultat assez bon pour ce déterminant n'est pas surprenant. S'agissant du cadre réglementaire, de l'accès au financement et des compétences entrepreneuriales, notre pays figure au sixième ou au septième rang, loin derrière les pays qui affichent les meilleurs résultats.

Le déficit de culture entrepreneuriale s'avère être l'obstacle majeur à l'entrepreneuriat en Belgique. Bien que les différences entre la plupart des pays de l'UE15 soient moindres

(1) Il s'agit d'un avantage important par rapport à d'autres méthodes. Une autre possibilité aurait, par exemple, été de considérer une moyenne simple des séries. Toutes les séries se voient toutefois alors attribuer la même pondération, et des aspects captés par plusieurs séries pèsent implicitement plus que d'autres dimensions.

#### GRAPHIQUE 11 POSITION DE LA BELGIQUE ET DES PAYS DE L'UE15 DANS LES CINQ CATÉGORIES DE DÉTERMINANTS

(classement des pays de gauche à droite selon que les déterminants sont moins ou plus favorables au développement de l'entrepreneuriat; moyenne de l'UE15 = 0; moyennes 2009-2015)



Sources: CE, BCE, GEM, IMD, FMI, OCDE, WEF, Banque mondiale, calculs de la BNB.

dans cette catégorie de déterminants, la Belgique se classe en dernière position.

Lorsqu'on affine l'analyse et qu'on examine séparément les quatre indicateurs utilisés pour mesurer la culture entrepreneuriale, la Belgique occupe à chaque fois le fond du classement des 15 États membres. C'est tout particulièrement le cas pour les séries qui mesurent la motivation d'entreprendre lorsqu'il y a un risque d'échec (13<sup>e</sup>) et l'image des entrepreneurs prospères (15<sup>e</sup>).

La position relativement favorable des conditions de marché s'explique principalement par les faibles obstacles au commerce et à l'investissement dans notre pays. S'agissant des trois autres catégories de déterminants, où les indicateurs synthétiques placent la Belgique en position intermédiaire, les indicateurs de base pris isolément font état de performances assez contrastées. En ce qui concerne l'accès au financement, notre pays s'établit systématiquement à un niveau médian. En revanche, dans les domaines du cadre réglementaire et des compétences entrepreneuriales, le résultat à peine supérieur à la moyenne de l'UE15 de la Belgique s'explique par le fait que certains facteurs sont jugés très favorables, alors que d'autres enregistrent de mauvaises performances. Dans la première catégorie, la procédure de création d'une entreprise et la loi sur les faillites ont reçu une évaluation très positive, mais de lourdes contraintes administratives ont notamment été relevées en matière de reporting, d'obtention de permis, etc. Pour ce qui est des compétences entrepreneuriales, la grande qualité de nos écoles de gestion est mise en avant, tandis que notre système éducatif est reconnu comme répondant aux besoins d'une économie concurrentielle : par contre, le taux de participation à la formation continue reste assez faible.

## 4. Mesures récentes

Afin de stimuler la création d'entreprise en Belgique, des mesures ont été mises en œuvre par les différents niveaux de pouvoir. Sur la base des informations issues, entre autres, du Programme national de réforme de 2016, on peut mettre en avant une série, non exhaustive, d'initiatives récentes destinées à promouvoir l'entrepreneuriat.

### *Simplification du cadre administratif et réforme du statut des indépendants*

Plusieurs réformes ont été menées en vue de simplifier le cadre réglementaire. Au niveau fédéral, le « Plan PME », lancé en février 2015, a par exemple pour objectifs non seulement d'améliorer le statut social des indépendants et d'encourager la création d'entreprise, mais également d'offrir aux PME un cadre réglementaire optimal. En ce qui

concerne le statut social des indépendants, le plan prévoit notamment d'évaluer la réforme des cotisations sociales pour les indépendants et d'aligner progressivement la pension minimale des indépendants sur celle des salariés. L'harmonisation de ces deux types de statut peut en effet permettre aux individus d'envisager la création d'entreprise comme une alternative à un emploi salarié.

### *Diverses initiatives régionales ont également été prises*

En 2015, les programmes d'aide aux entreprises en Région bruxelloise ont été rationalisés, afin d'accroître les synergies entre les différents organismes et offrir un accès unique aux services de soutien et aux aides à la création d'entreprise et à l'innovation. Des initiatives en vue d'accompagner la création d'emplois d'indépendant sont également mises en place à Bruxelles pour les demandeurs d'emploi.

En Flandre, l'« Agentschap Innoveren & Ondernemen »<sup>(1)</sup> a été instaurée dès 2009. L'objectif en était également de regrouper l'ensemble des services et des instruments de soutien aux entreprises. Des mesures de simplification administrative ont aussi été prises, par exemple, en matière d'obtention de permis environnementaux.

### *Amélioration du financement des nouvelles entreprises*

En 2015, le gouvernement fédéral a pris une mesure consacrée à la facilitation de l'accès au financement pour les PME et les entreprises innovantes. Le « tax shelter » à destination de ce type d'entreprises est un crédit à l'impôt des personnes physiques pour les individus souhaitant investir dans une nouvelle entreprise. Moyennant le respect de certaines conditions, ce crédit d'impôt peut atteindre 45 % de l'investissement réalisé. Cette nouvelle opportunité s'inscrit dans un système de financement en profonde mutation pour les jeunes entreprises innovantes. À cet égard, cette initiative pourrait permettre de répondre rapidement aux nouveaux besoins de financement de ces entreprises. Ce « tax shelter » s'inscrit dans le cadre du « Plan start-up » établi par le gouvernement fédéral, qui a introduit d'autres mesures (nouveau cadre fiscal pour le crowdfunding, diminution du coût salarial d'une embauche, etc.) à l'intention des jeunes entrepreneurs.

En Région wallonne, un projet de décret visant à mobiliser, à l'aide d'incitants fiscaux, l'épargne privée des citoyens en faveur des jeunes PME a été adopté en 2015. En Flandre, la « Participatiemaatschappij Vlaanderen » (PMV) a instauré une formule unique destinée à simplifier l'accès au financement des entreprises.

(1) <http://www.vlaio.be/>

## Développer la culture entrepreneuriale

Des mesures, notamment en matière d'éducation, visant à vivifier la culture d'entreprendre ont aussi été prises en Belgique.

En Wallonie, l'entrepreneuriat est l'un des quatre axes du « Plan PME » pour la période 2015-2020. Dans ce cadre, un programme « Générations entrepreneurs 2015-2020 » a été adopté, qui prévoit une série d'actions destinées à promouvoir l'entrepreneuriat dans l'enseignement. On peut par exemple citer la promotion des écoles entrepreneuriales, la formation des enseignants à l'entrepreneuriat, mais aussi la mise en place de dispositifs visant l'accompagnement et le suivi des étudiants-entrepreneurs (dispositifs de parrainage et d'incubateurs).

Ce genre d'initiatives existe aussi en Flandre. En effet, dans la continuité d'initiatives antérieures, la Région flamande a lancé en 2015 un plan d'éducation dont l'objectif est d'encourager l'entrepreneuriat et l'esprit d'entreprise. Le but est d'activer le potentiel entrepreneurial parmi les étudiants et les demandeurs d'emploi.

## Conclusions et considérations finales

Il existe de multiples manières de définir et d'évaluer l'entrepreneuriat. On peut citer, entre autres, la création d'entreprise, mais également l'importance relative des travailleurs indépendants dans la population en âge de travailler. Diverses sources permettent de quantifier ces deux concepts. Vu l'intérêt économique du sujet et dans un souci de comparabilité internationale, le présent article se fonde sur les données d'Eurostat et de l'EFT.

En 2013, les entreprises nouvellement créées ont représenté 3,6 % du nombre total d'entreprises en Belgique : il s'agissait du taux de création brut d'entreprise le plus bas de l'UE15, dont la moyenne se situait à 8,9 %, soit plus du double. La création brute d'entreprise est en berne dans tous les grands secteurs d'activité. Ce constat vaut depuis 2008, première année pour laquelle les données en la matière sont disponibles. Le nombre relatif de cessations d'activité semble également très faible au regard du niveau européen. Il en résulte une perte de dynamisme de la population des entreprises belges. Le processus dit de « destruction créatrice », c'est-à-dire la création permanente de nouvelles entreprises et la disparition des entreprises les moins productives, qui permet d'allouer de manière optimale les facteurs de production existants et de relever la croissance potentielle, est dès lors également peu développé dans notre pays.

En 2014, 8,6 % de la population âgée de 15 à 74 ans ont exercé une activité indépendante, soit un taux proche de la moyenne de l'UE15 (9,1 %) et comparable à ceux des pays voisins. Les chiffres belges sont légèrement influencés à la hausse par la grande part d'indépendants qui sont des ressortissants de l'un des nouveaux États membres de l'UE. Comparativement aux autres pays européens, la Belgique compte relativement moins d'indépendants de plus de 44 ans. Si, depuis 2000, on a souvent constaté une augmentation notable ailleurs en Europe, la situation belge a pour sa part assez peu varié.

Cette quasi-stagnation peut en partie être imputée à des évolutions régionales divergentes. En effet, les données concernant la création d'entreprise et la part d'indépendants révèlent que la Flandre et Bruxelles sont les principaux moteurs de l'entrepreneuriat en Belgique, tandis que la Wallonie est comparativement à la traîne.

On distingue plusieurs types d'entrepreneuriat, qui exercent plus ou moins d'incidence sur la croissance économique. L'entrepreneuriat de nécessité ou d'opportunité n'est pas aussi générateur de croissance économique que l'entrepreneuriat dit de croissance. Un des canaux par lequel ce dernier peut influencer sur les perspectives économiques est l'innovation. C'est donc prioritairement ce type d'entrepreneuriat qui doit être stimulé. Entre 2009 et 2015, environ 28 % des jeunes entreprises en Belgique appartenaient à cette catégorie, soit une part légèrement inférieure à la moyenne de l'UE15 (33 %).

En raison de son caractère multidimensionnel, l'entrepreneuriat est influencé par quantité de facteurs. À l'instar de l'OCDE et de la CE, le présent article considère cinq grandes catégories de déterminants. Chacune d'elles comporte une série d'indicateurs qui doivent en refléter les diverses facettes. L'analyse en composantes principales permet de dériver un indicateur synthétique pour chacune des cinq groupes de déterminants et d'établir ainsi un classement de tous les États membres de l'UE15.

L'analyse démontre que, au sein de l'UE15, la Belgique obtient des résultats plutôt positifs en ce qui concerne les conditions de marché et qu'elle s'inscrit dans la moyenne pour ce qui est du cadre réglementaire, de l'accès au financement et des compétences entrepreneuriales. S'agissant de la culture entrepreneuriale, notre pays a toutefois occupé la dernière place du classement de l'UE15 entre 2009 et 2015.

Des marges d'amélioration sont présentes pour chacun de ces déterminants. Ces dernières années, les pouvoirs publics ont adopté une série de mesures portant sur divers aspects, comme par exemple l'instauration d'un « tax

shelter» destiné aux start-up ainsi que l'allègement de certaines charges administratives. Cette volonté d'améliorer simultanément certains déterminants de l'entrepreneuriat est une dynamique positive. Il faut néanmoins y apposer deux remarques. D'une part, au vu d'un tel éventail de facteurs d'influence, les mesures doivent être mises en œuvre à la fois en mettant l'accent sur leurs complémentarités et en veillant à la coordination des actions entreprises par les différents niveaux de pouvoir.

D'autre part, il est également primordial de fixer les bonnes priorités. Dans la mesure où un vaste déficit de culture entrepreneuriale s'avère être le principal obstacle à l'entrepreneuriat dans notre pays, il est essentiel

d'en promouvoir une vision positive, ce qui contribuera à réduire la crainte de l'échec et la stigmatisation de celui-ci, à encourager la créativité et la prise de risque et à considérer le démarrage d'une activité comme un choix professionnel particulièrement intéressant et utile. Il s'agit incontestablement du déterminant que les pouvoirs publics ont le plus de mal à influencer et qui nécessite un travail de très longue haleine. Stimuler la culture entrepreneuriale requiert une approche soutenue par plusieurs canaux, notamment les écoles, où une série d'initiatives ont déjà été déployées, et les médias. Une telle révolution culturelle peut contribuer de manière significative à la préservation et à la progression de la prospérité future dans notre pays.

## Annexe

### LISTE DES INDICATEURS DES DÉTERMINANTS ENTREPRENEURIAUX (BASÉ SUR OCDE, 2015)

Cadre réglementaire		
Charge de la réglementation administrative	Réponses issues d'enquêtes sur la question du respect des obligations administratives (autorisations, réglementation, déclaration) nationales (de 1 = lourd à 7 = léger).	Forum économique mondial, <i>Global Competitiveness Report</i>
Coûts induits par la création d'une entreprise	Coût officiel de la procédure en pourcentage du revenu national brut (RNB) par habitant, d'après la législation officielle et des hypothèses classiques concernant les procédures et les entreprises.	Banque mondiale, <i>Doing Business</i>
Nombre de procédures nécessaires pour créer une entreprise	Toutes les procédures génériques officiellement obligatoires pour la création d'une entreprise.	Banque mondiale, <i>Doing Business</i>
Durée et coût des procédures de création d'un entrepôt	Correspond à la moyenne de trois mesures : 1) temps moyen passé pour chaque procédure ; 2) coût officiel de chaque procédure ; 3) nombre de procédures nécessaires pour construire un entrepôt.	Banque mondiale, <i>Doing Business</i>
Temps passé à payer les impôts	Temps passé à préparer, déclarer et acquitter l'impôt sur les sociétés, la TVA et les cotisations sociales. Exprimé en heures par an.	Banque mondiale, <i>Doing Business</i>
Coût – Coût moyen des procédures de faillites	Le coût des procédures est enregistré en pourcentage de la valeur du patrimoine.	Banque mondiale, <i>Doing Business</i>
Temps – Délai moyen pour la fermeture d'une entreprise	Le délai de fermeture est exprimé en nombre d'années civiles. Il comprend les appels et les retards.	Banque mondiale, <i>Doing Business</i>
Taux de récupération des créances en cas de faillite	Ce taux estime le pourcentage de leurs créances que les titulaires des dites créances (créanciers, fisc, salariés) récupèrent auprès d'une entreprise en faillite.	Banque mondiale, <i>Doing Business</i>
Exécution des contrats – Délai	Enregistré en jours civils, de l'introduction de la demande jusqu'au paiement. Comprend à la fois les jours d'exécution effective et les périodes qui les séparent.	Banque mondiale, <i>Doing Business</i>
Difficultés relatives aux embauches	Mesure si le droit ou la réglementation entrave ou non la faculté pour une entreprise de faire appel à de la main-d'œuvre temporaire (contrat à durée déterminée et travail intérimaire) (de 0 = pas du tout restrictif à 6 = très restrictif).	OCDE, <i>Indicateurs sur la protection de l'emploi</i>
Droits de propriété intellectuelle	Réponses issues d'enquêtes sur la question : quel est le degré de protection de la propriété intellectuelle dans votre pays, en prenant aussi en compte les mesures anti-contrefaçon ? (de 1 = extrêmement faible à 7 = extrêmement fort).	Forum économique mondial, <i>Global Competitiveness Report</i>
Droits de propriété	Réponses issues d'enquêtes sur la question : dans votre pays, les droits de propriété, y compris sur les actifs financiers, sont (de 1 = peu définis et non protégés par la loi à 7 = clairement définis et bien protégés par la loi).	Forum économique mondial, <i>Global Competitiveness Report</i>

LISTE DES INDICATEURS DES DÉTERMINANTS ENTREPRENEURIAUX (suite 1)

Situation du marché		
Obstacles aux échanges et aux investissements	L'indicateur mesure les barrières explicites et les autres barrières aux échanges et aux investissements. Il est basé sur des données qualitatives (lois, réglementations) collectées régulièrement et transformées en données quantitatives.	OCDE, <i>Réglementation du marché des produits</i>
Indice de Restrictivité des Échanges de Services (IRES)	L'indicateur est calculé à partir de bases de données standardisées sur la régulation des politiques liées aux échanges et aux investissements dans chaque pays.	OCDE, <i>Indice de la restrictivité des échanges de services, Base de données sur la réglementation</i>
Entreprises et investissements publics	Volume, composition et pourcentage de la production issue des entreprises d'État, et investissements publics en proportion de l'ensemble des investissements.	FMI, Banque mondiale, Comptes nationaux des Nations unies et Forum économique mondial
Sophistication des acheteurs	Réponses issues d'enquêtes sur les décisions d'achat (de 1 = en fonction du prix seulement à 7 = en fonction d'une analyse élaborée de la performance).	Forum économique mondial, <i>Global Competitiveness Report</i>
Accès aux financements		
Note de crédit du pays	L'indicateur repose sur une évaluation effectuée par l'Institutionnal Investor Magazine.	IMD, <i>World Competitiveness Yearbook</i>
Facilité d'accès au crédit	Indicateur élaboré à partir de réponses à des Enquêtes sur la facilité d'obtention d'un prêt bancaire dans le pays sur seule présentation d'un bon plan prévisionnel et sans garantie de paiement. (de 1 = impossible à 7 = facile)	Forum économique mondial, <i>Global Competitiveness Report</i>
Marge d'intermédiation	Taux d'intérêt des prêts moins taux de rémunération des dépôts (sur la base des taux annuels moyens de chaque pays).	Banque centrale européenne
Disponibilité du capital-risque	Réponses issues d'enquêtes sur la facilité, pour des entrepreneurs avec des projets risqués mais innovants, d'accéder à du capital-risque dans leur pays (de 1 = extrêmement difficile à 7 = extrêmement facile).	Forum économique mondial, <i>Global Competitiveness Report</i>
Capital-risque	Investissements réalisés par des entreprises de capital-risque.	<i>Base de données de l'OCDE sur le financement de l'entrepreneuriat</i>
Capitalisation boursière du marché secondaire	Evalue la capacité des marchés d'actions à financer les entreprises (de 1 = pire à 10 = meilleur).	IMD <i>World Competitiveness Yearbook</i>
Capacités entrepreneuriales		
Proportion de diplômés de l'enseignement supérieur	Proportion de la population âgée de 30 à 34 ans diplômée de l'enseignement supérieur ou universitaire (CITE 1997 niveau 5-6).	Eurostat
Qualité des écoles de gestion	Réponses issues d'enquêtes sur la qualité des écoles nationales de gestion (de 1 = limitée ou mauvaise à 7 = parmi les meilleures du monde).	Forum économique mondial, <i>Global Competitiveness Report</i>
Éducation et formation	Pourcentage de la population âgée de 25 à 64 ans ayant participé à un programme d'éducation ou de formation au cours des quatre dernières semaines.	Eurostat
Système éducatif	Le système éducatif répond aux besoins d'une économie concurrentielle (enquête de l'IMD WCY reposant sur un indice de 0 à 10).	IMD, <i>World Competitiveness Yearbook</i>

---

LISTE DES INDICATEURS DES DÉTERMINANTS ENTREPRENEURIAUX (suite 2)

---

Culture entrepreneuriale

---

Statut élevé des entrepreneurs	Part des 18-64 ans qui considèrent que, dans leur pays, les entrepreneurs bénéficient d'un statut social élevé.	<i>Global Entrepreneurship Monitor (GEM)</i>
Opinion au sujet des entrepreneurs	Réponses issues d'enquêtes sur l'opinion sur les entrepreneurs (travailleurs indépendants, chefs d'entreprises), par rapport aux opinions sur les gérants de grandes entreprises et les professions intellectuelles supérieures.	Commission européenne, Eurobaromètre Flash
Crainte de l'échec	Part des 18-64 ans non engagés dans une activité entrepreneuriale qui perçoit de bonnes opportunités de création d'entreprises, mais que la peur de l'échec empêche de passer à l'acte.	<i>Global Entrepreneurship Monitor (GEM)</i>
Risque d'échec	Réponses issues d'enquêtes sur la propension à créer une entreprise s'il y a un risque d'échec.	Commission européenne, Eurobaromètre Flash

---

## Bibliographie

Acs Z. J. (2006), « How Is Entrepreneurship Good for Economic Growth? », *Innovations: Technology, Governance, Globalization*, 1(1), 97-107.

BNB (2016), *Rapport annuel 2015*.

EC (2007), *Eurostat-OECD Manual on Business Demography Statistics*.

EC (2012), *Entrepreneurship determinants: culture and capabilities*.

EC (2016), *European Innovation Scoreboard 2016*.

GEM (2010), *A Global Perspective on Entrepreneurship Education and Training*.

GEM (2016), *2015/2016 Global Report*.

Hellmann T. (2007), « When Do Employees Become Entrepreneurs? », *Management Science*, 53(6), 919-933.

Kauffman Foundation (2015), *Measuring an Entrepreneurial Ecosystem*.

Kritikos A. (2014), *Entrepreneurs and their impact on jobs and economic growth*, IZA World of Labor, 8.

Naudé W. (2013), *Entrepreneurship and Economic Development: Theory, Evidence and Policy*, Forschungsinstitut zur Zukunft der Arbeit – Institute for the Study of Labor, Discussion paper 7507.

OCDE (2015), *Panorama de l'entrepreneuriat 2015*, OECD Publishing, Paris.

OECD (2016), *Inclusive Business Creation: Good Practice Compendium*, OECD Publishing, Paris.

OCDE/Commission européenne (2014), *Pallier la pénurie d'entrepreneurs – Politiques d'entrepreneuriat inclusif en Europe*, OECD Publishing, Paris.

*Programme national de réforme de la Belgique*, 2016.

UCM (2016), *Atlas du créateur*.

Verduyn F. (2013), « La démographie des entreprises », BNB, *Revue économique*, juin, 43-60.

World Bank (2016), *Doing Business 2016: Measuring Regulatory Quality and Efficiency: Economy Profile 2016 – Belgium*.

World Economic Forum (2013), *Entrepreneurial Ecosystems Around the Globe and Company Growth Dynamics*.

World Economic Forum (2014), *Entrepreneurial Ecosystem Around the Globe and Early-Stage Company Growth Dynamics*.

World Economic Forum (2015), *Leveraging Entrepreneurial Ambition and Innovation: a Global Perspective on Entrepreneurship Competitiveness and Development*.

# Pourquoi la reprise des investissements dans la zone euro ne décolle-t-elle pas ?

P. Butzen  
S. Cheliout  
E. De Prest  
S. Ide  
W. Melyn

## Introduction

Après l'éclatement de la crise financière mondiale, les investissements dans la zone euro ont sensiblement reflué et n'ont à ce jour, huit ans plus tard, toujours pas renoué avec le niveau qu'ils affichaient avant 2008. Les investissements représentent une composante importante, hautement cyclique, de la demande. Leur repli marqué et la dynamique atone qui s'est ensuivie expliquent en grande partie la gravité de la récession et le redressement laborieux dans la zone euro. En outre, non seulement le faible taux d'investissement pèse sur la demande, mais il mine également le potentiel de croissance à long terme d'une économie. Il bride par ailleurs l'élargissement du stock de capital et la diffusion de technologies innovantes, ralentissant par là même la création d'emplois et de richesses.

Le présent article entend décrire l'évolution récente des investissements dans la zone euro. Il s'intéresse plus particulièrement aux facteurs qui entravent leur relance et aux initiatives politiques adoptées au niveau européen afin de remédier à cette situation.

Il se structure comme suit. La première partie, plutôt descriptive, examine si la dynamique des investissements dans la zone euro depuis la crise financière revêt un caractère exceptionnel dans une perspective historique et internationale. Les crises financières passées se sont elles aussi généralement soldées par une période prolongée de croissance malingre des investissements, et la crise actuelle n'a pas davantage épargné les investissements dans d'autres

économies avancées. Cette partie tente ensuite d'établir si l'évolution apathique des investissements est un phénomène généralisé dans la zone euro ou si, au contraire, elle se cantonne aux seuls pays et composantes des investissements qui affichaient une expansion hors du commun avant la crise. Dans cette éventualité, la contraction constituerait une correction normale d'une situation intenable impliquant une résorption des capacités excédentaires précédemment accumulées.

La deuxième partie met quant à elle l'accent sur les investissements des entreprises. Ceux-ci revêtent en effet une importance capitale pour le potentiel de production et pour la compétitivité d'une économie, supplantant en cela les investissements publics et résidentiels. À l'évidence, une croissance économique modérée et un appareil de production sous-exploité ont réduit les besoins en investissements. La faiblesse conjoncturelle ne permet cependant pas à elle seule de justifier la dynamique des investissements des entreprises. D'autres facteurs hérités de la crise, comme un taux d'endettement élevé, des conditions d'octroi de crédits moins favorables ou le climat d'incertitude qui s'est installé, continuent eux aussi de peser à des degrés divers sur ces investissements.

Outre les facteurs susvisés, dont les effets se font plutôt sentir à court et à moyen termes, une série de changements structurels apportés au fil des dernières décennies peuvent avoir influé sur l'évolution tendancielle sous-jacente des investissements. Les tendances séculaires qui touchent la démographie et la mondialisation, ainsi que la transition

vers une société de services sont au cœur de la troisième partie. La quatrième et dernière partie évalue les initiatives politiques prises à l'échelle européenne en réaction à la croissance languissante des investissements. Enfin, une série de conclusions viennent clore l'article.

## 1. Évolutions récentes des investissements dans la zone euro

### *Un repli exceptionnel, dans une perspective tant internationale qu'historique*

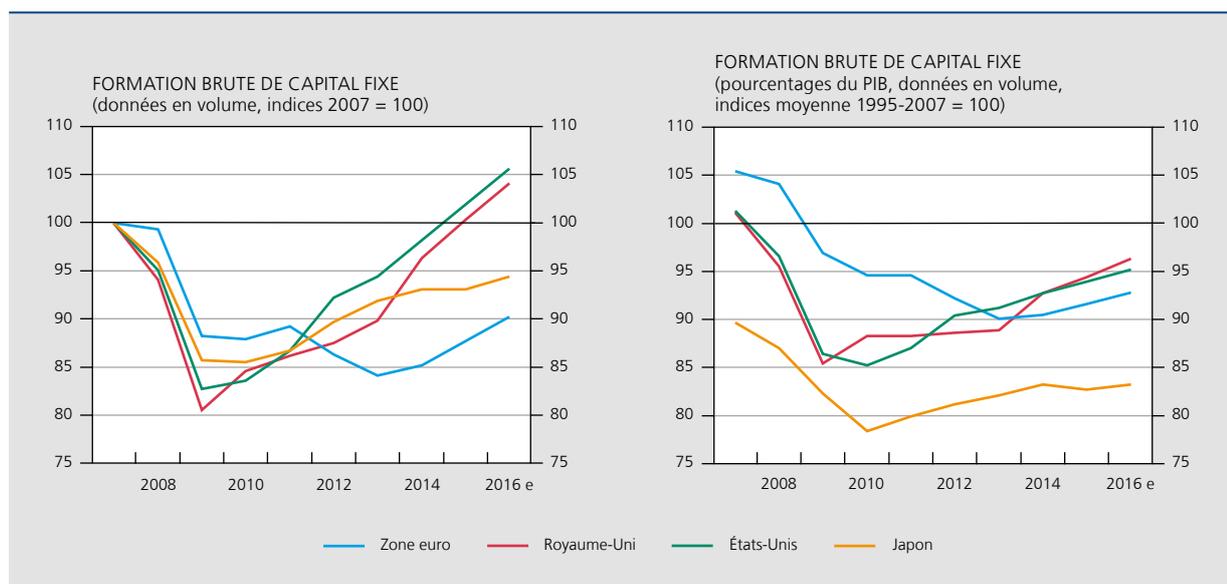
Comparativement à ce qui a été observé dans d'autres grandes économies avancées, les retombées de la crise sur les investissements dans la zone euro se sont à l'origine avérées assez modérées; le volume des investissements a en effet accusé un recul plus prononcé encore aux États-Unis et au Royaume-Uni en 2009. Les investissements dans ces pays se sont ensuite fermement redressés au cours des deux années suivantes, permettant aux écarts de demeurer serrés durant la première phase de la crise. En 2012-2013, sous l'effet de la crise de la dette souveraine, les investissements dans la zone euro se sont cependant

de nouveau inscrits en baisse, replongeant la zone euro dans la récession. Qui plus est, la reprise est demeurée fragile par la suite. Depuis la fin de 2014, le volume des investissements enflé quelque peu, même si, à en croire les prévisions de printemps de la Commission européenne (CE, 2016b), leur niveau en 2016 serait toujours nettement en deçà du pic enregistré avant la crise<sup>(1)</sup>. A contrario, la relance s'est poursuivie aux États-Unis, au Royaume-Uni et au Japon et, dans les deux premiers pays cités, les investissements ont dans l'intervall, dépassé leur niveau en termes réels d'avant la crise.

La référence du niveau antérieur à la crise ne constitue toutefois qu'un instantané. Considérant, à titre de référence, le niveau moyen sur une plus longue période, à savoir de 1995 à 2007, il appert que le ratio investissements/PIB dans la zone euro au cours de l'année qui a précédé l'émergence de la crise était supérieur à cette moyenne à long terme, ce qui peut être le signe d'une situation non durable. En revanche, aux États-Unis et au Royaume-Uni, les investissements exprimés par rapport au PIB ont fluctué autour de cette moyenne en 2007, tandis que ce ratio y a même été inférieur au Japon, où il a été grevé par le malaise durable qui s'y était installé dans la foulée de l'éclatement de la bulle des marchés d'actifs à l'aube des années 1990. Aussi se pourrait-il que le repli du taux d'investissement dans la zone euro comporte une composante persistante qui consisterait en une correction d'investissements excessifs préexistants. En tout état de cause, les investissements rapportés au PIB sont jusqu'ici

(1) Il convient de noter que, plus récemment, les investissements dans la zone euro ont enregistré un rebond marqué et inattendu. Ils ont surpris à la hausse au quatrième trimestre de 2015, progressant à un taux dynamique et devenant la principale contribution à la croissance. Toutefois, il semble que plusieurs facteurs d'ordre temporaire aient pu jouer, l'expansion des investissements s'étant atténuée dès le premier trimestre de 2016. Selon la CE, la croissance des investissements devrait continuer de se modérer dans le courant de 2016.

**GRAPHIQUE 1** ÉVOLUTION DES INVESTISSEMENTS: COMPARAISON INTERNATIONALE



Source : CE.

demeurés largement en deçà de leur moyenne à long terme, alors que les ratios américain et britannique sont déjà parvenus à s'en rapprocher davantage.

Historiquement parlant aussi, l'évolution récente du taux d'investissement dans la zone euro est assez exceptionnelle. Une étude du FMI (FMI, 2014) sur les conséquences des crises financières qui ont sévi depuis les années 1970 a montré que les crises de ce type s'accompagnaient le plus souvent d'une profonde récession suivie d'une lente reprise, compte tenu du temps nécessaire pour corriger les déséquilibres apparus préalablement à la crise, telles des situations d'endettement excessif. Par ailleurs, les investissements sont plus volatils et plus sensibles à la conjoncture que d'autres composantes des dépenses et sont donc à ce titre généralement plus fortement touchés par une crise. Lors des crises financières « ordinaires », le ratio investissements/PIB s'était en moyenne contracté de 3 points de pourcentage trois ans après l'émergence de la crise. S'agissant des crises les plus graves présentant un caractère systémique, le FMI estime que le recul moyen

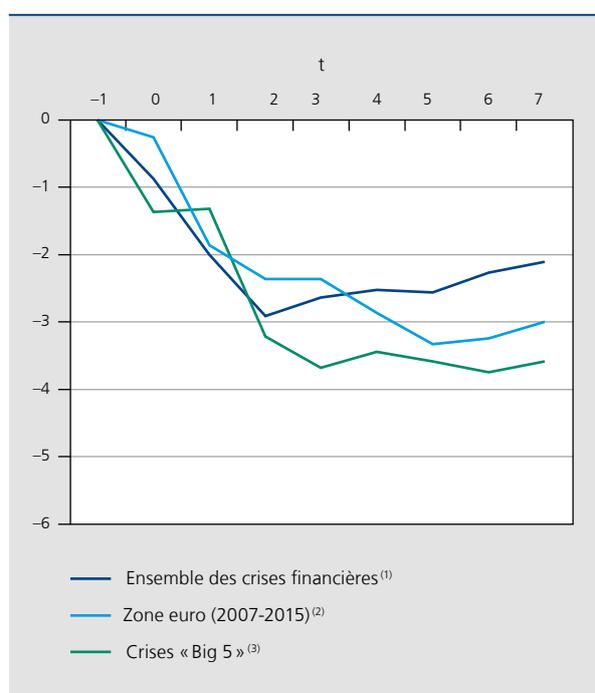
avoisinerait les 4 points de pourcentage. De plus, ces effets étant de nature relativement persistante, il peut s'écouler plusieurs années avant que le taux d'investissement ne renoue avec son niveau antérieur.

L'évolution du taux d'investissement dans la zone euro était à l'origine très similaire à celle observée lors d'une crise financière dite ordinaire. Pendant les premières années de la crise, les investissements ont accusé une baisse assez équivalente à celle qui pouvait être recensée durant de tels épisodes « ordinaires ». Ils ont ensuite commencé à se redresser légèrement, fût-ce à un rythme sensiblement plus faible. Le deuxième choc provoqué par la crise de la dette souveraine a toutefois figé la reprise naissante, induisant une nouvelle correction du taux d'investissement, qui s'est établi à un niveau sensiblement inférieur à la moyenne observée lors des crises financières « ordinaires », mais plus proche du repli global enregistré au cours de cinq crises systémiques particulièrement graves. Le modèle du double creux, en revanche, est propre à la crise actuelle.

*Une régression marquée, largement partagée par l'ensemble des secteurs et des États membres, suivie d'une reprise apathique et hétérogène*

**GRAPHIQUE 2** ÉVOLUTION DES INVESTISSEMENTS : PERSPECTIVE HISTORIQUE

(en pourcentage du PIB, données en volume, points de pourcentage)



Sources: CE, FMI.

- (1) Constitué de l'échantillon complet des crises financières qui ont frappé entre 1970 et 2007 et ont été recensées par Laeven et Valence (2012).
- (2) t = 0 dénote l'année de la crise financière. Pour la zone euro, il s'agit de 2008.
- (3) Espagne (1977), Norvège (1987), Finlande (1991), Suède (1991) et Japon (1992).

Si, à l'entame de la crise, le déclin des investissements était un phénomène assez généralisé qui a touché l'ensemble des secteurs et des États membres, il en est venu à concerner principalement les investissements résidentiels dans certains pays, au terme d'une période marquée par une dynamique d'investissements vigoureuse. Ainsi, tant les investissements des ménages<sup>(1)</sup>, qui correspondaient dans les grandes lignes aux investissements en logements, que ceux des sociétés non financières, avaient déjà plongé de 15 % en 2009. Après s'être stabilisés, les investissements des ménages ont à nouveau chuté, ne parvenant à leur étiage qu'en 2013 – soit 20 % environ en deçà de leur niveau d'avant la crise – avant de remonter. S'agissant des investissements des entreprises, un redressement a par contre pu être observé dès 2010, ce qui leur a permis de dépasser leur niveau d'avant la crise en 2015<sup>(2)</sup>. L'évolution divergente des investissements publics s'explique par les mesures budgétaires de relance adoptées durant les premières années qui ont suivi la crise et par les efforts d'assainissement consentis dans la foulée. Les investissements publics ont encore affiché

- (1) S'agissant des investissements par secteur institutionnel, seules des données en valeur sont disponibles. L'augmentation du déflateur des investissements explique l'écart entre les mesures de la baisse des investissements totaux durant la période 2008-2015 selon qu'elle est exprimée en valeur ou en volume (graphique 1).
- (2) Les investissements en biens d'équipement, qui constituent une importante composante des investissements des entreprises, et pour lesquels des données en volume sont bel et bien disponibles, se situaient en 2015 toujours quelque 5 % en deçà de leur niveau d'avant la crise en termes réels.

une progression relativement vive en 2008, et plus encore en 2009, à la faveur notamment des dépenses d'infrastructure engagées par les différents États membres de la zone euro dans le cadre du plan européen pour la relance économique (European Economic Recovery Plan). À compter de 2010, l'arrivée à échéance de ce plan, d'abord, et la nécessité d'assainir les budgets, ensuite, se sont traduites par une diminution draconienne des investissements publics. Toutefois, plus récemment, grâce à une orientation budgétaire devenue légèrement accommodante, les investissements des pouvoirs publics sont quelque peu repartis à la hausse en 2015. De manière générale, les investissements des ménages expliquent plus de la moitié de l'effondrement des investissements totaux au cours de la période postérieure à la crise.

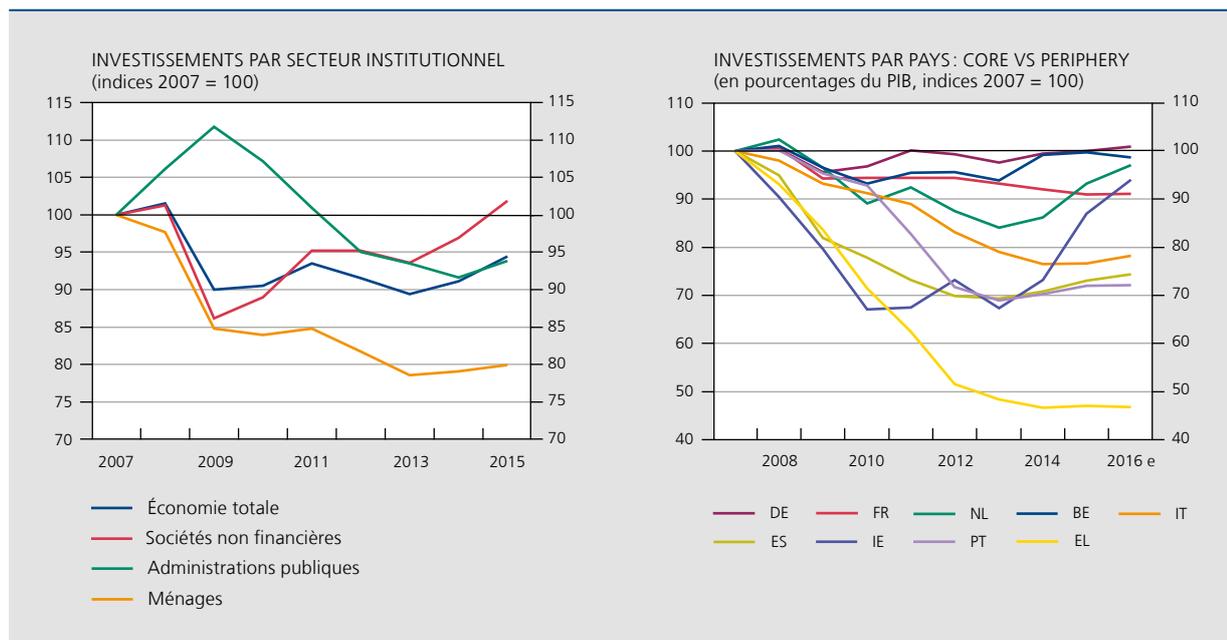
Si on examine l'évolution des investissements des plus grands pays membres de la zone euro ainsi que d'une série d'États périphériques, il s'avère là aussi que si, dans un premier temps, le repli des investissements a touché l'ensemble des pays, c'est en Grèce, en Irlande, en Espagne et au Portugal que les diminutions les plus sensibles ont été enregistrées. Dans ces quatre pays, l'économie s'est caractérisée, durant les années ayant précédé la crise, par des évolutions macroéconomiques insoutenables, comme un endettement excessif ou une capacité excédentaire sur le marché de l'immobilier résidentiel, qui ont contribué à précipiter la zone euro

dans la crise de la dette souveraine. Chacun d'entre eux<sup>(1)</sup> a bénéficié d'une aide financière conditionnée à un programme d'ajustement économique qui englobait, notamment, un volet consacré à l'assainissement budgétaire que ces pays s'engageaient à réaliser en levant le pied sur leurs investissements publics. Hormis en Grèce, les investissements semblent être retombés à leur niveau le plus bas dans ces pays et, surtout en Irlande, la reprise paraît s'être amorcée.

Dans plusieurs autres pays, tels l'Allemagne, les Pays-Bas et la Belgique, la situation s'est quelque peu améliorée en 2011, après le déclin observé initialement, mais la crise de la dette souveraine dans la zone euro et les perspectives de croissance modérées sont venues briser ce mouvement. Les investissements n'y ont plus progressé notablement au cours des années suivantes, hormis en Allemagne, où ils ont dépassé leur niveau de 2007. Du reste, d'après les prévisions de printemps de la CE (EC, 2016b), il semblerait que les investissements dans ces pays, les Pays-Bas mis à part, ne soient pas près de renouer avec une croissance vigoureuse. Signalons d'ailleurs qu'en France et en Italie, deux des plus grandes nations de la zone euro, les investissements n'ont toujours pas montré de signe clair de reprise depuis 2009. En Italie surtout, les investissements

(1) Chypre a également bénéficié d'une assistance financière et mené un programme d'ajustement économique.

**GRAPHIQUE 3** ÉVOLUTION DES INVESTISSEMENTS: SECTEURS INSTITUTIONNELS ET PAYS DE LA ZONE EURO



Source : CE.

accusent un recul des plus sensibles, quasi ininterrompu, de plus de 20 % par rapport à 2007 en termes cumulés; en France, cette contraction avoisine les 10 %. Ces évolutions sont préoccupantes, non seulement en raison de l'importance de ces pays dans la zone euro, mais aussi parce que, contrairement aux pays de la périphérie, ceux-ci ne présentaient pas, ou alors beaucoup moins, de déséquilibres macroéconomiques, si bien que la baisse des investissements ne peut y être attribuée à une correction d'investissements excessifs antérieurs à la crise.

La faiblesse des investissements dans la zone euro peut effectivement en partie être considérée comme une correction par rapport aux investissements excessifs et à la constitution d'une capacité excédentaire pendant la période ayant précédé la crise, en particulier pour ce qui est des investissements en logements des ménages, qui ont été plus prononcés dans certains pays que dans d'autres. Comme indiqué précédemment, il convient par ailleurs de tenir compte d'éventuels effets persistants, dans la mesure où il s'agit prioritairement de résorber la capacité excédentaire pour que le taux d'investissement puisse se redresser, jusqu'à atteindre un niveau moindre, mais plus soutenable, que dans le passé. Rappelons ainsi que la crise qui a sévi dans le secteur de la construction en Allemagne s'est prolongée bien après le boom de l'immobilier de la première moitié des années 1990. Après le pic de 1994, il a fallu attendre 15 ans pour que les investissements en logements commencent à se relever quelque peu par rapport au PIB et, au premier trimestre de 2016, le taux d'investissement se situait encore un peu moins de 25 % en deçà de son sommet enregistré plus de 20 ans auparavant.

Dans la zone euro, l'apathie des investissements ne s'est toutefois pas cantonnée aux pays qui avaient été touchés par une bulle de l'immobilier. Qui plus est, d'autres secteurs que les ménages en ont également subi les conséquences. Dans les parties qui suivent, l'article cherche des explications possibles à l'évolution décevante des investissements. La deuxième partie passe en revue les éventuels facteurs à plus court terme, en considérant les investissements des entreprises. La troisième partie s'attarde quant à elle sur une série de tendances à plus long terme.

## 2. Facteurs explicatifs de l'évolution récente des investissements des entreprises

Les investissements des entreprises dans la zone euro sont eux aussi demeurés médiocres depuis la crise financière. Ils représentent la plus grande catégorie d'investissements, occupant une part de 55 % environ dans le total, et constituent donc également une large composante

de la demande. En outre, plus que les investissements en logements ou les investissements des administrations publiques, ils jouent un rôle crucial dans la préservation et l'extension du potentiel de croissance d'une économie.

La littérature économique évoque différents facteurs susceptibles d'influencer les décisions d'investissement des entreprises. Les déterminants traditionnels sont la demande et les bénéfices (et leurs prévisions respectives), d'une part, et le coût réel du capital, d'autre part. Des études plus récentes<sup>(1)</sup> ont fait apparaître l'importance d'autres facteurs, comme la situation financière des entreprises (notamment leur taux d'endettement et leur position au comptant), l'accès à des sources de financement externe (notamment les conditions d'octroi des crédits bancaires et le financement de marché) et l'incertitude. En particulier dans le sillage de la crise financière, il ne semble pas improbable que plusieurs de ces facteurs puissent contribuer à expliquer la faiblesse de la dynamique des investissements.

En effet, un modèle économétrique simple permet de constater que les investissements des entreprises sont inférieurs à ceux qui auraient pu être attendus eu égard à l'évolution du PIB. C'est le cas aussi bien pour la zone euro dans son ensemble que pour la plupart des pays considérés isolément. Lorsqu'on ajoute certains des déterminants précités au modèle de base, on obtient pour différents pays une explication nettement plus complète de l'évolution atone des investissements.

### *La faiblesse de la croissance économique et le modèle d'accélérateur*

Selon le modèle d'investissement le plus simple, soit le modèle d'accélérateur, les entreprises se laissent surtout guider par leurs attentes en matière de demande. Dans la recherche empirique, ce modèle offre en général une assez bonne explication de l'évolution des investissements<sup>(2)</sup>.

Une période prolongée de croissance économique faible à négative (la profonde récession associée à la crise financière, le redressement modéré enregistré en 2010-2011, la deuxième contraction du PIB à la suite de la crise de la dette souveraine, puis la reprise hésitante et les perspectives décevantes pour les années à venir) a diminué la

(1) Cf. Barkbu *et al.* (2015), FMI (2015) et IMF (2014).

(2) Pour les investissements des entreprises, seules des données nominales sont disponibles; il n'existe pas de données en volume. Dans la littérature, différentes approximations sont utilisées à cet effet. Certains chercheurs déflatent les investissements nominaux des entreprises au moyen du déflateur des investissements totaux. D'autres, comme la CE (EC, 2013), se fondent sur les investissements réels non résidentiels. Étant donné le faible pourcentage des investissements des administrations publiques, il s'agit essentiellement d'investissements des entreprises. C'est cette dernière approche qui est suivie dans le présent article.

nécessité, pour les entreprises, d'étendre leur capacité de production.

La spécification habituelle du modèle d'accélérateur est la suivante :

$$\frac{I_t}{K_{t-1}} = \frac{\alpha}{K_{t-1}} + \sum_{i=1}^N \beta_i \frac{\Delta Y_{t-i}}{K_{t-1}} + \delta + e_t$$

L'hypothèse sous-jacente de ce modèle est que les variations dans le stock de capital (net) souhaité (K) sont proportionnelles aux variations du PIB (Y). Ce stock de capital souhaité détermine – compte tenu de sa dépréciation ( $\delta$ ) – la dynamique des investissements bruts (I).

Ce modèle explique dans les grandes lignes l'expansion des investissements depuis 1999. Il confirme le caractère exceptionnel de la croissance des investissements à l'approche de la crise financière (2004-2008), de même que la relance budgétaire qui a soutenu l'activité économique durant la période 2009-2010, notamment par l'intermédiaire des investissements d'infrastructure. On peut également constater que, depuis 2012, au plus fort de la crise de la dette souveraine, les investissements sont moindres que ne le présage la croissance

économique. Cela vaut aussi bien pour la zone euro dans son ensemble que pour la plupart des États membres considérés isolément. Exprimé en pourcentage du PIB sur une base annuelle, le déficit d'investissement est en moyenne le plus élevé en Irlande, en Grèce, en Finlande, au Portugal et en Italie, alors qu'il est très modeste en Belgique, en Allemagne et aux Pays-Bas.

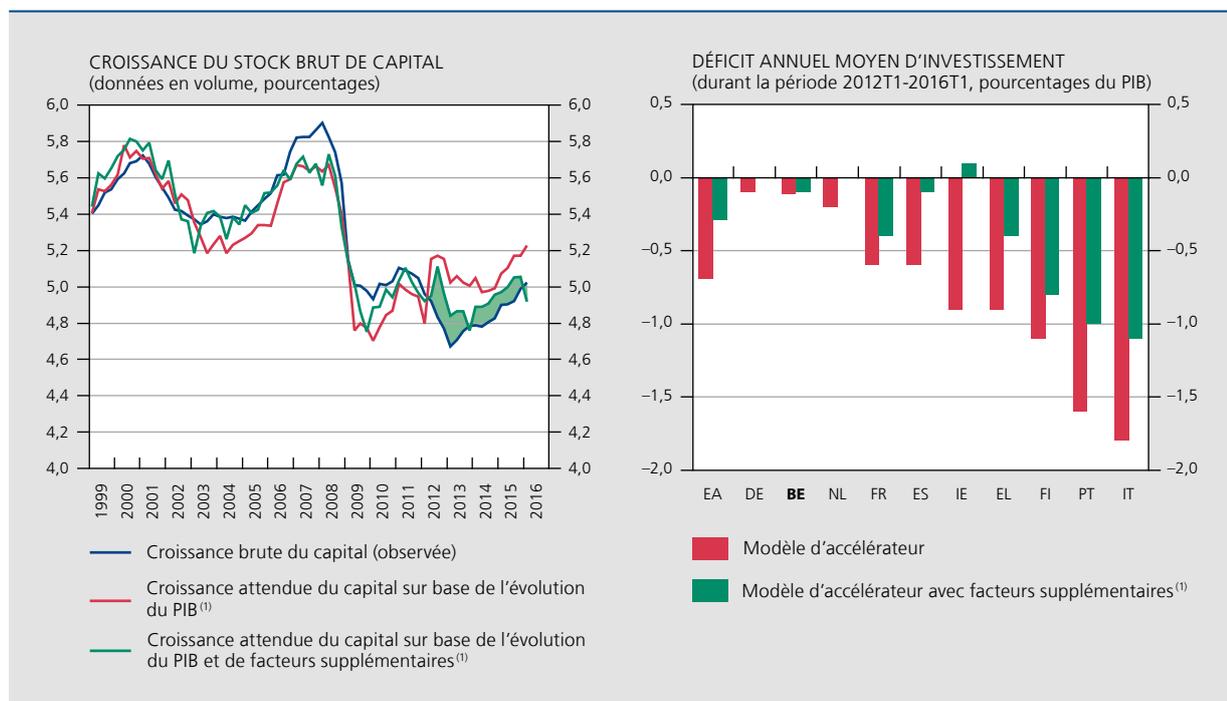
L'évolution du PIB ne pouvant expliquer la faiblesse du volume des investissements depuis 2012, le modèle d'accélérateur a été doté d'autres déterminants possibles. Certains facteurs sont pris en compte à cet égard dans la zone euro<sup>(1)</sup>.

### Conditions de financement

Les entreprises sont souvent tributaires de sources de financement externe pour réaliser leurs projets d'investissement. Dans la zone euro, les entreprises recourent traditionnellement aux prêts bancaires plutôt qu'au financement de

(1) Pour rendre les illustrations lisibles, les pays sont divisés en trois groupes, dont les résultats sont plus ou moins homogènes au regard des facteurs supplémentaires : les pays du cœur de la zone euro (Allemagne, France, Pays Bas, Belgique, Finlande), les pays soumis à un programme d'ajustement (Grèce, Irlande et Portugal) et un groupe intermédiaire comprenant l'Italie et l'Espagne.

**GRAPHIQUE 4** DYNAMIQUE MOROSE DES INVESTISSEMENTS AU REGARD DE LA CROISSANCE ET DE FACTEURS SUPPLÉMENTAIRES



Source : Calculs BNB sur la base du FMI (2015).

(1) La croissance attendue du capital est le résultat d'une estimation du « modèle d'accélérateur » prenant éventuellement en compte des facteurs supplémentaires. Les facteurs supplémentaires sont le taux débiteur bancaire réel, le taux d'endettement, les restrictions financières affectant la production et l'incertitude politique.

marché par émission de titres de créance ou d'actions. Jusqu'à la crise financière, c'était également la structure de financement externe des sociétés non financières. La crise, qui a durement frappé tant les banques que les entreprises, a entraîné une forte baisse des flux de crédits bancaires aux entreprises. Après une brève reprise, une diminution encore plus sévère s'est ensuivie lors de la crise de la dette souveraine. Actuellement, l'octroi de crédits bancaires semble à nouveau légèrement s'accroître. Le recul du financement bancaire au cours de la crise a en partie été compensé par une hausse de l'émission de titres de créance, dont le coût de financement s'était vivement contracté, notamment en raison d'une quête de rendement des investisseurs financiers.

Dans la zone euro, le marché des obligations d'entreprise demeure néanmoins d'une ampleur plutôt limitée et ne constitue une véritable alternative que pour les grandes entreprises. Ce n'est qu'en France, où les entreprises sont relativement plus grandes que dans nombre d'autres pays de la zone euro, qu'il semble être un instrument de financement stable ; le segment français du marché représente d'ailleurs près de la moitié de l'ensemble des émissions de la zone euro. En Allemagne et en Italie, les émissions s'élèvent à, respectivement, 10 et 13 % à peine de toutes les obligations d'entreprise de la zone euro.

Depuis la crise, l'octroi de crédits bancaires aux sociétés non financières a été extrêmement faible dans tous les pays de la zone euro, mais plus particulièrement encore dans les États membres qui ont été les plus touchés par la crise financière et qui, de surcroît, avaient souvent enregistré une vive accélération des crédits au cours de la période l'ayant précédée, comme l'Irlande, l'Espagne et le Portugal. Des facteurs relevant aussi bien de l'offre que de la demande ont contribué à la baisse du volume des crédits. S'agissant de la demande, les entreprises avaient reporté leurs dépenses d'investissement notamment en raison de la situation économique et nécessitaient donc moins de financement externe. Quant à l'offre, les banques de la zone euro ont été confrontées, à des degrés divers, à une hausse des créances douteuses, des amortissements et des besoins de liquidités, ainsi qu'à une diminution de leur rentabilité. En outre, elles ont dû s'adapter à une nouvelle réglementation, plus stricte, comprenant, entre autres, des exigences accrues en matière de fonds propres. La gestion de cet héritage de la crise dans un contexte conjoncturel atone et incertain a rendu les banques, a fortiori celles des pays vulnérables, plus sélectives dans l'octroi de nouveaux prêts. La gravité de la récession a lourdement affaibli leurs positions bilancielle et a augmenté les risques de crédit. De plus, la crise financière, en particulier la crise de la dette souveraine, a provoqué une fragmentation des marchés financiers de la zone euro, de sorte que les banques de ces

pays ont éprouvé des difficultés pour se financer à des conditions raisonnables. En réaction, l'Eurosystème a pour sa part tenté de répondre directement aux besoins de liquidités des banques en recourant à différentes mesures non conventionnelles. Cela n'a cependant pas pu empêcher l'émergence d'une offre de crédits divergente dans la zone euro, de même que, dans les États membres vulnérables, un relèvement des taux d'intérêt débiteurs sur les prêts bancaires et un durcissement des conditions d'octroi de crédits, qui ont pu peser sur la dynamique des investissements.

Nonobstant, la politique monétaire extrêmement expansionniste menée par l'Eurosystème depuis l'éclatement de la crise financière avait engendré des taux d'intérêt historiquement bas dans la zone euro, notamment sur les prêts bancaires aux entreprises, du moins dans les pays du cœur de la zone euro. La quête de rendement a également eu pour effets de ramener les taux des obligations d'entreprise à un niveau plancher et de faire progresser sensiblement les marchés boursiers.

Toutefois, la fragmentation financière évoquée plus haut, qui s'est fait particulièrement ressentir à partir de 2010, lorsque la crise s'est muée en crise de la dette souveraine et que plusieurs pays (la Grèce, l'Irlande, le Portugal et l'Espagne) ont successivement dû faire appel à une assistance financière, a également engendré, par le jeu des interactions négatives entre le secteur financier et le secteur public, une plus grande hétérogénéité des taux d'intérêt que les banques des différents États membres proposent aux entreprises. Les baisses des taux directeurs opérées par l'Eurosystème en 2011 et en 2012 ne se sont pas répercutées sur les taux débiteurs bancaires, reflétant un dysfonctionnement des canaux de transmission monétaire. À partir de la mi-2012, ces taux d'intérêt ont cependant recommencé à converger davantage, après que le président de la BCE avait annoncé des mesures radicales, qui ont été concrétisées à l'automne de 2012 avec l'approbation, par le Conseil des gouverneurs de la BCE, du programme d'opérations monétaires sur titres (OMT). Un deuxième mouvement vers une convergence accrue a été amorcé en 2014 par l'adoption d'une série de mesures non conventionnelles supplémentaires de l'Eurosystème, qui se sont amplifiées pour aboutir à l'annonce et à la mise en œuvre du programme étendu d'achats d'actifs (Expanded Asset Purchase Programme – APP) au début de 2015.

Néanmoins, les différences entre les pays restent considérables. Bien entendu, ces dernières doivent également être mises en rapport avec les risques de crédit divergents dans chaque pays et avec la solvabilité de leurs banques. De plus, le recul de l'inflation et des anticipations

d'inflation depuis 2013 a contribué à faire grimper les taux d'intérêt réels<sup>(1)</sup>.

Non seulement un relèvement des taux d'intérêt peut décourager les entreprises de réaliser leurs projets d'investissement, mais les entreprises peuvent également subir des restrictions dans leurs possibilités de financement, par exemple parce que les banques procèdent à un durcissement des conditions d'octroi de crédits. Ainsi, les résultats de l'enquête sur la distribution du crédit bancaire (Bank Lending Survey) menée par la BCE révèlent que, immédiatement après l'éclatement de la crise financière et au plus fort de celle de la dette souveraine, le resserrement des conditions d'octroi de crédits a également constitué un frein important au financement par emprunt des sociétés non financières, surtout dans les pays soumis à un programme d'ajustement. Entre-temps, presque tous les pays enregistrent un assouplissement net.

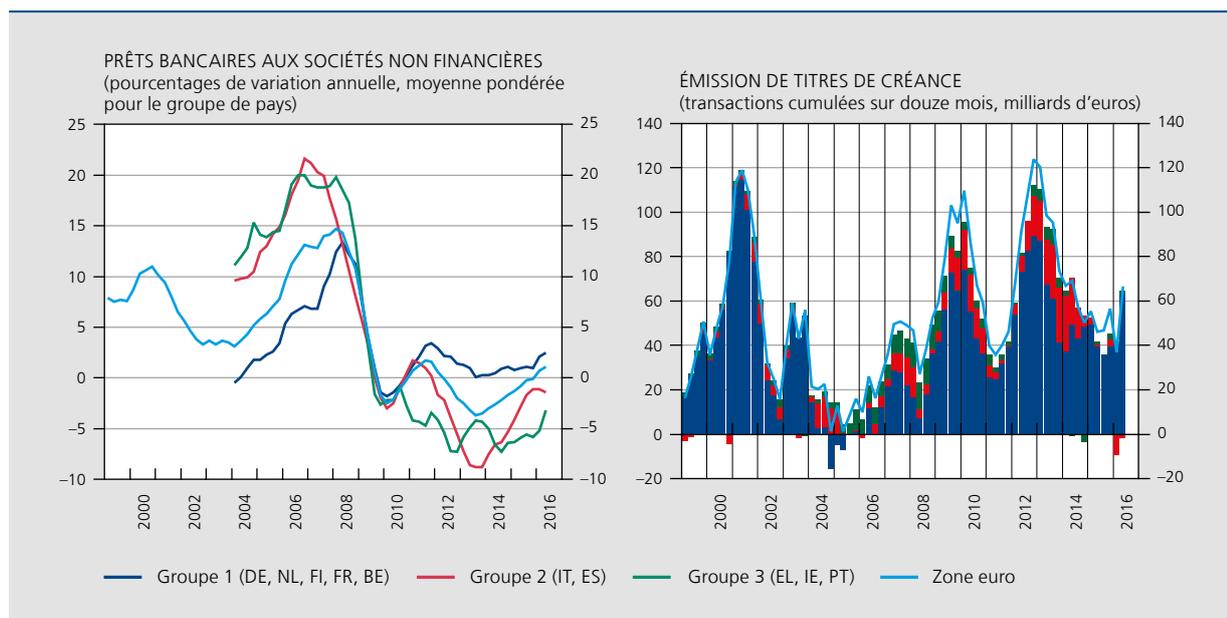
Plus encore que l'opinion des banques, c'est la manière dont les entreprises elles-mêmes évaluent leurs possibilités de financement qui est particulièrement pertinente. Dans son enquête sur la confiance des chefs d'entreprise, la CE sonde également chaque trimestre les entreprises quant aux facteurs qui entravent la

production. Bien que les entreprises de l'ensemble de la zone euro aient récemment fait état d'une diminution des restrictions financières, il subsiste des différences manifestes entre les pays, les entreprises continuant, principalement dans les pays soumis à un programme d'ajustement, de citer le financement comme un problème. Il convient par ailleurs de noter que, même pour les pays du cœur de la zone euro, cette statistique ne s'est pas encore normalisée au niveau d'avant la crise. Un indicateur alternatif peut être déduit de l'enquête semestrielle SAFE (Survey on the Access to Finance of Small and Medium-Sized Enterprises), réalisée conjointement par la BCE et par la CE. Les résultats montrent que, contrairement aux grandes entreprises, les PME des pays soumis à un programme d'ajustement ne cessent de signaler un déficit de financement. Plus que les grandes entreprises, les PME dépendent du secteur bancaire, qui se trouve lui aussi dans une situation précaire. Par une coïncidence malheureuse, la part des PME – en matière tant d'emploi que de valeur ajoutée – en Grèce et au Portugal, mais également en Italie et en Espagne, est largement supérieure à la moyenne de la zone euro, ce qui rend la problématique du financement dans ces pays d'autant plus aiguë.

Les enquêtes menées auprès des entreprises semblent confirmer dans les grandes lignes les résultats de l'enquête sur la distribution du crédit bancaire, en ce qu'il a été question ces dernières années d'une évolution vers un

(1) Normalement, les taux d'intérêt réels sont calculés au travers des anticipations d'inflation, qui sont demeurées plus stables que les taux d'inflation. Les anticipations d'inflation ne sont toutefois disponibles que pour la zone euro et certains États membres parmi les plus grands.

## GRAPHIQUE 5 BAISSÉ DES PRÊTS BANCAIRES AUX ENTREPRISES CONTRE UNE HAUSSE DE L'ÉMISSION DE TITRES DE CRÉANCE



Source : BCE.

relâchement des conditions d'octroi de crédits et d'une simplification de l'accès au financement. Cependant, les banques semblent être globalement un peu plus optimistes que les entreprises, et, a fortiori, que les PME des pays vulnérables.

### Désendettement

Les années antérieures à la crise financière ont été marquées par une expansion rapide des crédits, qui a entraîné dans son sillage une forte progression du taux d'endettement des sociétés non financières dans la zone euro. La dynamique de la dette a été soutenue par des perspectives de croissance favorables, une perception du risque faible et des conditions de crédit souples. L'octroi de crédits a à son tour entretenu une croissance économique relativement élevée, un renchérissement des actifs, ainsi qu'un sentiment général d'optimisme. Une interaction auto-amplificatrice entre le gonflement des crédits, d'une part, et (l'évaluation de) la situation économique, d'autre part, s'est alors fait jour, débouchant sur un endettement substantiel des entreprises, ce qui les a rendues extrêmement vulnérables aux chocs, comme l'a démontré la crise financière. Cette crise s'est en effet accompagnée d'un revirement radical du sentiment de marché, d'une révision à la hausse des risques, d'une chute des prix des actifs et d'une profonde récession, tous autant de facteurs qui ont eu une incidence sur les flux de revenus attendus, sur la capacité de remboursement et sur la qualité de crédit des entreprises.

Les entreprises peuvent subir diverses pressions de natures différentes en vue de réduire leur endettement. D'une part, elles peuvent décider de leur propre chef d'assainir leur bilan afin d'être mieux armées contre un éventuel choc (supplémentaire). Sur fond de récession économique et de reprise hésitante, elles peuvent par ailleurs suspendre leurs plans d'investissement, de manière à ne pas avoir immédiatement besoin de ces emprunts complémentaires. D'autre part, le désendettement peut être dicté par l'offre lorsque les banques font montre d'une sélectivité accrue dans leur octroi de crédits. Ce canal de désendettement peut s'avérer important, surtout pour les entreprises plus modestes qui ont moins aisément accès à d'autres sources de financement. Quels que soient les facteurs ou le contexte motivant une telle stratégie, le désendettement peut mettre un frein majeur à leurs investissements.

Comme le suggère le repli des ratios d'endettement des sociétés non financières par rapport aux sommets qu'ils avaient atteints, la plupart des pays ont amorcé un processus de désendettement à l'issue de la crise. La

diminution du taux d'endettement demeure toutefois plutôt limitée jusqu'à présent, et elle ne s'élève qu'à une fraction de l'augmentation enregistrée avant la crise. Ce résultat peut notamment s'expliquer par le niveau médiocre de la croissance économique ces dernières années. Les efforts fournis en matière de désendettement actif, au travers de flux de crédits négatifs (dictés par l'offre et par la demande) qui ont comprimé l'encours de la dette nominale, ont été partiellement annulés par le recul de l'activité économique et par la faiblesse des taux d'inflation. En Grèce, la chute du PIB nominal a presque entièrement compensé l'incidence du processus de désendettement actif.

Au vu des niveaux d'endettement actuels, les sociétés non financières vont probablement poursuivre leur désendettement. Ce processus est également nécessaire pour ramener les ratios d'endettement à des niveaux plus soutenables, un concept plutôt complexe au sujet duquel il n'existe pas de consensus, que ce soit concernant sa définition ou à propos d'une mesure appropriée; c'est la raison pour laquelle certains chercheurs optent pour une approche multidimensionnelle. Nombre de ces approches font également intervenir des facteurs propres à chaque pays et présentent une valeur de référence par pays. Des estimations récentes de la CE fondées sur la méthode de Bricongne *et al.* (2016)<sup>(1)</sup> ont conclu, à la fin de 2014, qu'il fallait prolonger le processus de désendettement des sociétés non financières, principalement en Irlande, au Portugal, en Grèce et, dans une moindre mesure, en Espagne<sup>(2)(3)</sup>.

### Incertitude

L'incertitude est aussi bien souvent l'une des premières pistes évoquées pour expliquer la faible dynamique des investissements dans la zone euro. Plusieurs études<sup>(4)</sup> constatent que les entreprises confrontées à un environnement incertain reportent leurs décisions d'investissement jusqu'à ce qu'elles aient davantage d'informations. Un tel comportement pourrait être imputé à une caractéristique propre aux investissements, à savoir leur caractère irréversible. La plupart du temps, il est très ardu et coûteux de démanteler un investissement déjà opéré, tandis que la valeur de marché résiduelle ne s'élève bien souvent plus qu'à une fraction du coût

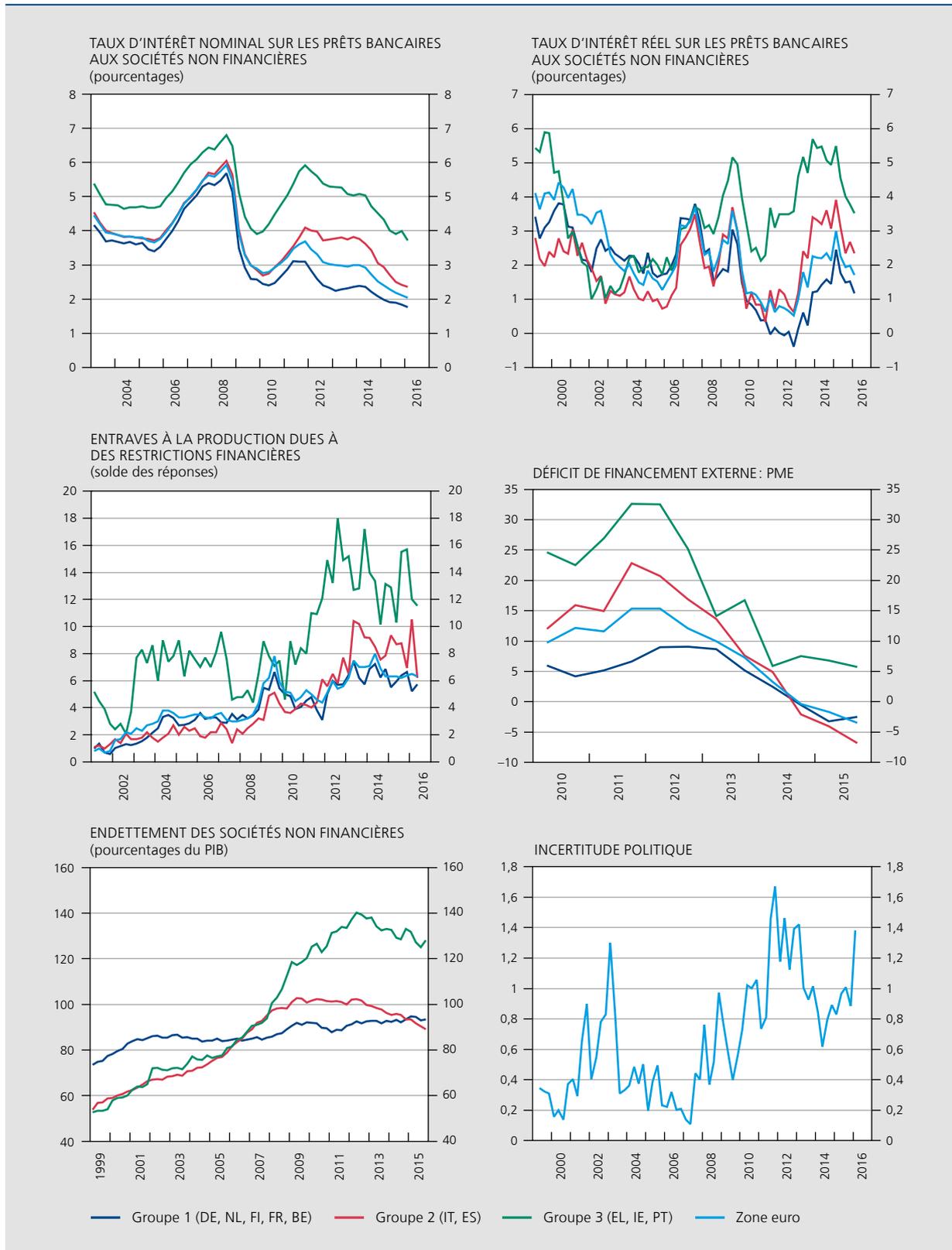
(1) La valeur de référence de « soutenabilité » de la dette se fonde sur des épisodes précédents de désendettement. Voir aussi EC (2014).

(2) En Irlande, au Portugal et en Grèce, ces besoins sont estimés à entre 10 et 20 % ; tandis qu'ils le sont à moins de 10 % en Espagne.

(3) Dans la mesure où l'importante augmentation du ratio d'endettement des entreprises en Irlande peut s'expliquer par les prêts transfrontaliers (intragroupes), la CE nuance le besoin de poursuivre le processus de désendettement dans ce pays.

(4) Cf., entre autres, Dixit et Pindyck (1994) et Carruth *et al.* (2000).

**GRAPHIQUE 6 ÉVOLUTION DES FACTEURS SUPPLÉMENTAIRES PRIS EN COMPTE DANS LE MODÈLE D'ACCÉLÉRATEUR ÉTENDU**



Sources : CE, BCE, OCDE, Thomson Reuters Datastream, calculs propres.

initial. L'incertitude influence de surcroît l'attitude des prêteurs, qui intégreront de ce fait une prime de risque plus élevée dans leurs taux débiteurs et imposeront des conditions plus strictes.

L'incertitude est difficile à quantifier, et il reste malaisé de déterminer quel critère est le plus pertinent pour expliquer l'évolution des investissements des entreprises. La plupart des publications récentes font intervenir dans leur analyse un indicateur illustrant l'incertitude politique. La pratique actuelle en matière de recherche se fonde sur le Economic Policy Uncertainty Index établi par Baker *et al.* (2013) sur la base des informations rapportées par les médias. Depuis le début de la crise financière, cet indicateur a progressé de manière visible, pour culminer lors de la crise de la dette souveraine dans la zone euro. Enfin, l'incertitude politique, même si elle s'est fortement repliée ces dernières années, reste supérieure à son niveau antérieur à la crise. De nouvelles tensions passagères, telles celles survenues au début de 2016, ne sont par ailleurs pas à exclure.

#### ***Le modèle d'accélérateur étendu***

Lorsqu'on ajoute à la spécification standard une sélection des facteurs précités, à savoir le taux débiteur bancaire réel, le taux d'endettement des entreprises, l'indicateur des restrictions financières et l'indice d'incertitude politique, on constate que le modèle d'accélérateur étendu offre une explication raisonnable de l'évolution récente du ratio d'investissement. La capacité explicative s'en trouve améliorée de manière sensible, principalement dans les pays périphériques, voire spectaculaire en Espagne et en Irlande. L'incertitude, les restrictions financières, l'ampleur de la dette et les taux d'intérêt réels ont donc exercé une incidence significative sur la dynamique des investissements dans ces pays. D'autres études présentent des résultats analogues<sup>(1)</sup>. Pour autant que ces facteurs contribuent encore à comprimer les investissements, d'éventuelles mesures des autorités publiques pourraient s'avérer pertinentes. Néanmoins, l'évolution récente du ratio d'investissement des entreprises reste en partie inexpliquée en Italie, en Finlande, au Portugal et en Grèce.

### **3. Tendances séculaires en matière d'investissement**

L'analyse qui précède s'est concentrée sur des facteurs pouvant contribuer à expliquer l'évolution des investissements à court terme. De surcroît, au cours des dernières décennies, une série d'évolutions structurelles survenues au sein de l'économie (mondiale)

sont susceptibles d'avoir engendré des tendances plus séculaires en matière d'investissement. On peut à cet égard évoquer la transition vers une société de services, la mondialisation et la délocalisation des activités vers les pays émergents qui l'accompagne, la durée de vie économique plus courte des biens d'investissement, ainsi que les évolutions démographiques. Cette partie s'intéresse à ces évolutions et à l'incidence de celles-ci sur les investissements.

#### ***La transition vers une société de services***

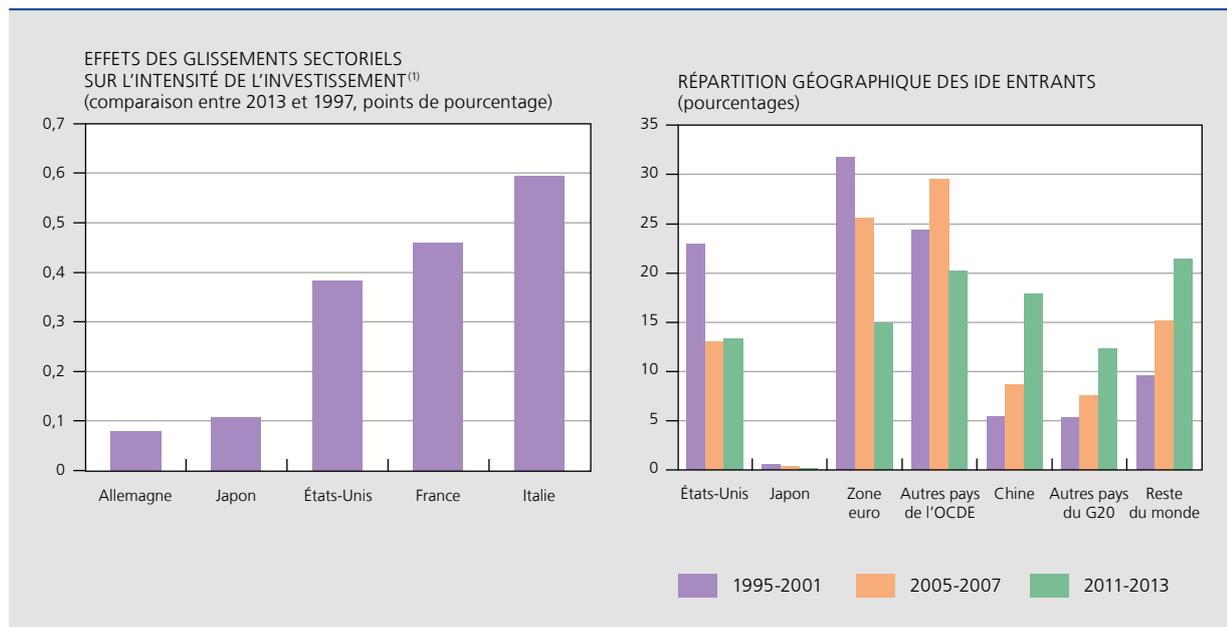
Un repli du ratio d'investissement est parfois mis en relation avec la contraction relative du secteur industriel au profit du secteur en expansion des services, moins intensif en capital. Il est souvent compliqué de vérifier cette hypothèse, dans la mesure où les données concernant le stock de capital ventilé par branche d'activité ne sont disponibles que pour une poignée de pays. L'Allemagne, par exemple, pour laquelle de telles données existent, n'a pas vraiment enregistré d'importants glissements entre les grandes catégories de secteurs ces 20 dernières années. La part des services dans la valeur ajoutée totale ne s'est pas accrue au détriment de l'industrie manufacturière. En outre, les variations d'intensité en capital selon les secteurs demeurent en moyenne limitées, tandis que la part des entreprises d'utilité publique et du secteur de l'énergie, soit des branches d'activité industrielles à forte intensité en capital, ont encore légèrement progressé dans l'économie totale.

Dans son analyse, l'OCDE<sup>(2)</sup> utilise le concept apparenté d'« intensité de l'investissement », qui rapporte les investissements à la valeur ajoutée par branche d'activité. L'organisation constate en effet que l'intensité de l'investissement du secteur des services d'un groupe de pays est substantiellement inférieure à celle des branches d'activité industrielles, en ce compris l'industrie extractive, l'énergie, ainsi que les entreprises d'intérêt public. Par ailleurs, la part dans la valeur ajoutée totale de ces services, moins intenses en investissement, a augmenté dans une série de pays de l'OCDE. C'était toutefois insuffisant pour exercer des effets négatifs notables : la comparaison pour 2013 entre l'intensité de l'investissement réelle et l'estimation fondée sur une composition sectorielle inchangée par rapport à 1997 montre que les effets, bien qu'ils aient été modérés, représentent néanmoins 0,5 point de pourcentage environ dans les cas de l'Italie et de la France.

(1) Cf., entre autres, Barkbu *et al.* (2015).

(2) Cf. OCDE (2015).

**GRAPHIQUE 7 TENDANCES SÉCULAIRES**



Source : OCDE.

(1) Investissements nominaux par rapport à la valeur ajoutée brute nominale.

**Mondialisation, chaînes de valeur mondiales et délocalisation**

Les flux d'investissements mondiaux ont radicalement changé au cours du temps. On suppose souvent qu'une part des investissements nationaux se sont déplacés des économies avancées vers d'autres parties du monde en raison du développement de chaînes de production mondiales (global value chains) et de la délocalisation d'unités de production. La recherche empirique n'a toutefois pas permis d'établir si les investissements à l'étranger remplacent les investissements nationaux (substitution) ou s'ils les complètent (complémentarité).

Le sujet est complexe et, jusqu'à présent, les conclusions relatives à l'incidence sur les économies avancées demeurent encore incertaines, notamment parce que les statistiques dans ce domaine compliquent le travail empirique. Les flux des investissements directs étrangers (IDE) constituent un critère couramment utilisé mais, outre l'acquisition de biens d'équipement, ils englobent aussi les flux financiers, comme les fusions et acquisitions. On recourt également à des données portant sur les investissements d'entreprises multinationales (filiales comprises), mais celles-ci ne sont disponibles que pour un petit nombre de pays.

Une première indication des modifications de ces flux provient des IDE entrants. Il en ressort que la part des pays de l'OCDE s'est fortement contractée ces deux dernières décennies, notamment dans la zone euro dans le sillage de la crise, au profit des économies émergentes, et principalement de la Chine. Ce phénomène pourrait provenir d'un effet baissier sur les investissements nationaux dans les pays avancés. Parallèlement, l'OCDE constate que les investissements de filiales étrangères d'entreprises multinationales se sont inscrits en hausse par rapport au PIB dans de nombreux pays de l'OCDE en période d'après-crise, y compris dans la zone euro.

Si les données concernant les investissements par des filiales étrangères d'entreprises multinationales américaines et japonaises peuvent servir d'indicateur, il apparaît que les investissements sortants des économies émergentes se sont intensifiés au fil des ans. De tels investissements représentent une part croissante des investissements totaux des groupes. On suppose que la délocalisation des activités par des entreprises multinationales plutôt intégrées horizontalement, c'est-à-dire que plusieurs sièges fournissent des produits identiques, entraînera des effets de substitution et, partant, exercera une incidence négative sur l'activité économique du pays d'origine. Toutefois, s'il s'agit d'entreprises multinationales dites verticales qui, dans le contexte de chaînes

de valeur mondiales, ont pour objectif de scinder le processus de production au travers de leurs investissements à l'étranger, des activités complémentaires peuvent se développer dans le pays d'origine, par exemple la fourniture d'intrants intermédiaires. On investit donc relativement davantage à l'étranger, mais cela n'implique pas automatiquement un recul du niveau absolu des investissements dans le pays d'origine. Dès lors, il s'avère a priori difficile d'en déterminer l'effet total. Les résultats des études empiriques au niveau national sont mitigés : si on constate dans certains cas des effets positifs sur l'économie intérieure nord-américaine, ceux-ci seraient négatifs pour l'Allemagne<sup>(1)</sup>.

### **Un amortissement plus rapide des biens d'investissement**

L'OCDE souligne en outre que les taux d'amortissement moyens ont augmenté en raison du raccourcissement de la durée de vie économique d'une part croissante des investissements, comme les TIC et les investissements incorporels. Les investissements devraient donc même être supérieurs aux niveaux historiques de référence pour éviter un repli des investissements nets et du stock de capital net.

### **Tendances démographiques**

Compte tenu des perspectives démographiques, on peut s'attendre à ce que le vieillissement de la population exerce à l'avenir une incidence négative sur l'offre de travail en Europe. Dans certains pays, comme en Allemagne, ce processus est déjà en marche. Le potentiel de croissance, de même que la nécessité d'investir, s'en trouveraient amoindris (cf. ci-après). Néanmoins, on peut aussi arguer que le capital et le travail ne sont jamais tout à fait complémentaires, de sorte qu'on peut davantage miser sur des modes de production intensifs en capital et sur des investissements. De plus, pour compenser les effets démographiques sur la croissance, il faudra dans un premier temps s'engager à relever le taux d'activité, notamment en allongeant les carrières et – afin de mieux utiliser le potentiel de la population

active – en réduisant le chômage structurel, qui a progressé dans une série de pays après la crise en raison des effets d'hystérèse. Une attention particulière est également accordée à la diminution du chômage des jeunes. Le chômage dans les premiers stades de la vie professionnelle est en effet responsable d'un vieillissement rapide du capital humain ou de son sous-développement, entraînant une perte du potentiel productif.

### **Interaction entre croissance et investissements**

L'interaction entre la croissance économique et les investissements est très vive. D'une part, en période de croissance plus forte, davantage d'investissements sont nécessaires pour maintenir le niveau du stock de capital, et donc de l'intensité en capital de la croissance. D'autre part, un ratio d'investissement au plus bas durant une période prolongée est préjudiciable à la croissance potentielle. Les investissements aboutissent, directement, à la constitution de stock de capital et, indirectement, aux progrès technologiques qui en découlent<sup>(2)</sup>. À long terme, la croissance et les investissements atteignent un niveau dit « d'équilibre » (*steady state*). Un grand nombre d'économies avancées semblent aux prises avec une conjoncture défavorable, où une croissance atone et un faible ratio d'investissement paraissent s'équilibrer<sup>(3)</sup>. Il se pose dès lors la question de savoir dans quelle mesure les investissements peuvent constituer un levier afin de rompre cet équilibre « négatif ». Certains observateurs<sup>(4)</sup> pensent cependant que la croissance potentielle, en particulier dans la zone euro, suit une tendance baissière qui s'expliquerait par la conjonction d'une croissance plus lente de la productivité et des évolutions démographiques. Il en résulterait un ratio d'équilibre durablement plus faible entre les investissements et le PIB. Investir plus ne permettrait de stimuler la demande que temporairement et n'aboutirait qu'à une surcapacité ; une rentabilité trop basse aurait quant à elle pour conséquence de devoir à nouveau restreindre les investissements par la suite. Ceux-ci ne peuvent en effet constituer un levier destiné à rompre avec l'impasse actuelle de croissance médiocre et d'investissements en berne qu'à condition qu'il s'agisse d'investissements très ciblés, suffisamment productifs et rentables. Il faut miser sur des investissements favorables à la croissance, entre autres en recourant à de nouvelles technologies. On y retrouve en tête de liste les investissements en R&D et dans les TIC.

(1) Cf. Braunerhjelm *et al.* (2004) ; Herzer (2008) ; Herzer et Schrooten (2008).

(2) Ainsi, selon les estimations de la CE (Buti, 2014), un recul de 5 points de pourcentage du ratio d'investissement pourrait à terme entraîner un recul de la croissance potentielle de l'ordre de 0,5 %.

(3) À ce sujet, l'OCDE (Lewis *et al.* (2014) ont calculé l'écart entre le niveau des investissements actuel et un niveau de référence correspondant à l'estimation d'une situation d'équilibre du ratio investissement/PIB étant donné un rythme d'amortissement, un ratio capital/output constant et un taux de croissance de l'économie. L'OCDE adopte en outre des prévisions à long terme pour la croissance du PIB dans lesquelles on suppose un retour aux taux de croissance potentielle antérieurs à la crise pour les pays membres de l'OCDE, les États-Unis et la zone euro. On constate que les niveaux d'investissement actuels sont nettement inférieurs à ces niveaux de référence, le déficit s'élevant à plus de 2,5 points de pourcentage du PIB dans un tiers des pays.

(4) Cf. Gros (2014).

## 4. Initiatives politiques

Bien que le PIB demeure un déterminant important de l'évolution cyclique des investissements, la deuxième partie a démontré que la faiblesse de la dynamique d'investissement s'explique également, depuis 2012, par une série d'autres facteurs, parmi lesquels l'incertitude, le désendettement, des taux bancaires divergents et les contraintes de financement des PME. L'incertitude est typiquement un facteur tributaire de multiples circonstances et qui, souvent, découle d'événements survenus au niveau mondial et sur lesquels les décideurs européens n'ont pas de prise. Il faut en tout cas éviter que leur propre politique ne devienne elle-même une source d'incertitude. Un autre facteur, à savoir le processus de désendettement, poursuit lentement son chemin et doit suivre son cours. La problématique est telle que la politique conserve pourtant un rôle prédominant. Vu la multiplicité des facteurs inhibiteurs, un vaste ensemble de mesures politiques s'impose pour s'attaquer à la faiblesse de la dynamique d'investissement dans la zone euro.

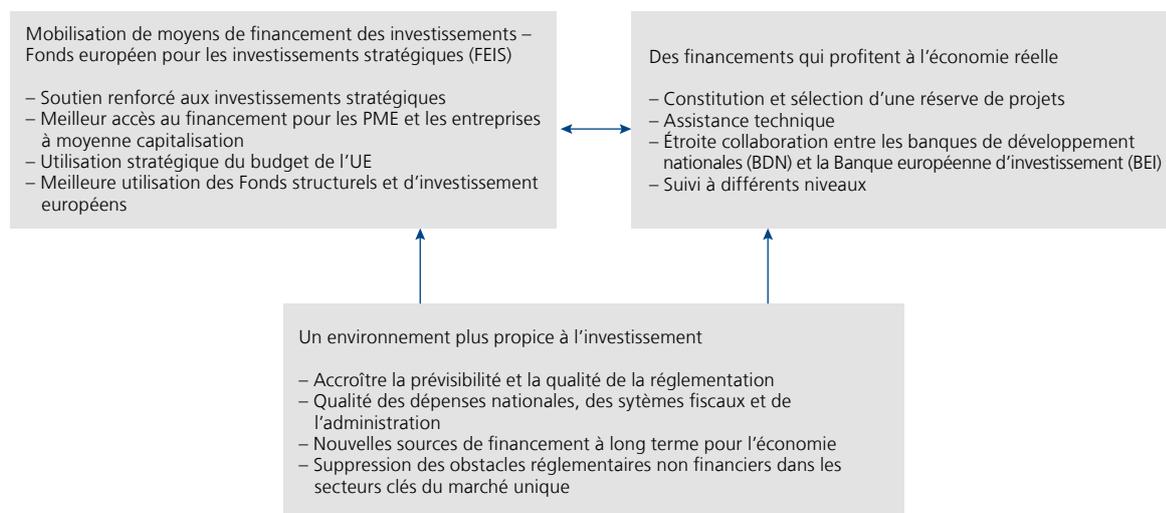
Dans un premier temps, la politique monétaire devra continuer de soutenir le bon fonctionnement des canaux de transmission monétaire (qui font que les taux directeurs se répercutent sur les taux pratiqués par les banques) et, ce faisant, tâchera de réduire encore la fragmentation des taux bancaires. Dans le même temps, la politique monétaire maintiendra les taux réels sous contrôle en stabilisant les anticipations inflationnistes. En ce qui concerne les crédits bancaires, la politique prudentielle a pour mission de

surveiller les bilans bancaires et, partant, de lutter indirectement contre une distorsion de l'offre de crédits dans la zone euro. Les prêts défaillants doivent au besoin faire l'objet d'un amortissement adéquat, tandis que l'assise financière des banques doit être renforcée.

### *Le plan Juncker de soutien aux investissements en Europe*

Les lourdes répercussions de facteurs tels que l'incertitude ou les contraintes de financement des PME sur l'évolution des investissements ont mis en lumière la nécessité de mettre en place des mesures spécifiques pouvant contribuer à éliminer ces handicaps. Il a également fallu prendre une initiative qui puisse servir de catalyseur afin de briser le tandem néfaste formé par une croissance économique léthargique et des investissements en berne. Le plan d'investissement pour l'Europe, présenté au mois de novembre 2014 par le président de la CE Jean-Claude Juncker, semble répondre dans une certaine mesure à ces besoins. L'objectif du plan est en effet précisément de réduire l'incidence de l'incertitude et de rendre le climat général plus propice à l'investissement. Les PME et les entreprises de taille intermédiaire constituent un groupe cible spécifique. Le plan est notamment axé sur des investissements dont le profil de risque est trop élevé pour qu'ils soient financés par le seul secteur privé et dépassant même le profil de risque de référence de la Banque européenne d'investissement (BEI) pour l'octroi

**GRAPHIQUE 8** LES TROIS PILIERS DU PLAN JUNCKER POUR L'EUROPE



Source : CE.

de ses crédits. Dans ce contexte toujours, la CE a également lancé le projet d'union des marchés de capitaux (UMC), qui vise, entre autres, à faciliter le financement des PME. Ci-dessous seront passés en revue les principales caractéristiques du plan ainsi que ses premiers résultats tangibles, un an après son lancement. Enfin, sera abordé le projet d'union des marchés de capitaux.

### Structure et fonctionnement du plan d'investissement pour l'Europe

Le plan d'investissement pour l'Europe se fonde sur trois piliers qui se renforcent mutuellement.

### Mobilisation de financement supplémentaire pour les investissements

Le premier pilier consiste à mobiliser des moyens financiers en vue de réaliser des investissements supplémentaires. Le Fonds européen pour les investissements stratégiques (FEIS) a été créé à cette fin en juillet 2015<sup>(1)</sup>. Il a été constitué sous la forme d'un fonds fiduciaire spécial au sein de la BEI. L'idée centrale qui sous-tend la création de ce Fonds est de renforcer la capacité de financement à risque dans l'UE. Le Fonds ne finance lui-même aucun projet, mais il fournit des garanties soutenant le financement de projets par la BEI et le Fonds européen d'investissement (FEI), une

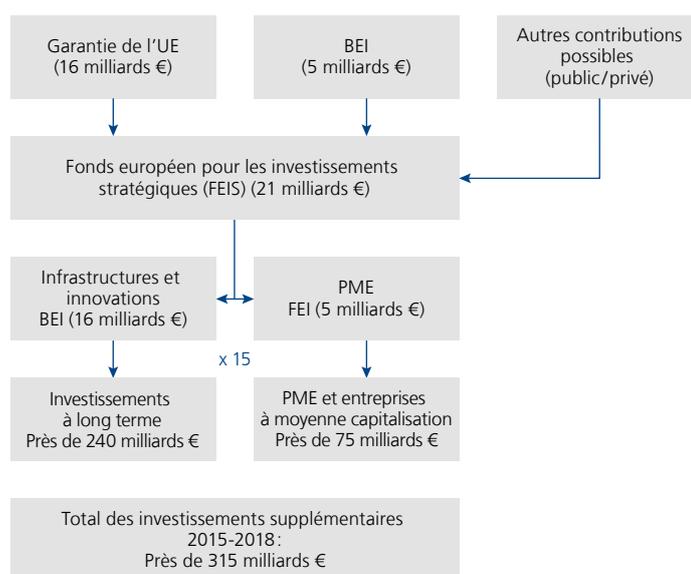
filiale de la BEI. Le plan introduit ici un mécanisme inédit par rapport à ceux existant dans les structures de financements européennes, puisqu'il repose sur une stratégie de mise à disposition de garanties et non sur l'octroi direct de subsides: il peut potentiellement mobiliser des sources de financement existantes, sans alourdir les finances publiques des États membres.

L'objectif est de mobiliser un montant d'au moins 315 milliards d'euros d'investissements – publics et, essentiellement, privés –, qui seront générés au terme d'une période de trois ans (c'est-à-dire jusqu'à la mi-2018). Pour son lancement, une garantie de 16 milliards d'euros a été établie dans le cadre du budget de l'UE, tandis qu'une contribution de 5 milliards d'euros provient de la BEI. Le FEIS démarre de ce fait avec un capital de départ appréciable de 21 milliards d'euros. Ce montant peut être complété par des contributions d'investisseurs privés ou d'États membres, directement ou par l'intermédiaire des banques de développement nationales ou d'établissements similaires. La CE estime que chaque euro de garantie versé par le FEIS peut générer jusqu'à 15 euros d'investissement dans l'économie réelle. Avec 21 milliards d'euros de garanties, ce sont donc potentiellement 315 milliards d'euros d'investissements qui peuvent être libérés<sup>(2)</sup>.

(1) CE (2015a) et CE (2015b).

(2) D'après la CE, l'effet multiplicateur de 1:15 est une moyenne prudente, fondée sur l'expérience des programmes de l'UE et de la BEI.

GRAPHIQUE 9 STRUCTURE DU FONDS EUROPÉEN POUR LES INVESTISSEMENTS STRATÉGIQUES (FEIS)



Sources: CE, BEI.

Ce Fonds vient appuyer les initiatives existantes visant à soutenir les investissements, tels les fonds structurels et d'investissement européens, ainsi que le financement courant de projets par la BEI. Le FEIS s'attache à soutenir des projets à haute valeur économique et sociétale. Les 315 milliards d'euros d'investissements supplémentaires estimés seront scindés en deux volets. Une première part serait ainsi allouée au soutien à la prise de risque pour les investissements à long terme, comme les investissements stratégiques d'intérêt européen dans les infrastructures, à savoir les travaux liés aux réseaux pour la communication à haut débit et l'énergie, aux infrastructures de transport, à l'enseignement, aux activités de recherche et d'innovation, ainsi qu'à l'énergie renouvelable et à la performance énergétique. Les trois quarts des moyens (soit 240 milliards d'euros) y seront consacrés, tandis que le reste (75 milliards d'euros) sera réservé en vue d'étendre l'accès au financement des risques pour les PME (occupant jusqu'à 250 travailleurs) et les entreprises à moyenne capitalisation (employant jusqu'à 3 000 travailleurs) en Europe. Il sera fait appel au FEI pour la mise en œuvre opérationnelle de cette seconde mission.

Enfin, il convient de préciser que les 315 milliards d'euros relèvent d'investissements « supplémentaires » par rapport à ceux qui existent déjà. Les critères d'éligibilité des projets permettent d'assurer que les fonds sont bel et bien alloués à des projets nouveaux, plus risqués et qui ciblent les secteurs et les entreprises visés par le plan. Le principe d'« additionnalité » constitue ici un élément central : son respect garantit que le soutien apporté par le FEIS remédie aux situations sous-optimales dans lesquelles de tels projets n'auraient pas pu voir le jour.

### ***Initiatives visant à ce que les moyens d'investissement supplémentaires bénéficient à l'économie réelle***

Le deuxième pilier du plan d'investissement consiste en des initiatives ciblées qui doivent garantir que les moyens supplémentaires dégagés par le FEIS en matière d'investissements répondent aux besoins de l'économie réelle, c'est-à-dire que des projets viables présentant une valeur ajoutée claire pour l'économie européenne trouvent un financement.

Concrètement, il s'agit tout d'abord de constituer au sein de la BEI une plate-forme européenne de conseil en investissement (European Investment Advisory Hub), afin de pouvoir, à tous les niveaux de développement des projets, offrir une expertise et une assistance technique. Un guichet central recueille toutes les questions relatives à l'assistance technique que se posent les opérateurs des projets, les investisseurs et les pouvoirs publics. La plate-forme de conseil

émettra des lignes directrices sur la manière de parvenir à l'avis le plus adapté pour un projet déterminé.

Par ailleurs, le portail européen de projets d'investissement, opérationnel depuis juin 2016, accompagnera les investisseurs dans leur quête de projets potentiellement viables. Géré par la CE, ce portail comprend une liste de projets qui soutiennent les objectifs européens et dont le démarrage devrait s'opérer dans les trois ans à venir, avec ou sans financement du FEIS.

### ***Mesures destinées à créer un environnement propice à l'investissement***

Le troisième pilier vise à améliorer la prévisibilité du cadre réglementaire, à lever les obstacles à l'investissement et à renforcer le marché unique en créant des conditions-cadres optimales pour l'investissement.

Que ce soit à l'échelon national ou européen, le cadre réglementaire doit être simple, clair, prévisible et stable afin de stimuler les investissements à plus long terme. L'objectif n'est pas de déréglementer le secteur, mais bien d'y mettre en œuvre une meilleure réglementation, de manière à lever les obstacles à la croissance, à réduire les coûts autant que possible et à garantir le caractère durable des investissements sur les plans sociétal et environnemental.

Une autre mesure importante relève des nouvelles sources de financement à long terme des investissements, qui constituent des avancées notables, et plus particulièrement les progrès vers une union des marchés de capitaux (UMC). À terme, cette union contribuera à une plus grande diversification des pistes de financement, dans la mesure où le financement bancaire sera complété par des marchés de capitaux approfondis et où il constituera un volet important du plan d'investissement à moyen et à long termes (cf. ci-après pour plus de détails).

Enfin, il est important de lever les obstacles aux investissements au sein du marché unique. Cela concerne plus précisément des réformes dans les domaines suivants : les secteurs de l'énergie et du transport, les systèmes et infrastructures de transport, le marché du numérique, les marchés de biens et de services, la recherche et l'innovation, ainsi que les flux d'investissements en provenance de l'étranger.

### ***Première évaluation du plan***

Selon les chiffres de juillet 2016, 20,4 milliards d'euros de financements ont été approuvés au titre de projets du FEIS ; ils correspondent à 289 opérations. Le volet lié à la

BEI (projets d'innovation et d'infrastructure) représente la part la plus importante de ce montant, soit 13,6 milliards d'euros, contre 6,8 milliards pour celui lié au FEI (PME et entreprises de taille moyenne). Au total, ces opérations devraient, à leur terme, générer 115,7 milliards d'euros d'investissements. Ces premiers résultats semblent globalement en ligne avec les objectifs fixés, le total des investissements attendus équivalant à environ un tiers du montant qu'il est prévu d'atteindre au terme des trois années. Le volet du FEI dédié aux PME s'arroge à lui seul 26 % de l'ensemble des projets approuvés des financements du FEIS après un an, tandis que les projets d'investissements du volet de la BEI concernent essentiellement les secteurs de la recherche, du développement et de l'innovation (25 %), d'une part, et de l'énergie (23 %), d'autre part.

Ces résultats doivent toutefois être nuancés. Dans une étude, Claes et Alvaro (2016a) ont tenté d'évaluer le respect du critère d'« additionnalité », c'est-à-dire de déceler si seuls des projets risqués et viables qui n'auraient pu être menés à bien au travers d'autres structures de financement déjà existantes ont bel et bien été sélectionnés. Ils ont ainsi estimé qu'il existait de nombreuses similarités entre les nouveaux projets du FEIS et ceux habituellement menés par la BEI en dehors du plan. L'étude a néanmoins aussi constaté que les projets du FEIS présentaient un niveau de risque relativement plus élevé, ce qui est conforme aux objectifs du plan.

### Investissements publics

Les initiatives politiques doivent avant tout viser à mobiliser les investissements des entreprises. Les investissements publics font toutefois aussi partie de la problématique car des années de restrictions budgétaires ont laissé des traces<sup>(1)</sup>. En réduisant leurs investissements, les États membres ont choisi la solution de facilité pour respecter leurs obligations budgétaires. Parmi les projets d'investissements visés par le plan Juncker figurent aussi des investissements publics générateurs de productivité, à savoir des placements dans des infrastructures économiques et sociales comme l'énergie ou la recherche scientifique et l'innovation. Étant donné que les pouvoirs publics peuvent se constituer investisseurs dans les projets du FEIS, il a été décidé que la CE adopterait une attitude plus souple vis-à-vis de la prise en compte de tels apports en capitaux dans le cadre de la surveillance budgétaire au titre du pacte de stabilité et de croissance<sup>(2)</sup>.

S'agissant de tout autre investissement public en dehors du plan, la clause dite d'« investissement », intégrée dans les nouvelles orientations de la CE du pacte de stabilité

et de croissance, autorise les États membres engageant des dépenses en investissements publics dans le volet préventif à s'écarter temporairement de leur objectif à moyen terme ou de la trajectoire d'ajustement budgétaire qui doit permettre d'y parvenir. Néanmoins, comme l'ont soulevé Melyn *et al.* (2016), cette clause ne s'applique que sous des conditions très strictes, que seul un nombre limité de pays remplissent. Il pourrait à ce titre être envisagé de revoir sérieusement la manière dont les investissements publics sont pris en compte dans les règles du pacte de stabilité et de croissance, afin que ces dépenses bénéficient d'un traitement plus favorable.

### Prochaines étapes

La CE a annoncé la prolongation du FEIS au-delà des trois années initialement prévues<sup>(3)</sup> et présentera à cette fin des propositions législatives à l'automne de 2016. Le fonctionnement actuel du FEIS devrait également être consolidé : l'application du principe d'« additionnalité » sera plus stricte et le volet PME renforcé. À l'avenir, la force de frappe du FEIS pourra être décuplée si elle est combinée à d'autres fonds européens, tels les fonds structurels et d'investissement européens. Enfin, un marché pour les projets verts et durables sera développé grâce à l'introduction d'« obligations vertes »<sup>(4)</sup> dans la gamme des instruments financiers du FEIS.

### Le projet de création d'une union des marchés de capitaux

Le projet d'UMC lancé par la CE va dans le sens du troisième pilier du plan Juncker. L'UMC vise à lever les obstacles à l'intégration et au développement d'un véritable marché de capitaux européen et, ce faisant, à réduire davantage la fragmentation transfrontalière qui touche encore les marchés financiers européens. Les entreprises trouveraient ainsi des sources de financement alternatives, ce qui diminuerait leur dépendance vis-à-vis du crédit bancaire. Les PME seraient les premières bénéficiaires de l'entrée en vigueur de l'UMC, qui leur permettrait de se financer également sur les marchés de capitaux, éventuellement dans un État autre que celui de son appartenance<sup>(5)</sup>. Le plan d'action de 2015 définit les mesures

(1) Cf. Melyn *et al.* (2016) pour une analyse détaillée des investissements publics.

(2) De telles contributions financières nationales des pouvoirs publics ne seront pas comptabilisées dans la définition de l'effort budgétaire fourni au titre du volet préventif ou correctif du pacte de stabilité et de croissance. En effet, elles sont considérées comme des mesures ponctuelles exceptionnelles. Cf. Melyn *et al.* (2016).

(3) Cf. CE (2015d).

(4) Les obligations vertes représentent tous types d'instruments obligataires qui s'appliquent exclusivement au financement (ou au refinancement) de projets verts, destinés à favoriser l'avancement des activités respectueuses de l'environnement.

(5) La mise en place d'une UMC stimulera également le partage du risque transfrontalier au sein de l'UE au travers de flux de capitaux privés, réduisant ainsi la nécessité de recourir à des mécanismes publics de partage du risque.

prioritaires à la mise en place de l'UMC d'ici à 2019<sup>(1)</sup>. Si certaines d'entre elles ont déjà donné lieu à des actions concrètes, la plupart sont toujours en cours de réalisation :

– *Accroître les sources de financement aux entreprises et aux PME et rendre l'accès aux marchés boursiers plus aisé.* Durant la phase de lancement des activités, de nouveaux types de financement peuvent être plus largement mobilisés afin de compléter le crédit bancaire (plates-formes de prêts, crédits entre pairs et financements participatifs). Comme, lors des phases ultérieures, le financement constitue souvent une étape difficile de l'extension des activités, la levée de fonds propres (capital-risque) doit être facilitée. La CE a ainsi institué deux nouveaux types de fonds de placement collectifs<sup>(2)</sup>, de même qu'elle a lancé une consultation publique sur leurs règlements au début de 2016.

Le marché de la titrisation peut être davantage développé et intervenir en tant qu'instrument de diversification des risques et de renforcement de la capacité de prêt des banques. Les nouvelles propositions législatives de la CE, adoptées par le Conseil ECOFIN du 8 décembre 2015<sup>(3)</sup>, définissent certaines opérations de base (elles doivent être simples, transparentes et standardisées) et renvoient les exigences prudentielles des investissements des banques dans de tels produits.

Enfin, la CE a proposé en novembre 2015 de revoir l'actuelle directive Prospectus afin d'en accroître l'efficacité et d'alléger la charge qui en découle pour les entreprises plus petites<sup>(4)</sup>. Le prospectus est un document détaillé comportant des renseignements sur l'entreprise émettrice et présentant les conditions et facteurs de risque de l'offre. Il est crucial que ce « passeport » d'accès aux marchés des capitaux pour les entreprises en quête de financement n'entrave pas inutilement ces mêmes marchés.

– *Favoriser les investissements à long terme.* Un nouveau cadre instituant les fonds européens d'investissement à long terme (FEILT), adopté en avril 2015, vise à attirer les placements d'investisseurs privés et institutionnels (entreprises d'assurance-vie, fonds de pension et fonds d'investissement) dans des projets à long terme tels que les infrastructures<sup>(5)</sup>. De plus, les investisseurs de détail (dont les ménages) disposent d'importantes économies sous la forme de comptes bancaires, et ils participent peu aux marchés de capitaux. Afin de mieux mobiliser leur épargne, souvent constituée en vue de leur retraite, par l'intermédiaire des marchés de capitaux, la CE étudiera à la fin de 2016 l'établissement d'un cadre stratégique pour un marché européen de produits d'épargne-retraite individuels.

– *Faciliter l'investissement transfrontalier en levant les obstacles persistants dus aux différents régimes fiscaux et droits nationaux, notamment ceux liés aux régimes d'insolvabilité.* Afin de réaliser une convergence des procédures nationales, la CE proposera d'ici à la fin de 2016 une initiative législative sur l'insolvabilité des entreprises (y compris la restructuration préventive et l'apurement des dettes des entrepreneurs en faillite – *Insolvency frameworks*), et ce en tirant parti de l'expérience de la « recommandation sur l'insolvabilité » de 2014, des régimes nationaux qui fonctionnent bien, ainsi que des résultats de sa consultation publique clôturée en juin 2016.

## Conclusion

Depuis la crise financière, les investissements dans la zone euro s'inscrivent dans une dynamique atone : leur niveau se situe toujours en deçà de la moyenne à long terme et la reprise reste poussive. Cette conjoncture est également exceptionnelle sur les plans international et historique, c'est-à-dire par rapport aux sorties de crise précédentes. Il est possible que cette faiblesse se révèle persistante, en partie parce qu'elle constitue une correction par rapport à des investissements auparavant excessifs, notamment dans l'immobilier privé, mais les investissements des entreprises tardent eux aussi à se redresser de façon marquée.

Partant du modèle d'accélérateur, cet article démontre que, bien que le PIB demeure un déterminant important de l'évolution cyclique des investissements, la morosité de la dynamique des investissements depuis 2012 s'explique également par une série d'autres facteurs, en particulier en Italie, en Espagne et dans les pays ayant mis en place un programme d'ajustement. L'incertitude s'avère jouer un rôle non négligeable, de même que les restrictions au financement constituent elles aussi un frein aux projets d'investissement. Les PME, tout spécialement, peinent visiblement à satisfaire leurs besoins de financement ; plus que les grandes entreprises, elles doivent en effet recourir au secteur bancaire, dont la situation dans certains pays reste précaire. L'asthénie des investissements est en outre partiellement attribuable au processus, toujours en cours, de désendettement des sociétés non financières et à la fragmentation des marchés financiers, qui a conduit à une évolution divergente

(1) Le plan d'action a depuis lors fait l'objet d'un premier rapport de suivi en avril 2016 (cf. EC (2016a)).

(2) Fonds européens de capital-risque et fonds d'entrepreneuriat social européens.

(3) Les propositions étaient encore en cours de discussion au Parlement européen à l'été de 2016.

(4) Le Conseil devrait se prononcer sur une approche générale à son égard au cours de l'été de 2016.

(5) La CE a ainsi adapté la législation « Solvabilité II » en février et en mai 2016, permettant aux assureurs d'investir plus facilement dans les projets d'infrastructure et dans les projets à long terme du FEILT.

des taux d'intérêt que les banques de différents pays appliquent à leurs clients.

Au-delà de ces facteurs pouvant expliquer l'évolution des investissements à court terme, un certain nombre de changements structurels susceptibles d'imprimer des tendances d'investissement plus séculaires se sont produits ces dernières décennies. La thématique est toutefois complexe, et les recherches actuelles ne permettent à ce jour pas de tirer des conclusions précises quant à l'incidence de la société des services ou de la mondialisation sur les investissements dans les économies avancées. Selon certains, les tendances démographiques, notamment le vieillissement de la population, réduiraient également les besoins d'investissement, mais on peut tout aussi bien arguer que les moyens de production à forte intensité en capital doivent précisément être renforcés afin de compenser les effets négatifs de ces tendances sur la croissance.

La zone euro paraissait empêtrée dans un mauvais scénario mêlant croissance économique atone et investissements en berne. Un catalyseur était nécessaire pour retourner cette situation défavorable. Le plan d'investissement pour l'Europe, présenté en novembre 2014 par le

président de la CE Jean-Claude Juncker, entend répondre à cet état de choses. Son objectif est en effet d'accroître la capacité de financement en mettant en place un fonds d'investissement et de susciter un climat général plus propice à ces derniers. Les PME et les entreprises de taille intermédiaire sont spécifiquement ciblées. Le plan vise plus particulièrement les investissements dont le profil de risque est trop élevé pour qu'ils soient financés par le seul secteur privé. Depuis son lancement, le fonds a consacré environ un tiers de ses moyens à différents projets d'investissement. Dans le même cadre, le projet de lancement d'une union des marchés de capitaux initié par la CE doit à terme mener à la création d'un marché européen de capitaux entièrement intégré qui devrait entre autres faciliter le financement des PME. Si des actions concrètes ont déjà été prises, il reste encore beaucoup à faire.

Les investissements ne forment pas seulement une composante de la demande, ils déterminent également le potentiel de croissance futur. Les responsables politiques doivent dès lors leur accorder toute l'attention qu'ils méritent. De nouvelles initiatives politiques auront toujours un rôle à jouer dans divers domaines pour remédier aux obstacles qui jonchent encore la voie vers une revigoration de la dynamique des investissements.

## Bibliographie

- Baker S., N. Bloom et S. Davis (2013), *Measuring economic policy uncertainty*, Chicago Booth Research Paper, 13-02.
- Barkbu B., P. Berkmen, P. Lukyantsau, S. Saksonovs et H. Schoelermann (2015), *Investment in the Euro Area: Why Has It Been Weak?*, IMF Working Paper 15/32.
- Braunerhjelm P., T. Oxelheim et P. Thulin (2004), «The Relationship between Domestic and Outward Foreign Direct Investment: The Role of Industry-Specific Effects», *International Business Review*, Vol. 14(6), 677-694.
- Bricongne J-M., M. Demertzis, P. Pontuch et A. Turrini (2016), *Macroeconomic relevance of insolvency frameworks in a high-debt context: an EU perspective*, European Economy Discussion Paper 32, June.
- Buti M. (2014), *Lacklustre investment in the Eurozone: The policy response*, VOX CEPR, 22 December.
- Carruth A., A. Dickerson et A. Henley (2000), «What do we know about investment under uncertainty?», *Journal of Economic Surveys*, 14(2), 119-153.
- CE (2015a), *Règlement (UE) 2015/1017 du Parlement européen et du Conseil du 25 juin 2015 sur le Fonds européen pour les investissements stratégiques, la plateforme européenne de conseil en investissement et le portail européen de projets d'investissement et modifiant les règlements (UE) n° 1291/2013 et (UE) n° 1316/2013 – le Fonds européen pour les investissements stratégiques*, Journal officiel de l'Union européenne, 1<sup>er</sup> juillet.
- CE (2015b), *Le plan d'investissement pour l'Europe*, Fiche d'information, 20 juillet.
- CE (2015c), *Un plan d'action pour la mise en place d'une union des marchés de capitaux*, Communication de la Commission au Parlement européen, au Conseil, à la Banque centrale européenne, au Comité économique et social, au Comité des régions et à la Banque européenne d'investissement, 30 septembre.
- CE (2015d), *Plan d'action pour la mise en place d'une union des marchés de capitaux*, Fiche d'information, 30 septembre.
- CE (2016a), *Plan d'investissement pour l'Europe: un an après la création du Fonds européen pour les investissements stratégiques (EFSI)*, Fiche d'information, 1<sup>er</sup> juin.
- CE (2016b), *Le Plan d'investissement pour l'Europe – état des lieux*, 29 juin.
- Claes G. et L. Alvaro (2016a), *Assessing the Juncker Plan after one year*, Bruegel blog post, 17 May (<http://bruegel.org/2016/05/assessing-the-juncker-plan-after-one-year/>)
- Claes G. et L. Alvaro (2016b), *The Juncker plan needs to be turned on its head*, Bruegel blog post, 8 June (<http://bruegel.org/2016/06/the-juncker-plan-needs-to-be-turned-on-its-head/>)
- Dixit A.K. et R.S. Pindyck (1994), *Investment under uncertainty*, Princeton University Press, Princeton, New Jersey.
- EC (2013), *European Economic Forecast – Autumn 2013*, European Economy 2, November.
- EC (2014), *Private sector deleveraging where do we stand?*, Quarterly Report on the euro area, vol. 12(3), October.
- EC (2016a), *Capital Markets Union: First Status Report*, Commission staff working document, 25 April.
- EC (2016b), *European Economic Forecast – Spring 2016*, Institutional paper 025, May.
- Gros D. (2014), *Investment as the key to recovery in the euro area?*, CEPS Policy Brief n° 326, 18 November.

FMI (2014), *Points de vue sur les taux d'intérêt réels mondiaux*, Perspectives de l'économie mondiale, chapitre 3, avril.

FMI (2015), *L'investissement privé: où est le hic?*, Perspectives de l'économie mondiale, chapitre 4, avril.

Herzer D. (2008), «The Causal Relationship between Domestic and Outward Investment: Evidence For Italy», *Applied Financial Economics Letters*, Vol. 4, 307-310.

Herzer D. et M. Schrooten (2008), «Outward FDI and Domestic Investment in Two Industrialised Countries», *Economics Letters*, Vol. 99, 139-143.

IMF (2014), *Staff report for the 2014 Article IV on euro area policies*, 25 June.

Lewis C., N. Pain, J. Stráský et F. Menkyna (2014), *Investment gaps after the crisis*, OECD Economics department working papers, N° 1168, 14 October.

Melyn W., R. Schoonackers, P. Stinghamber et L. Van Meensel (2016), «Faut-il relancer les investissements publics?», BNB, *Revue économique*, septembre, 111-128.

OCDE (2015), «Stimuler l'investissement pour une croissance plus forte et durable», *Perspectives économiques de l'OCDE*, volume 2015/1, chapitre 3, juin.

# Faut-il stimuler les investissements publics ?

W. Melyn  
R. Schoonackers  
P. Stinglhamber  
L. Van Meensel

## Introduction

Rapportés au PIB, les investissements des administrations publiques en Belgique ont diminué de moitié depuis le début des années 70. La Belgique figure aujourd'hui parmi les pays d'Europe dont les pouvoirs publics investissent le moins, alors que les dépenses publiques courantes demeurent comparativement élevées. Certains autres pays de la zone euro présentent également un faible niveau d'investissements publics, conséquence parfois de fortes restrictions budgétaires induites par la crise financière et économique. Pourtant, ces investissements exercent une influence bénéfique sur le potentiel de croissance à long terme de l'économie. Ils mériteraient à ce titre d'être davantage stimulés, sans bien entendu remettre en question l'assainissement des finances publiques nécessaire pour en garantir la soutenabilité.

Cet article est structuré en trois parties. La première s'attache à analyser les composantes des investissements publics, à retracer leur évolution ainsi qu'à comparer les situations belge et européenne. La deuxième partie aborde l'incidence macroéconomique des investissements publics et expose les nombreux arguments en faveur de la stimulation de ces investissements. La troisième partie est consacrée aux différentes pistes qui pourraient soutenir la hausse, souhaitable dans les circonstances actuelles, des investissements publics. Suivent quelques conclusions.

## 1. Composition et évolution des investissements publics

### 1.1 Les investissements publics en Belgique

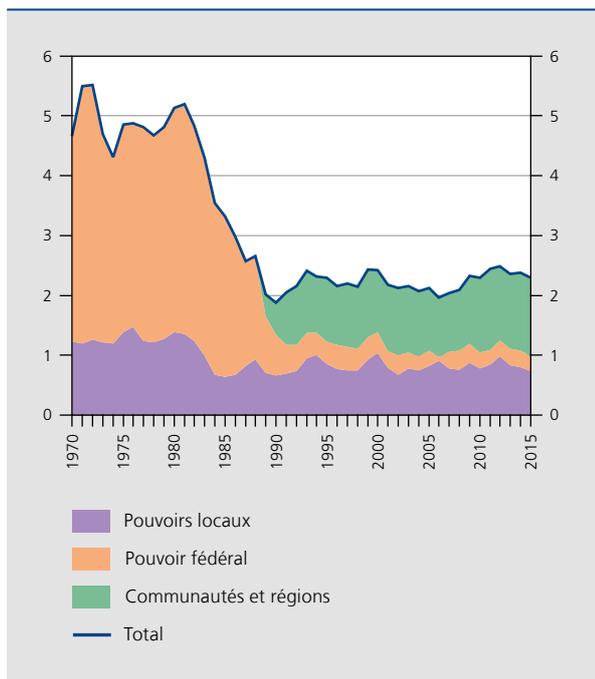
#### 1.1.1 Définition

Les investissements publics sont définis comme étant la formation brute de capital fixe par les administrations publiques. Celle-ci correspond aux acquisitions moins les cessions d'actifs fixes, réalisées par le pouvoir fédéral, la sécurité sociale, les communautés et régions ou les pouvoirs locaux. Les actifs fixes peuvent être des bâtiments, ouvrages de génie civil, du matériel de transport, des infrastructures informatiques ou de télécommunication, des dispositifs d'armement, des dépenses de recherche et développement, etc. En Belgique, les dépenses d'investissement de l'ensemble des administrations publiques se sont élevées à 9,4 milliards d'euros en 2015, soit 2,3 % du PIB.

Dans une acception plus large, les investissements publics pourraient inclure les subventions à l'investissement versés par les pouvoirs publics à de nombreuses entités du secteur non-marchand (hôpitaux, maisons de repos, etc.) qui remplissent une mission d'intérêt général. Ces dernières n'entrent en effet pas dans le périmètre du secteur des administrations publiques au sens strict tel que défini dans la comptabilité nationale. Toutefois, elles bénéficient bien souvent de transferts du secteur des administrations publiques pour financer leurs investissements. Au-delà

**GRAPHIQUE 1** ÉVOLUTION DES INVESTISSEMENTS PUBLICS EN BELGIQUE

(investissements publics par sous-secteur<sup>(1)</sup>, pourcentages du PIB)



Sources : ICN, BNB.

(1) Dans les comptes nationaux, les communautés et les régions n'ont été considérées comme un sous-secteur à part entière qu'à partir de 1989. Par ailleurs, dans le graphique, toutes les données antérieures à 1995, pour lesquelles l'ICN ne publie pas de statistiques selon la méthodologie du SEC 2010, ont été rétropolées sur la base des taux de croissance des séries issues des comptes selon le SEC 1995.

des investissements publics stricto sensu, on obtient alors une image des investissements publics au sens large. Ceux-ci auraient représenté 13,8 milliards d'euros au total en 2015, soit 3,4 % du PIB. Dans la suite de cet article, nous retiendrons toutefois la définition étroite des investissements publics, à savoir la formation brute de capital fixe par les administrations publiques.

**1.1.2 Composition**

Plus de la moitié des investissements publics réalisés en Belgique en 2015 l'ont été par les communautés et par les régions. Les pouvoirs locaux s'arrogent environ un tiers des montants investis par les administrations publiques, même si leur part fluctue habituellement selon un « cycle électoral » de six ans correspondant à la durée d'une législature communale. Le pouvoir fédéral, en ce compris la sécurité sociale, dont les investissements sont extrêmement réduits, ne représente plus qu'un dixième des investissements publics en Belgique.

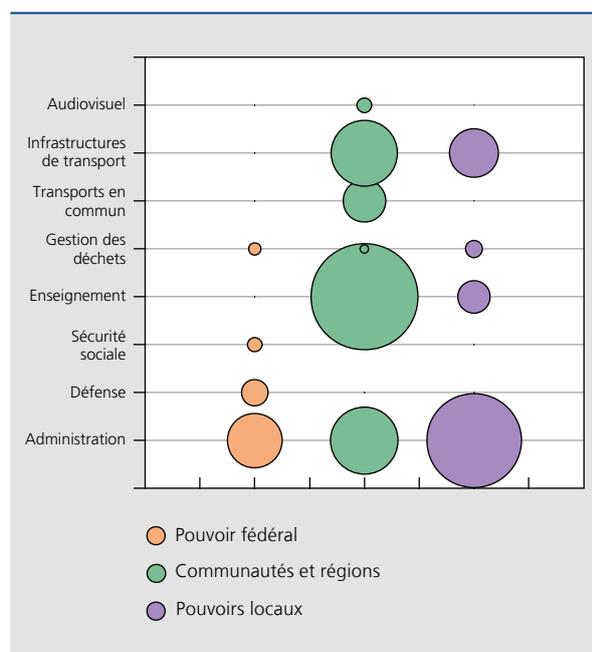
Environ 40 % des investissements publics sont destinés à l'administration au sens large. Pour le reste,

l'affectation des investissements publics dépend logiquement des compétences exercées à chaque niveau de pouvoir. Les investissements dans l'enseignement, qui bénéficient de près d'un tiers des dépenses d'investissement, sont consentis par les communautés et régions et, dans une moindre mesure, par les pouvoirs locaux. Il en va de même pour les infrastructures de transport, qui mobilisent au total près d'un cinquième des investissements publics. Les investissements dans les transports en commun, comptant pour un vingtième du total, se réalisent, quant à eux, exclusivement au niveau régional, compte tenu du fait que la SNCB ne fait pas partie du secteur des administrations publiques au sens des comptes nationaux. Enfin, les investissements dans la défense, représentant 3 % des dépenses d'investissement, sont exclusivement consentis par le pouvoir fédéral.

Les investissements publics peuvent revêtir des formes diverses : bâtiments (achetés ou construits), ouvrages de génie civil (notamment les routes ou les travaux hydrauliques), matériel, biens incorporels. L'affectation des investissements conditionne dans une large mesure leur forme. Ainsi, la prédominance des investissements en faveur de l'administration et de l'enseignement se retrouve dans

**GRAPHIQUE 2** COMPOSITION DES INVESTISSEMENTS PUBLICS : VENTILATION PAR SOUS-SECTEUR ET PAR FONCTION

(parts du total des investissements publics<sup>(1)</sup>, 2015)



Sources : ICN, BNB.

(1) La surface de chaque cercle est proportionnelle à la part dans le total des investissements publics.

**TABLEAU 1** COMPOSITION DES INVESTISSEMENTS PUBLICS: VENTILATION PAR CATÉGORIE  
(millions d'euros, 2015)

	1995	2000	2005	2010	2015
<b>Bâtiments</b> .....	<b>800</b>	<b>1 031</b>	<b>1 466</b>	<b>1 960</b>	<b>2 888</b>
Achats .....	44	67	-1	4	105
Construction .....	755	965	1466	1957	2782
<b>Ouvrages de génie civil</b> .....	<b>2 034</b>	<b>2 655</b>	<b>1 828</b>	<b>1 978</b>	<b>1 960</b>
Routes .....	738	962	956	967	1096
Travaux hydrauliques .....	440	337	374	479	402
Autres .....	857	1 357	498	533	462
<b>Autres biens d'investissements</b> .....	<b>1 629</b>	<b>2 204</b>	<b>3 058</b>	<b>4 202</b>	<b>4 399</b>
Matériel .....	658	981	1 409	1 842	1 808
Biens incorporels .....	971	1 223	1 650	2 360	2 591
<b>Sous-total (hors défense)</b> .....	<b>4 463</b>	<b>5 890</b>	<b>6 351</b>	<b>8 140</b>	<b>9 247</b>
<i>p.m. Investissements en défense</i> .....	393	381	274	258	169
<b>Total</b> .....	<b>4 857</b>	<b>6 271</b>	<b>6 626</b>	<b>8 398</b>	<b>9 416</b>

Sources: ICN, BNB.

l'achat et la construction de bâtiments. Les infrastructures de transport nécessitent pour leur part des investissements non seulement dans les routes (y compris les tunnels et les ponts), mais aussi dans les travaux hydrauliques (ports, canaux, digues, écluses, etc.) et les autres ouvrages de génie civil (réseau de métro, drainage, etc.). Les investissements en matériel bénéficient notamment aux transports en commun ainsi qu'à la défense. Enfin, les investissements en biens incorporels, comprenant les dépenses de recherche et développement, sont majoritairement localisés dans l'enseignement. Notons tout de même le tassement des investissements en ouvrages de génie civil durant la décennie écoulée, alors que les autres formes d'investissements s'inscrivaient en hausse.

### 1.1.3 Évolution

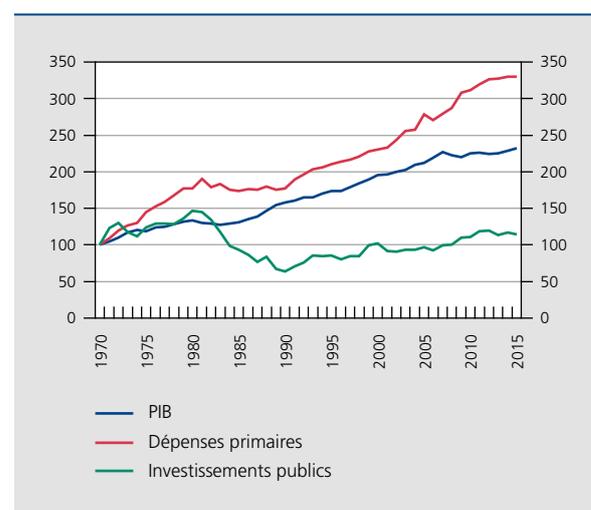
Depuis 1970, les investissements publics et le total des dépenses primaires ont affiché des évolutions divergentes. Les premiers ont enregistré une hausse plus faible que la croissance du PIB, contrairement aux secondes qui ont augmenté plus rapidement que l'activité économique. L'évolution des investissements publics ne dépasse finalement que de peu l'inflation enregistrée durant cette période.

Dès lors, rapportés au PIB, les investissements publics ont diminué de moitié entre 1970 et 2015. Aujourd'hui, ils ne se montent plus qu'à 2,3 % du PIB, alors qu'ils avaient atteint un pic de 5,5 % au début des années 1970.

L'essentiel de ce recul est survenu durant la consolidation budgétaire des années 1980. Les investissements constituent en effet des dépenses qu'il est tentant de supprimer ou de postposer en période d'assainissement, sachant que la maîtrise des dépenses courantes requiert souvent la prise de décisions impopulaires. Toutefois, à la fin des

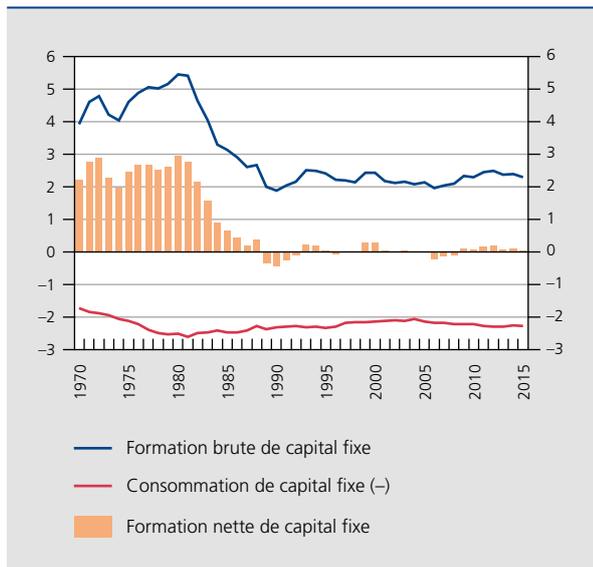
**GRAPHIQUE 3** LES INVESTISSEMENTS PUBLICS BELGES ONT À PEINE AUGMENTÉ EN TERMES RÉELS

(indices 1970 = 100, évolutions en volume)



Sources: ICN, BNB.

**GRAPHIQUE 4 LES INVESTISSEMENTS PUBLICS BELGES COMPENSENT À PEINE LA DÉPRÉCIATION**  
(pourcentages du PIB)



Sources : ICN, BNB.

années 1980, les investissements se sont stabilisés, et ils fluctuent depuis lors entre 2 et 2,5 % du PIB.

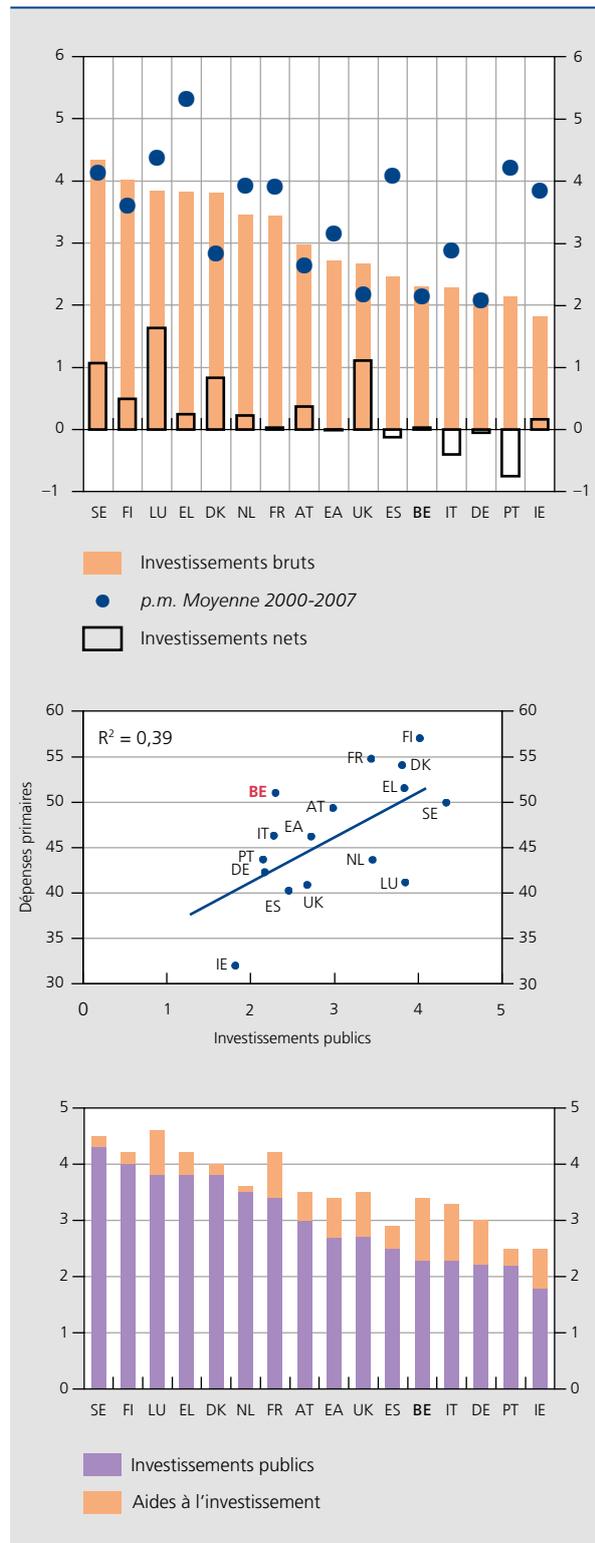
L'évolution des investissements publics rapportés au total des dépenses primaires est encore plus spectaculaire. La proportion des dépenses consacrées aux investissements a quasiment été divisée par trois depuis le début des années 70. Aujourd'hui, les investissements publics représentent moins de 5 % du total des dépenses primaires.

La chute des investissements bruts s'est logiquement répercutée sur les investissements nets. La formation nette de capital fixe (ou investissements nets) se définit comme la différence entre la formation brute de capital fixe (c'est-à-dire les investissements bruts) et la consommation de capital fixe (c'est-à-dire l'amortissement correspondant à la dépréciation du capital fixe par suite d'usure normale et d'obsolescence). Depuis la fin des années quatre-vingt, les nouveaux investissements suffisent à peine à compenser la dépréciation du capital résultant d'investissements passés. Les investissements nets sont de ce fait très réduits, voire négatifs certaines années.

## 1.2 Comparaison internationale

À l'échelle européenne, la crise financière et économique a incité bon nombre de pays en difficulté à

**GRAPHIQUE 5 LES INVESTISSEMENTS PUBLICS EN BELGIQUE SONT PARMIS LES PLUS BAS D'EUROPE**  
(pourcentages du PIB, 2015)



Source : CE.

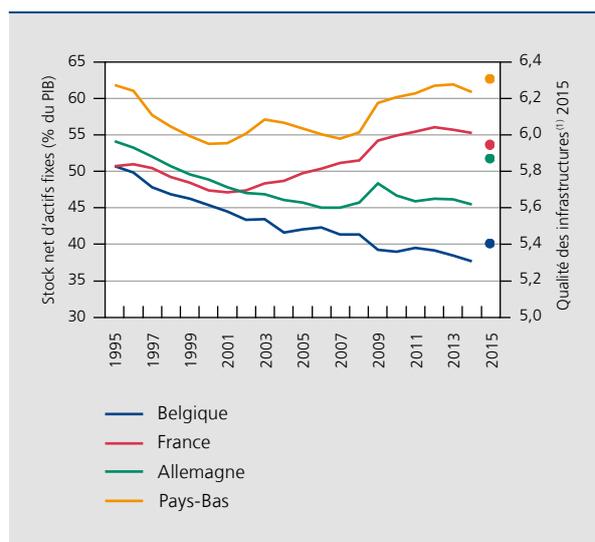
réduire sensiblement le niveau de leurs investissements publics. Cela a été le cas de l'Irlande, du Portugal et des pays méditerranéens. Ces États ont, à l'exception de la Grèce, rejoint la Belgique dans le cercle des pays dont les investissements publics sont actuellement les plus bas. L'Allemagne en fait également partie: comme en Belgique, les investissements publics déjà faibles avant la crise n'y ont guère évolué depuis. À l'opposé, les pays scandinaves affichent des taux d'investissements publics deux fois plus élevés, proches de 4 % du PIB. Aux Pays-Bas et en France également, les investissements publics sont sensiblement plus élevés qu'en Belgique.

Cette comparaison est encore plus frappante si l'on tient compte du total des dépenses publiques. Alors qu'on perçoit au niveau européen un certain degré de corrélation entre le niveau des investissements publics et le total des dépenses primaires, la Belgique se distingue par la combinaison d'investissements faibles et de dépenses élevées. Ainsi, parmi les pays dont les dépenses primaires dépassent 50 % du PIB, la Belgique présente le ratio d'investissements publics le plus bas. En outre, six États d'Europe occidentale parviennent à investir davantage que la Belgique tout en dépensant globalement moins. Quant aux pays restants, ils affichent des taux d'investissement public faibles mais aussi des dépenses primaires nettement inférieures à leur niveau en Belgique.

Considérés dans leur acception plus large, les investissements publics de la Belgique se rapprochent toutefois de la moyenne européenne. En d'autres termes, la somme des investissements directs et des aides à l'investissement déboursées par les administrations publiques est plus proche de ce qui se pratique ailleurs en Europe.

En cumulant dans le temps les investissements nets, on obtient le stock de capital (ou stock net d'actifs fixes) des administrations publiques. Rapporté au PIB, celui-ci affiche en Belgique un déclin quasiment ininterrompu depuis 1995. En Allemagne, le niveau du stock a suivi une évolution similaire jusqu'en 2005, mais il s'est depuis lors stabilisé. En revanche, les Pays-Bas ont retrouvé leur niveau de capital de 1995 et la France est parvenue à augmenter son stock de capital public durant la même période. Or, le niveau du stock d'actifs fixes d'un pays se reflète dans l'appréciation de la qualité de ses infrastructures. Le score en matière de qualité des infrastructures, compilé par le World Economic Forum sur la base d'un sondage, fournit un classement des pays qui correspond plutôt bien à la hiérarchie définie par le niveau du stock de capital. La Belgique se classe ainsi derrière ses principaux voisins, non seulement pour ses infrastructures considérées globalement mais aussi pour ses réseaux routiers, ferroviaires et ses infrastructures aéroportuaires. Seules les infrastructures portuaires sont mieux évaluées, positionnant la Belgique derrière les Pays-Bas mais devant l'Allemagne et la France dans ce domaine.

**GRAPHIQUE 6** LE STOCK NET D'ACTIFS FIXES DU SECTEUR PUBLIC, REFLÉTANT LA QUALITÉ DES INFRASTRUCTURES, EST RELATIVEMENT BAS EN BELGIQUE



Sources: CE, World Economic Forum

(1) La qualité des infrastructures (par exemple de transport, de téléphonie, d'énergie) est évaluée par les répondants sur une échelle allant de 1 (extrêmement sous-développées/parmi les pires du monde) à 7 (étendues et efficaces/parmi les meilleures du monde).

Ces évolutions divergentes de celles observées chez nos voisins laissent croire qu'il est non seulement possible mais aussi opportun de renforcer les investissements publics en Belgique. Dans la section suivante, les raisons qui justifient la promotion de ces investissements seront exposées.

## 2. L'incidence macroéconomique des investissements publics

Les investissements publics ont un effet positif sur l'activité économique et sur le potentiel de production d'une économie. Leur incidence peut être évaluée en mesurant l'élasticité de la production au stock de capital public, soit la somme de tous les investissements publics réalisés au fil du temps et des amortissements qui s'y rapportent. De nombreuses études empiriques tentent de quantifier cette élasticité de la production pour différents pays et périodes. Bom et Ligthart (2015) offrent un aperçu intéressant de ces études et soulignent qu'elles aboutissent à des résultats très divergents. Ils parviennent grâce à une méta-analyse à expliquer une grande part de ces

variations et concluent que l'élasticité de la production au stock de capital public atteint en moyenne environ 0,08 à court terme et environ 0,12 à long terme. Ceci signifie qu'une augmentation de 1 % du stock de capital public devrait entraîner un accroissement de 0,12 % du PIB à long terme.

L'effet des investissements publics se transmet par divers canaux, qui peuvent fortement varier selon la période considérée et la nature des investissements. Dans ce chapitre, nous présenterons tout d'abord ces canaux de transmission. Nous analyserons ensuite l'incidence d'un accroissement des investissements publics à la lumière des multiplicateurs d'investissement, qui indiquent dans quelle mesure un essor des investissements publics influe sur l'activité économique. Nous présenterons également les divers facteurs dont dépend la force des multiplicateurs.

### 2.1 Les canaux de transmission d'un essor des investissements

À court terme, une augmentation des investissements publics induit un effet positif sur la demande, entraînant un accroissement direct du PIB. Ces investissements sont avant tout des dépenses publiques, l'une des composantes du PIB vu sous l'angle des dépenses. Ils actionnent l'appareil de production, génèrent ainsi de la valeur ajoutée et aboutissent à la formation de revenus.

À long terme, les investissements publics agissent sur le volet « offre » de l'économie en faisant progresser la productivité globale de l'économie. C'est cette externalité positive qui fait des investissements publics un instrument de politique économique très efficace pour obtenir une croissance économique durable à long terme. L'effet réel à long terme des investissements publics dépend beaucoup de la nature des investissements. Plus précisément, la capacité de production d'une économie est principalement stimulée par des investissements dans la recherche et le développement, l'enseignement et les infrastructures. Les investissements en R&D ont un effet à la fois direct, via leur incidence immédiate sur la productivité et l'innovation dans un pays, et indirect, en augmentant la capacité d'absorption par le pays de technologies existant ailleurs dans le monde. Le niveau général d'instruction du pays, lui-même largement influencé par les investissements dans l'enseignement, a également un effet positif sur cette capacité d'absorption. Enfin, un rôle important est dévolu aux investissements dans les infrastructures. Ils contribuent de manière significative au processus de production et soutiennent la productivité des facteurs de production privés que sont le travail

et le capital. Des investissements dans des réseaux de transport reliant efficacement producteurs et consommateurs, dans des services publics qui facilitent l'approvisionnement en énergie et accroissent l'indépendance énergétique, et dans des réseaux de communication qui facilitent l'échange et la diffusion d'informations et de connaissances augmentent la capacité de production et produisent des effets d'agglomération. Les entreprises s'établiront en effet là où de tels investissements dans les infrastructures auront été réalisés. Ceci entraînera une concentration de l'activité économique en des endroits tels que les ports et les sites industriels modernes, aboutissant à des économies d'échelle substantielles. Des investissements ciblés dans les infrastructures favorisent de plus les investissements privés, ce qui consolide l'effet à long terme des investissements publics.

### 2.2 Les multiplicateurs d'investissement à court et long terme

Une multitude de modèles économétriques et d'études empiriques confirment que les multiplicateurs d'investissement sont positifs, et ceci aussi bien à court qu'à long terme. L'effet exact des multiplicateurs dépend cependant de divers facteurs tels que la période considérée, la nature des investissements, le mode de financement et les réactions de politique monétaire.

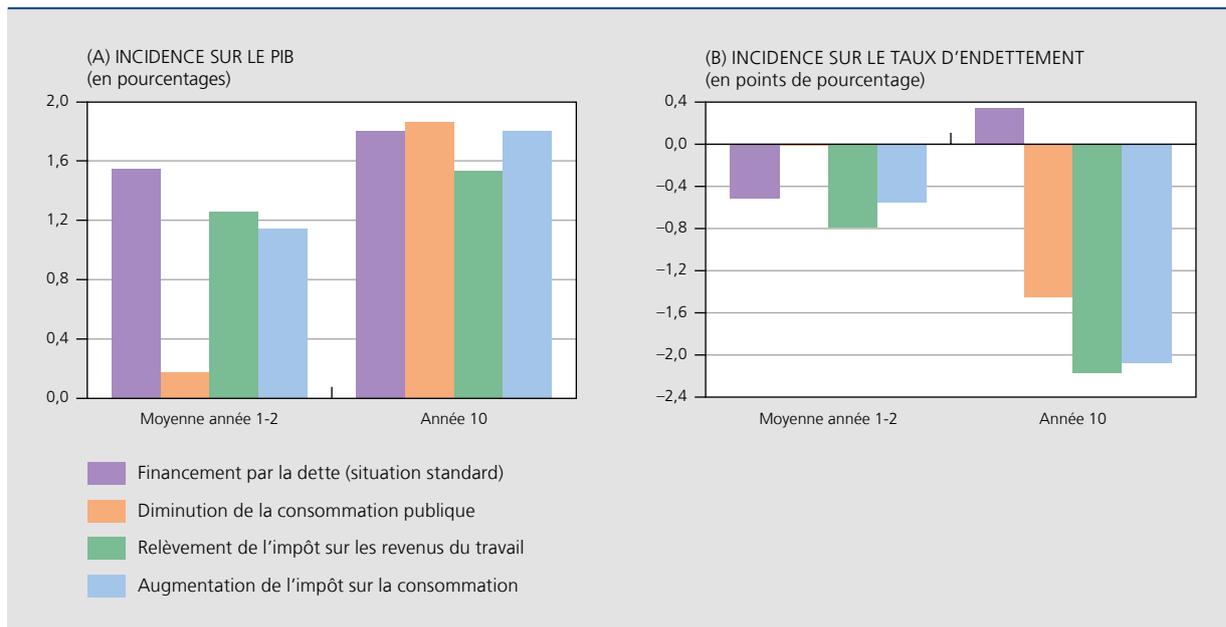
Pour mettre en lumière l'importance des facteurs qui déterminent l'ampleur de l'effet des multiplicateurs, nous présentons ci-dessous le résultat de simulations réalisées par le SECB sur la base du modèle EAGLE<sup>(1)</sup>. Le modèle a été calibré pour quatre pays (groupes), à savoir l'Allemagne, les États-Unis, le reste de la zone euro et le reste du monde. À partir de ce modèle, le SECB étudie les effets d'une augmentation temporaire des investissements publics de 1 % du PIB initial, et cela sur cinq ans; à l'issue de cette période, les investissements, exprimés par rapport au PIB, reviennent ensuite progressivement à leur niveau de départ. L'essor des investissements est situé en Allemagne dans le modèle, mais les résultats obtenus sur son incidence sur le PIB et le ratio d'endettement sont également représentatifs pour d'autres grands pays de la zone euro.

Dans une situation standard, les investissements publics supplémentaires sont financés par une augmentation de la dette publique. Cela suppose que les pouvoirs publics peuvent emprunter à un taux sans risque. L'incidence des éventuelles primes de risque élevées découlant d'une

(1) Le modèle Euro Area and Global Economy (EAGLE-model), dont une version de base est détaillée dans Gomes *et al.* (2010), est un modèle microfondé d'équilibre général avec une solide base théorique qui permet de saisir les effets transfrontaliers induits par des mesures politiques.

## GRAPHIQUE 7 LES MULTIPLICATEURS D'INVESTISSEMENT VARIENT EN FONCTION DU MODE DE FINANCEMENT

(écart par rapport à la même situation sans incitants pour stimuler l'investissement<sup>(1)</sup>)



élévation de la dette publique et éventuellement de l'accès restreint aux marchés financiers pour des pays qui n'ont que peu ou pas de marge de manœuvre budgétaire n'est pas étudiée dans le présent article. L'on avance ensuite l'hypothèse selon laquelle la réaction de politique monétaire de la BCE a été complètement anticipée et que pendant les deux premières années suivant l'incitation à l'essor des investissements, celle-ci n'a pas pris de tour restrictif. Dans la situation standard, l'augmentation des investissements publics induit des effets haussiers sur le PIB, et ce dès les deux premières années suivant l'impulsion en matière d'investissements. À long terme, le PIB poursuit sa progression, pour s'établir à un niveau près de 2 % plus élevé qu'en l'absence d'incitant à l'investissement. Bien que le financement s'opère en contractant de nouveaux emprunts publics, le ratio d'endettement diminue à court terme en raison de l'évolution favorable du PIB. L'augmentation du PIB permet également d'endiguer la progression du taux d'endettement à long terme.

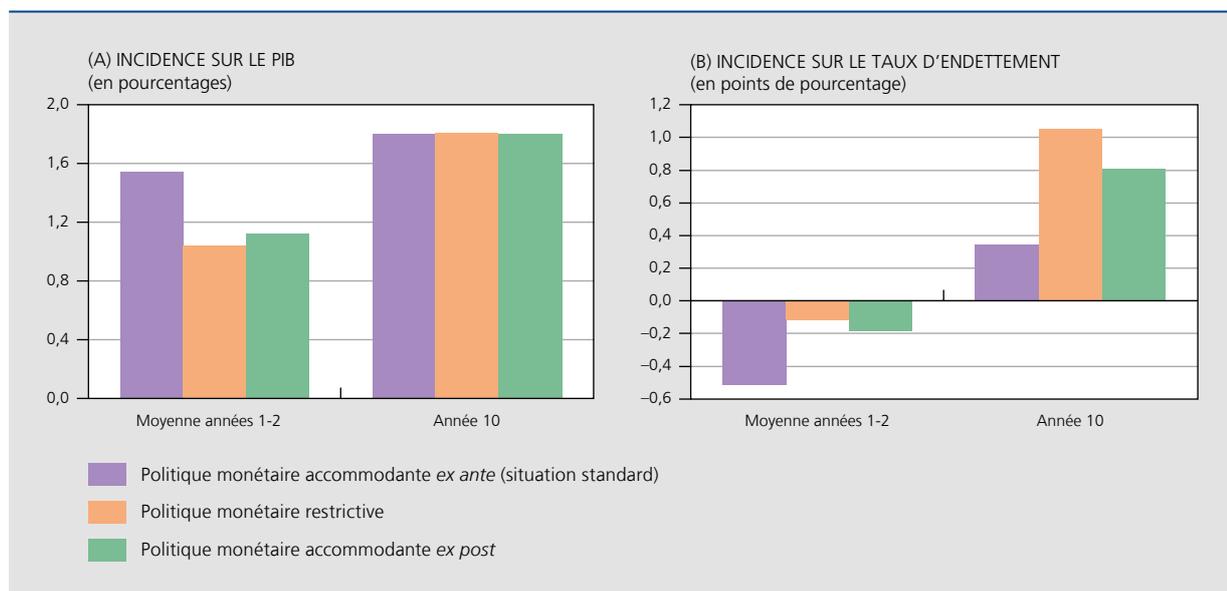
Le mode de financement des investissements publics supplémentaires revêt un intérêt capital pour l'importance des multiplicateurs de l'investissement. Si l'augmentation des investissements est financée par une majoration de l'impôt sur les revenus du travail ou des taxes à la consommation, les effets haussiers à court terme sur le PIB seraient moins importants que dans le cas d'un essor des investissements financé par un accroissement de la

dette publique. Lorsque le financement s'opère par une contraction de la consommation publique, l'incidence à court terme disparaît presque totalement, parce que cette contraction neutralise presque entièrement les effets positifs d'une progression de l'investissement sur la demande. À long terme, il s'avère que le mode de financement exerce une bien moindre incidence sur le PIB : les multiplicateurs de l'investissement présentent presque le même ordre de grandeur, quel que soit le mode de financement. L'évolution du taux d'endettement dépend par contre fortement du mode de financement. Si l'impulsion destinée à stimuler l'investissement n'est pas financée par une augmentation de la dette, qu'elle est donc neutre pour le budget, le taux d'endettement imprime une forte contraction, tant à court qu'à long terme.

La réaction de politique monétaire exerce elle aussi une influence considérable sur les conséquences macroéconomiques d'une impulsion de l'investissement. La situation dans laquelle la BCE opérerait pour une politique accommodante entièrement anticipée par les agents économiques a déjà été évoquée dans le cadre de la situation standard (voir supra). Si l'orientation de la politique n'est décidée qu'ex post et n'est donc pas totalement anticipée, ou si la BCE vient à opter pour une politique restrictive, les effets positifs induits par la demande s'avèrent nettement plus mesurés à court terme, ce qui se traduit par des multiplicateurs plus

**GRAPHIQUE 8 LA RÉACTION EN MATIÈRE DE POLITIQUE MONÉTAIRE CONTRIBUE À DÉTERMINER L'IMPORTANCE DES MULTIPLICATEURS D'INVESTISSEMENT**

(écart par rapport à la même situation sans incitants en faveur des investissements<sup>(1)</sup>)



Source : SEBC (simulations au moyen du modèle EAGLE).

(1) Soit une progression des investissements publics de l'ordre de 1 % du PIB pendant cinq ans.

faibles. L'évolution du taux d'endettement est elle aussi bien moins favorable dans ces deux derniers cas.

La mesure dans laquelle un investissement public précis contribue aux capacités de production de l'économie joue également un rôle pour le niveau des multiplicateurs. Dans une situation standard, l'on suppose que tous les investissements publics sont productifs et, par conséquent, que le stock de capital productif s'en trouve augmenté. Si l'efficacité des investissements publics diminue, par exemple parce que seule la moitié des nouveaux investissements accroissent le stock de capital productif, l'incidence à court et à long terme sur le PIB s'en trouve nettement affaiblie, et l'évolution du taux d'endettement suit une trajectoire moins favorable. Dans un scénario extrême, où aucun investissement public n'est productif et où, par conséquent, l'élasticité de la production au capital public est réduite à néant, l'incidence à long terme sur le PIB disparaît tandis que le taux d'endettement accuse une très forte augmentation.

Bom et Ligthart (2015) montrent notamment que l'élasticité moyenne de la production au stock de capital public est relativement élevée quand ils émanent des pouvoirs régionaux ou locaux, ce qui peut indiquer que ces administrations publiques s'orientent davantage vers des investissements dont le potentiel multiplicateur est plus élevé. Les investissements dans les infrastructures dites de base, comme les routes, les

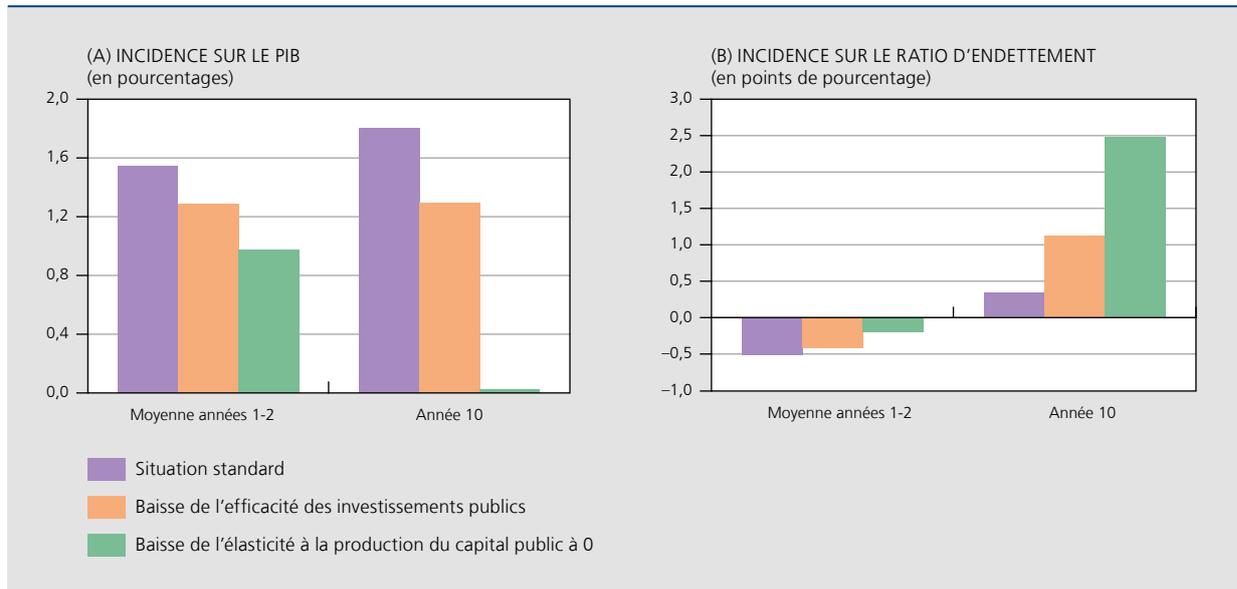
infrastructures portuaires, les chemins de fers et aéroports, exerceraient un effet haussier plus important sur le potentiel de production que d'autres investissements publics, comme ceux dans des bâtiments par exemple<sup>(1)</sup>.

L'incidence positive des investissements publics augmente en effet à mesure que s'améliore l'efficacité des processus sous-tendant les dépenses d'investissement, un gain d'efficacité qui permet de réaliser les meilleurs projets au moindre coût possible. Le Public Investment Management Assessment du FMI (2015) constitue un instrument utile pour réorienter ces processus vers une prise de décision optimale. L'évaluation porte sur le calendrier concret des investissements, s'intéressant plus particulièrement à la coordination entre les différents niveaux de pouvoir, sur la sélection du bon projet pour un investissement basée sur des critères transparents et une vision à long terme, ainsi que sur la mise en œuvre des projets sélectionnés dans les délais impartis et le budget fixé.

Enfin, une impulsion donnée aux investissements dans un seul pays de la zone euro génère des effets de contagion positifs sur le PIB dans les autres pays de la zone euro. Cette impulsion va en effet entraîner la demande intérieure à la hausse et faire augmenter le rapport de

(1) La plupart des études ne tiennent pas compte des installations et équipements militaires.

**GRAPHIQUE 9 UNE EFFICACITÉ ACCRUE DES INVESTISSEMENTS PUBLICS FAIT AUGMENTER LES MULTIPLICATEURS<sup>(1)</sup>**  
(écart par rapport à la même situation sans impulsion aux investissements<sup>(2)</sup>)

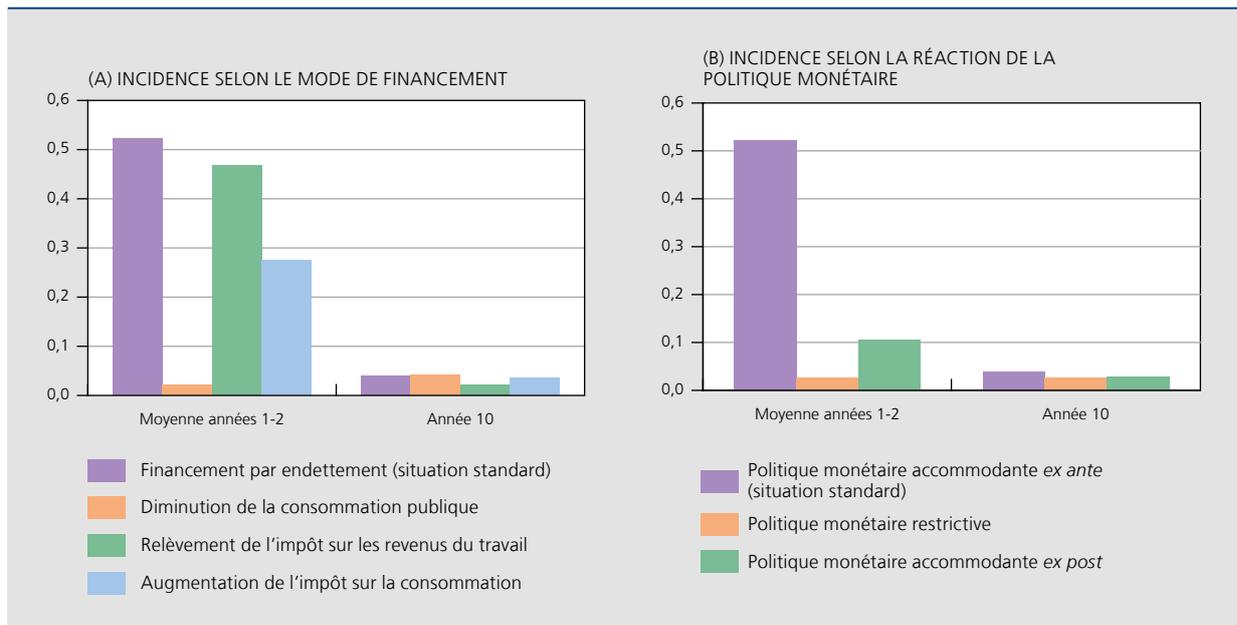


Source: SEBC (simulations au moyen du modèle EAGLE).

(1) Dans la situation standard, l'élasticité de la production au stock de capital public est calibrée sur 0,10. Cette valeur est conforme aux conclusions de Bom et Ligthart (2015).

(2) Il s'agit d'une augmentation des investissements publics de 1 % du PIB pendant cinq ans.

**GRAPHIQUE 10 INCIDENCE D'UNE IMPULSION DONNÉE AUX INVESTISSEMENTS EN ALLEMAGNE SUR LE PIB DU RESTE DE LA ZONE EURO**  
(écart par rapport à la même situation sans impulsion aux investissements<sup>(1)</sup>, pourcentages)

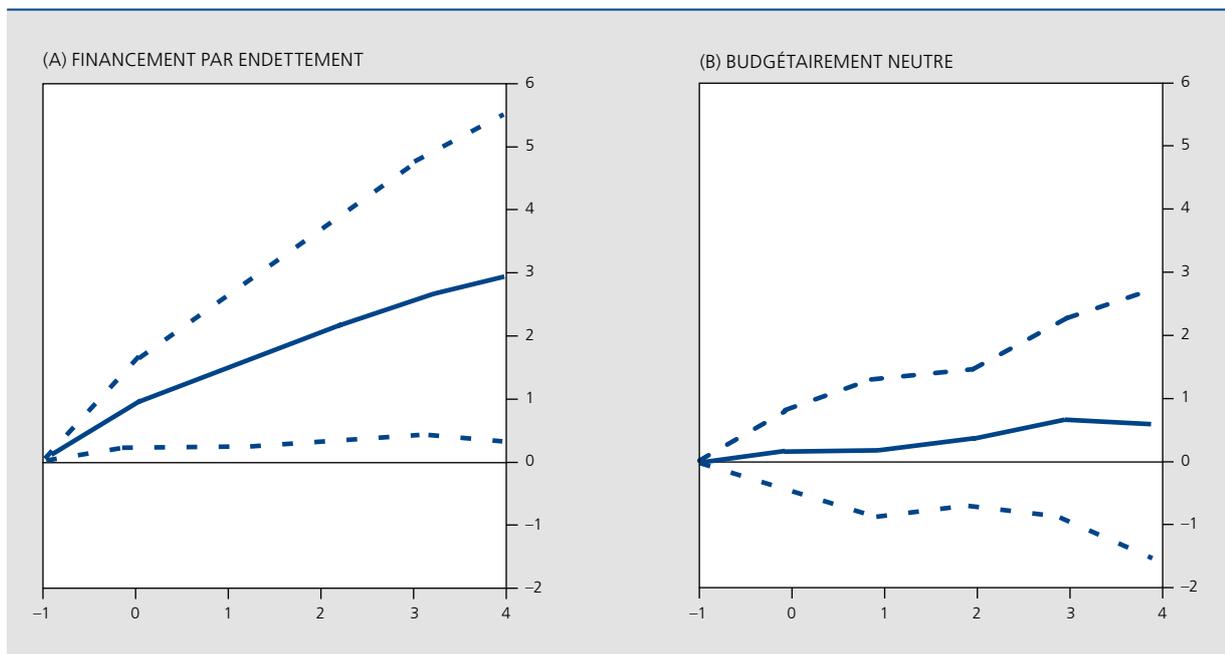


Source: SEBC (simulations au moyen du modèle EAGLE).

(1) Il s'agit d'une augmentation des investissements publics de 1 % du PIB pendant cinq ans.

**GRAPHIQUE 11** INCIDENCE SUR LE PIB D'UNE AUGMENTATION INATTENDUE DES INVESTISSEMENTS PUBLICS À HAUTEUR D'UN POINT DE POURCENTAGE DU PIB<sup>(1)</sup>

(pourcentages)



Source: Abiad *et al.* (2015).

(1) La surface comprise entre les deux lignes pointillées correspond à un intervalle de confiance de 90 %.

prix relatif vis-à-vis de l'étranger, ce qui fera grimper les exportations dans le reste de la zone euro. L'ampleur des effets de contagion est déterminée par le pays où s'est manifesté le choc sur l'investissement, par la réaction de la politique monétaire à ce choc et par le mode de financement. Le graphique 10 illustre l'incidence sur le PIB des autres pays de la zone euro qu'exercerait une impulsion donnée aux investissements en Allemagne. Les effets de contagion positifs se manifestent essentiellement à court terme, diminuent sensiblement lorsque la politique monétaire prend ex post un tour accommodant et disparaissent presque entièrement si la BCE opte pour une politique restrictive en réponse à la poussée inflationniste résultant de la demande accrue.

Des effets comparables à ceux qui ressortent des situations examinées ci-avant se retrouvent également dans plusieurs analyses empiriques, tels les récents travaux d'Abiad *et al.* (2015). Concrètement, les auteurs estiment l'incidence macroéconomique moyenne à court et à moyen termes d'une élévation non anticipée des investissements publics à hauteur d'un point de pourcentage du PIB pendant un an. Cette estimation est effectuée pour un groupe de 17 pays de l'OCDE sur la période comprise entre 1985 et 2013. Pour ce faire, ils calculent la différence entre les investissements publics réellement effectués au cours d'une année

donnée et les prévisions d'analystes en octobre de la même année. Cette erreur de prévision livre une approximation de l'évolution inattendue des investissements publics et permet d'inférer l'incidence causale sur le PIB d'une modification des investissements. Les résultats des estimations illustrent une fois encore l'importance du mode de financement. Quatre ans après une impulsion inopinée d'un point de pourcentage du PIB donnée aux investissements, il apparaît que le niveau de production réel est supérieur de 3 % lorsque l'impulsion a été financée par endettement. L'effet retombe à 0,5 % si les dépenses d'investissement supplémentaires sont compensées et n'influent pas sur le solde budgétaire des administrations publiques. De manière générale, ces constats étayent la conclusion selon laquelle les investissements publics exercent une influence positive sur la capacité de production de l'économie.

### 3. Comment promouvoir les investissements publics ?

Il ressort de la partie 1 que les investissements publics se situent actuellement à un niveau relativement faible en Belgique ainsi que dans nombre d'autres pays européens. Comme il a été montré clairement dans la partie 2, il convient d'encourager ces investissements publics, car leur

faiblesse forme un obstacle à un redressement économique durable et entame surtout le potentiel futur de l'économie.

La promotion des investissements constituait un élément primordial de la stratégie mise en avant par la Commission européenne sous la présidence de Jean-Claude Juncker lors de son investiture, en novembre 2014, pour relancer l'économie européenne et créer plus d'emplois sans alourdir la dette publique. Un coup de fouet coordonné à l'investissement, un engagement renouvelé en faveur des réformes structurelles et la nécessité de continuer à promouvoir la responsabilité budgétaire forment les trois volets prioritaires d'une nouvelle approche intégrée de la politique économique au sein de l'Union européenne. Une action simultanée et coordonnée dans ces trois domaines est considérée comme étant essentielle pour rétablir la confiance, dissiper l'incertitude qui freine les investissements et maximiser les effets de démultiplication induits par l'association de ces trois piliers. Pour mettre en pratique cette nouvelle approche intégrée, la CE a fourni en janvier 2015 des orientations pour utiliser au mieux la flexibilité offerte par les règles existantes du Pacte de stabilité et de croissance afin de renforcer le lien entre réformes structurelles, investissements et responsabilité budgétaire. Avec le Plan d'investissement pour l'Europe, ces orientations constituent les initiatives les plus importantes prises par la CE sous la direction de Jean-Claude Juncker pour promouvoir les investissements.

Dans cette troisième partie, nous décrivons tout d'abord les initiatives récentes prises en Europe pour essayer de promouvoir les investissements. Nous fournissons ensuite un aperçu d'un certain nombre de propositions alternatives visant à promouvoir les investissements.

### 3.1 Les initiatives récentes visant à promouvoir les investissements publics

#### 3.1.1 Le Plan d'investissement pour l'Europe

Le Plan d'investissement pour l'Europe, aussi appelé Plan «Juncker», a été présenté en novembre 2014 par la Commission européenne et est devenu opérationnel à la mi-2015. L'objectif principal du plan est de créer un effet catalyseur pour les investissements en Europe, plus particulièrement ceux qui sont essentiels à long terme pour le potentiel productif de l'économie. Il vise les investissements en général et ne se limite donc pas aux investissements publics.

Le fonctionnement et les résultats que ce plan a donnés jusqu'à présent sont commentés en détail dans l'article de Butzen *et al.* (2016) publié dans la présente Revue économique.

#### 3.1.2 Flexibilité dans le cadre du Pacte de stabilité et de croissance en matière d'investissements

En janvier 2015, la Commission européenne a expliqué comment elle entendait utiliser au mieux la flexibilité offerte par les règles existantes du Pacte de stabilité et de croissance pour encourager l'adoption d'une politique budgétaire favorable à la croissance. Cet objectif est à atteindre par une meilleure prise en compte des circonstances conjoncturelles dans les États membres pour la définition des efforts à fournir dans le cadre du volet préventif, mais aussi en encourageant la mise en place effective de réformes structurelles et en stimulant les investissements.

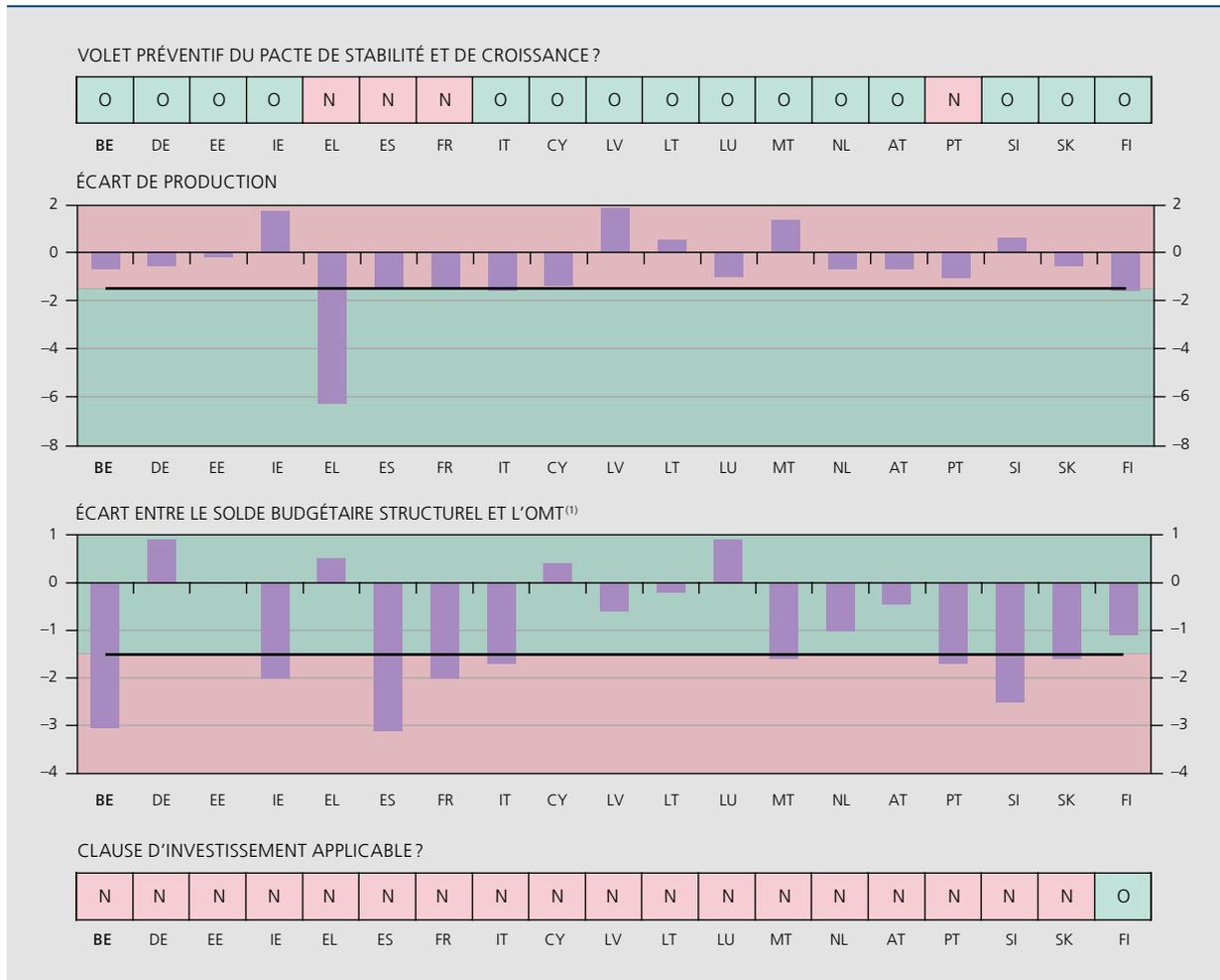
En ce qui concerne les investissements, les États membres relevant du volet préventif du Pacte de stabilité et de croissance peuvent les stimuler en s'écartant temporairement de leur objectif à moyen terme ou de la trajectoire d'ajustement budgétaire qui doit permettre d'y parvenir<sup>(1)</sup>. Il faut toutefois savoir que cette clause dite d'investissement ne peut être appliquée par les États que sous des conditions strictes. Elle ne vaut que pour les États membres dont la croissance du PIB en volume est négative ou dont le PIB demeure fortement en retrait par rapport à son niveau potentiel, induisant un écart de production négatif supérieur à 1,5 % du PIB. De plus, les dépenses nationales consenties à des fins d'investissement ne sont prises en compte que si les projets sont cofinancés soit par l'UE au titre de la politique structurelle et de cohésion, des réseaux transeuropéens et du mécanisme pour l'interconnexion en Europe, soit par le Fonds Européen pour les Investissements Stratégiques (FEIS). Ces mesures doivent aboutir à une augmentation effective des niveaux d'investissement. L'écart ne peut entraîner un dépassement du seuil de 3 % du PIB pour le déficit budgétaire, et il convient de préserver une marge de sécurité. L'écart doit par ailleurs être corrigé durant la période couverte par le programme de stabilité et de convergence de l'État membre, soit dans les quatre ans suivant l'entrée en vigueur de la clause d'investissement. La CE a opérationnalisé ce dernier critère en exigeant que l'écart entre le solde budgétaire structurel et l'objectif à moyen terme n'excède pas 1,5 point de pourcentage du PIB. Ces conditions peuvent être qualifiées de strictes en ce sens que seul un nombre limité de pays y répondent. En 2016, seule la Finlande satisfait à ces conditions.

Par ailleurs, l'on essaie également de stimuler les investissements en faisant preuve de flexibilité en ce qui concerne les contributions financières nationales au FEIS. Celles-ci ne seront pas comptabilisées dans la définition de l'effort budgétaire fourni au titre du volet préventif ou correctif du Pacte

(1) La section 3.2.2 fournit de plus amples explications sur le Pacte de stabilité et de croissance.

**GRAPHIQUE 12 APPLICATION DES CRITÈRES DE LA CLAUSE D'INVESTISSEMENT AUX PAYS DE LA ZONE EURO**

(chiffres pour 2016, en pourcentage du PIB potentiel, sauf mention contraire)



Source : CE.

(1) En points de pourcentage du PIB.

de stabilité et de croissance. En effet, elles sont considérées comme des mesures ponctuelles exceptionnelles, qui n'ont pas d'incidence sur la situation budgétaire sous-jacente. En outre, si le déficit dépasse la valeur de référence, la CE n'ouvrira pas de procédure concernant les déficits excessifs si ce dépassement est dû uniquement aux contributions au FEIS, s'il est limité et s'il est prévu qu'il reste temporaire. La CE ne tiendra pas compte des contributions au FEIS au moment de déterminer si la dette dépasse le seuil de référence.

### 3.2 Propositions alternatives visant à stimuler les investissements publics

En dépit des nouvelles initiatives prises par l'UE au cours de ces dernières années pour stimuler les investissements publics, ceux-ci demeurent à un niveau relativement

faible. L'actuel cadre européen a d'ailleurs fait l'objet de critiques, certains commentateurs ayant prétendu qu'il stimulait trop peu les investissements publics. Des propositions visant à stimuler les investissements ont dès lors été avancées. En gros, elles sont de deux ordres : les adaptations au traitement statistique des investissements et les adaptations aux règles budgétaires.

#### 3.2.1 Règles statistiques

Certains observateurs pointent, dans leurs critiques, les règles statistiques à suivre pour le traitement des investissements publics dans les comptes des administrations publiques, dans le cadre de l'établissement des comptes nationaux. Ces règles sont établies conformément aux directives du système européen des comptes nationaux et régionaux (SEC). À l'heure actuelle, c'est le SEC 2010 qui

est d'application, mais la philosophie du SEC n'a pas changé depuis la première version du SEC en 1970.

Dans la logique du SEC, les investissements sont considérés comme une dépense et ont donc une incidence négative sur le solde de financement. C'est logique, puisque le financement des investissements entraîne une hausse de la dette ou une baisse des actifs financiers. Cette dépense est enregistrée lors du transfert de la propriété économique. C'est ainsi qu'à l'achat d'un bien d'investissement, le montant sera intégralement imputé au moment du transfert. Lors de la construction d'un bien d'investissement, les montants seront imputés en fonction de l'avancement des travaux et de la facturation.

En revanche, au cours de ces dernières années, Eurostat a durci certaines règles et contrôle davantage le respect des règles par les États membres. Le durcissement porte principalement sur la définition du périmètre des administrations publiques, c'est-à-dire des organismes relevant du secteur public, sur différentes formes de financement alternatif des dépenses d'investissement et sur les partenariats public-privé pour faire construire, exploiter et entretenir par des entreprises privées l'équipement destiné à fournir certains services publics. S'agissant de ces accords de coopération, Eurostat avait adopté en 2004 des règles assez souples dans son manuel méthodologique sur le déficit public et la dette publique, mais son application concrète par Eurostat est restée stricte, et, lors du passage au SEC 2010, les règles ont subi un nouveau durcissement. En tout état de cause, les données statistiques doivent refléter la réalité économique. Quant à la classification des investissements à l'intérieur ou à l'extérieur du secteur public, la question ultime consiste à savoir qui peut être considéré comme le propriétaire d'un point de vue économique, et non d'un point de vue juridique. Il serait hautement inopportun d'é luder le respect fidèle des règles statistiques. Il est dès lors essentiel qu'Eurostat veille à établir des règles claires, qui soient appliquées de manière transparente et que tous les États membre de l'UE respectent scrupuleusement.

### 3.2.2 Règles budgétaires du Pacte de stabilité et de croissance

Une part importante des propositions en faveur des investissements publics visent une adaptation du cadre de gouvernance européen en matière de finances publiques. Ce cadre a été établi dans les règles du traité de Maastricht et du Pacte de stabilité et de croissance. Ces règles consistent en un volet préventif, qui vise à prévenir l'apparition de situations budgétaires insoutenables, et en un volet correctif, qui porte sur les mesures de redressement destinées aux États membres en proie à

des déficits publics excessifs ou se trouvant en situation de surendettement<sup>(1)</sup>.

La poursuite de l'objectif à moyen terme constitue la pierre angulaire du volet préventif<sup>(2)</sup>. Il s'agit d'une valeur de référence du solde budgétaire propre à chaque pays, exprimée en termes structurels. Les pays qui n'ont pas encore atteint leur objectif à moyen terme doivent suivre une trajectoire d'ajustement afin de converger vers cet objectif à un rythme adapté. Deux critères d'origine du traité de Maastricht continuent d'occuper une place centrale dans le volet correctif. D'une part, le déficit de financement nominal des administrations publiques ne peut excéder 3 % du PIB, à moins que le déficit se soit réduit considérablement et continuellement pour revenir à un niveau avoisinant la valeur de référence ou que le dépassement soit exceptionnel et de nature temporaire et que le déficit reste proche de la valeur de référence. D'autre part, l'encours de la dette publique ne peut dépasser 60 % du PIB ou doit, si tel est le cas, s'approcher de la valeur de référence à un rythme satisfaisant.

Les propositions d'adaptation du cadre budgétaire européen visent généralement l'instauration de la « règle d'or » classique en matière de financement des finances publiques<sup>(3)</sup>, qui veut que les dépenses courantes soient couvertes par des recettes courantes et qui exclut tout recours à l'emprunt pour ces dépenses. Il en va autrement des dépenses d'investissement, pour lesquelles cette règle autorise un financement par emprunt. L'instauration de cette règle est soutenue par une série d'arguments récurrents. Premièrement, d'un point de vue économique, les investissements publics constituent une source de croissance potentielle à venir et, partant, de futures recettes fiscales. Deuxièmement, d'un point de vue social, il importe de veiller à une égalité intergénérationnelle. En d'autres termes, l'utilité des investissements publics s'étend sur plusieurs années, voire parfois sur plusieurs générations. Autoriser le financement des dépenses d'investissement par la voie d'emprunts permet d'en répartir les coûts dans le temps. Enfin, envisagés sous un angle financier, les emprunts peuvent être considérés comme une propriété susceptible d'être utilisée pour garantir les dettes qui ont été contractées en vue de leur financement.

(1) Melyn W., L. Van Meensel et S. Van Parys (2015).

(2) L'objectif à moyen terme est proposé par les États membres dans leur programme de stabilité ou de convergence et doit respecter une série d'exigences minimales. S'agissant des pays de la zone euro, cet objectif de solde structurel doit s'établir au moins à -0,5 % du PIB, même si, pour les pays dont le taux d'endettement est nettement inférieur à 60 % du PIB et qui présentent des risques limités quant à la soutenabilité de leurs finances publiques à long terme, il peut être égal à -1 % du PIB.

(3) Le pacte budgétaire comporte également une « règle d'or », qui prévoit que la situation budgétaire des administrations publiques doit être en équilibre ou en excédent. La règle est considérée comme étant respectée si le solde budgétaire structurel des administrations publiques est conforme à l'objectif à moyen terme spécifique au pays ou si ce solde suit la trajectoire d'ajustement nécessaire pour atteindre cet objectif.

Qui plus est, un certain nombre d'économistes avancent également un argument cyclique plaçant en faveur de l'instauration de la règle d'or en matière de financement, à savoir que les dépenses d'investissement peuvent servir d'instrument de stabilisation économique. Les investissements publics ne constituent cependant pas un instrument de politique économique anticyclique approprié. En effet, la préparation, la réalisation et la mise en œuvre d'investissements efficaces nécessite en règle générale beaucoup de temps.

La discussion portant sur l'instauration de la règle d'or remonte à loin et a été ravivée ces dernières années dans le contexte de l'éventualité d'une adaptation du Pacte de stabilité et de croissance. La section qui suit commente brièvement quelques-unes de ces propositions émises récemment. Wim Moesen (2016) propose d'autoriser les administrations publiques à présenter des déficits de financement jusqu'à concurrence des dépenses d'investissement brutes, étant entendu qu'il prône une définition étroite des investissements (immobilisations corporelles). Il plaide en faveur de l'instauration de cette règle au motif qu'elle replacerait la discipline budgétaire là où elle est censée être, à savoir dans les opérations courantes. Une autre proposition préconisant l'instauration de la règle d'or a été lancée par le groupe de réflexion Bruegel (Barbiero et Darvas (2014)). Celui-ci propose une règle d'or dite asymétrique qui permettrait, lorsque la conjoncture économique est défavorable, d'augmenter le déficit structurel autorisé d'un montant équivalent aux investissements nets. Dans d'autres circonstances économiques, les règles ordinaires du Pacte de stabilité et de croissance devraient rester d'application. Henri Bogaert (2016) a quant à lui avancé une autre idée intéressante. Il propose d'adapter le calcul de l'objectif à moyen terme (OMT) de sorte à tenir compte non seulement de la croissance de l'activité potentielle, du taux d'endettement et des coûts du vieillissement, mais aussi des investissements publics nets.

Une proposition alternative à l'instauration d'une règle d'or en matière de financement consisterait à substituer les amortissements sur investissements aux dépenses d'investissement brutes dans le calcul du solde de financement. Cette opération reviendrait à un assouplissement du solde de financement des administrations publiques tel que défini actuellement à concurrence des investissements nets. Cette option permettrait de ne pas freiner l'essor des investissements. Cette proposition va dans le même sens que celle qu'Olivier Blanchard et Francesco Giavazzi avaient formulée dans une contribution datant de 2004. À leur estime, cette formule présente notamment l'avantage qu'à terme, pour autant que ce solde budgétaire corrigé reste quasiment en

équilibre, le taux d'endettement tendrait vers le stock de capital public.

La Commission européenne n'a jusqu'ici pas tenu compte, dans les réformes du Pacte de stabilité et de croissance, des propositions visant à inclure sous l'une ou l'autre forme la règle d'or en matière de financement. Les raisons principales que la CE invoque pour justifier ce choix sont la difficulté de définir les catégories de dépenses qui relèveraient de cette règle, le fait que cela pourrait occasionner un dérèglement en matière de dépenses publiques en ce sens que les dépenses d'infrastructure physique seraient privilégiées, et que cela pourrait inciter à faire passer des dépenses courantes comme dépenses en capital. Après les réformes du Pacte de stabilité et de croissance en 2005 et en 2011, il n'y a pour l'heure pas de négociations en cours concernant une nouvelle adaptation des règles du Pacte. Il serait pourtant avisé de mener une sérieuse réflexion sur une adaptation du traitement des investissements publics dans le Pacte de stabilité et de croissance, dans la mesure où la crise économique et financière a montré que l'assainissement des finances publiques avait sévèrement touché les investissements dans un certain nombre de pays. Cette solution apparaît propice à encourager ces investissements dans le contexte actuel d'investissements publics faibles, de demande anémique, d'inflation atone, de croissance potentielle modérée et de taux d'intérêt bas. En particulier, il paraît judicieux de reconsidérer la proposition de prendre en compte les amortissements sur les investissements publics plutôt que les dépenses d'investissement. Il convient de noter toutefois que la responsabilité budgétaire et la soutenabilité des finances publiques à long terme doivent être préservées.

## Conclusion

Les investissements publics exercent un effet très bénéfique sur l'activité économique et sur le potentiel de production d'une économie. Le niveau de ces investissements est faible à l'heure actuelle en Belgique comme dans nombre d'autres pays de la zone euro. Il est dès lors souhaitable de les encourager.

La promotion des investissements publics constituait donc à juste titre l'une des lignes directrices mises en avant par la Commission européenne sous la présidence de Jean-Claude Juncker lors de son investiture. Cette volonté s'est concrétisée par la mise en place du Plan d'investissement pour l'Europe. La clause dite d'investissement élaborée dans le cadre du Pacte de stabilité et de croissance vise également à promouvoir les investissements publics. Cette clause ne peut cependant s'appliquer que sous strictes conditions, auxquelles seul un nombre restreint de pays satisfait.

Les investissements publics demeurent faibles en dépit de ces initiatives. Il convient dès lors de se demander si des mesures complémentaires de promotion des investissements publics peuvent être prises au moyen d'adaptations du traitement statistique des investissements ou des règles budgétaires européennes.

Les règles de base relatives au traitement statistique des investissements selon la méthodologie du SEC 2010 sont claires et il n'est pas souhaitable de les redéfinir. Il importe toutefois qu'Eurostat apporte toutes les clarifications sur l'application concrète de ces règles afin de préciser le traitement comptable des dépenses d'investissement réalisées grâce à des partenariats public-privé ou d'autres formes de financement alternatif.

Quant à l'application des règles budgétaires européennes inscrites dans le Pacte de stabilité et de croissance, il s'agit d'envisager sérieusement de revoir la manière dont les investissements publics sont pris en compte afin que ces dépenses bénéficient d'un traitement plus favorable. Cela pourrait se faire en déterminant le solde budgétaire à prendre en compte sur la base des amortissements sur investissements publics plutôt que sur la base des dépenses d'investissement, ce qui reviendrait à corriger le solde de financement des administrations publiques à concurrence des investissements nets. Cette proposition permettrait de donner aux investissements une impulsion hautement souhaitable dans le contexte actuel d'investissements publics faibles, de demande anémique, d'inflation atone, de croissance potentielle modérée et de taux d'intérêt bas.

## Bibliographie

Abiad, A., Furceri, D. et P. Topalova (2015) *The Macroeconomic Effects of Public Investment: Evidence from Advanced Economies*, IMF Working Papers 15/95, May.

Barbiero F. et Z. Darvas (2014), *In sickness and in health: protecting and supporting public investment in Europe*, Bruegel Policy Contribution 2014/02, February.

BCE (2016), « L'investissement public en Europe », *Bulletin économique*, 2, 81-96.

Blanchard O. et F. Giavazzi (2004), *Improving the SGP Through a Proper Accounting of Public Investment*, CEPR Discussion Paper 4220, February.

BNB (2016), « Reprise morose des investissements dans la zone euro », encadré 3 dans *Rapport 2015*, 74-78.

Bogaert H. (2016), *Improving the Stability and Growth Pact by integrating a proper accounting of public investments: a new attempt*, Federal Planning Bureau, Working Paper 1-16, January.

Bom, P.R.D. et J.E. Lighthart, 2014, « What Have We Learned From Three Decades of Research on the Productivity of Public Capital », *Journal of Economic Surveys*, 28(5), 889-916.

Butzen P., S. Cheliout, E. De Prest, S. Ide et W. Melyn (2016), « Pourquoi la reprise des investissements dans la zone euro ne décolle-t-elle pas ? », BNB, *Revue économique*, septembre, 89-110.

CE (2014a), *Un plan d'investissement pour l'Europe*, Communication de la Commission au Parlement européen, au Conseil, à la Banque centrale européenne, au Comité économique et social européen, au Comité des régions et à la Banque européenne d'investissement, 26 novembre.

CE (2014b), *Examen annuel de la croissance 2015*, Communication de la Commission au Parlement européen, au Conseil, à la Banque centrale européenne, au Comité économique et social européen, au Comité des régions et à la Banque européenne d'investissement, 28 novembre.

CE (2015a), *Utiliser au mieux la flexibilité offerte par les règles existantes du Pacte de stabilité et de croissance*, Communication de la Commission au Parlement européen, au Conseil, à la Banque centrale européenne, au Comité économique et social européen, au Comité des régions et à la Banque européenne d'investissement, 13 janvier.

CE (2015b), *Investir dans la croissance et l'emploi – Optimiser la contribution des Fonds structurels et d'investissement européens*, Communication de la Commission, 14 décembre.

CE (2015c), Règlement (UE) 2015/1017 du Parlement européen et du Conseil du 25 juin 2015 sur le Fonds européen pour les investissements stratégiques, la plateforme européenne de conseil en investissement et le portail européen de projets d'investissement et modifiant les règlements (UE) n° 1291/2013 et (UE) n° 1316/2013 – le Fonds européen pour les investissements stratégiques. Journal officiel de l'Union européenne, 1<sup>er</sup> juillet.

CE (2016), *Combinaison des Fonds structurels et d'investissement européens (ESI) et du Fonds européen pour les investissements stratégiques (EFSI) – Foire aux questions*, 22 février.

EC (2004), *Public finances in EMU – 2004*, European Economy 3.

EC (2016), *The investment plan for Europe*, State of play, July.

EC, EIB (2014), *Factsheet 1 – Why does the EU need an investment plan?*, *Factsheets on the Investment Plan*, 26 November.

Gomes, S., Jacquinot, P. et M. Pisani (2010), *The EAGLE. A model for policy analysis of macroeconomic interdependence in the euro area*, ECB Working Paper 1195.

ICN (2014), *Comptes nationaux SEC 2010. Le nouveau cadre de référence des comptes nationaux*, septembre.

IMF (2014), « Is it time for an infrastructure push? The macroeconomic effects of public investment », *World Economic Outlook*, Chapter 3, 75-114, October.

IMF (2015), *Making Public Investment more efficient*, Staff Report, June.

Juncker J-C (2014), *Un nouvel élan pour l'Europe: mon programme pour l'emploi, la croissance, l'équité et le changement démocratique, Orientations politiques pour la prochaine Commission européenne*, Discours d'ouverture de la session plénière du Parlement européen, 15 juillet.

Melyn W., L. Van Meensel et S. Van Parys (2015), « Le cadre de gouvernance européen en matière de finances publiques: explication et évaluation », BNB, *Revue économique*, septembre, 81-109.

Moesen W. (2015), *De begroting als een publieke grabbelton versus civiel kapitaal*, Leuvense Economische Standpunten, 2015/147, 12 maart.

Moesen W. (2016), *De begrazing van de begroting, de gouden financieringsregel en andere bekommernissen*, 17 februari.

Truger A. (2015), *Implementing the Golden Rule for Public Investment in Europe: Safeguarding Public Investment and Supporting the Recovery, Welfare, Wealth, Work for Europe*, Policy Paper 22, March.

# Summaries of articles

## Monetary and fiscal policies in the euro area: Independent but connected

Before the onset of the financial and economic crisis in 2007, one seemed to know a good recipe for effective macroeconomic stabilisation. In a nutshell, an independent central bank with its interest rate instrument guarantees price stability and the fiscal authority, in order not to interfere, ensures that public finances are healthy. The crisis, however, challenged the standard policy framework, as the latter did not foresee the many interactions between monetary and fiscal policy that emerged during the crisis. This article discusses some of these interactions in the euro area and thus promotes better insight into the complex links between the two policy domains.

JEL codes: E52, E58, E61, E62, E63

Key words: euro area, monetary policy, fiscal policy, coordination, macroeconomic stabilization, inflation.

## The distribution of household wealth in Belgium: Initial findings of the second wave of the Household Finance and Consumption Survey (HFCS)

The article draws on the preliminary findings of the second wave (2014) of the Household Finance and Consumption Survey (HFCS) to analyse the structure and distribution of household wealth in Belgium, and compares these with the findings of the first wave (2010) as pertaining to Belgium. All things considered, income and wealth distribution in Belgium have remained fairly stable. A comparison of survey findings for 2010 and 2014 reveals increased investment in – and loans attracted towards – other property, in addition to households' main residences. The survey also finds that households have shifted away from direct investment in the equity and bond markets and now have more investments in mutual funds. With such assets held almost exclusively by wealthier households, it is this particular group's portfolio decisions that determine this overall outcome. Income from capital – i.e. interest income, dividends and rental income – came down on average in the 2010-14 period, mainly due to lower interest rates. This type of income is primarily found in the wealthiest households. Survey findings reveal increased participation and higher outstanding amounts for all types of loans. A more detailed analysis points to potential pockets of risk in the mortgage market, particularly for single-parent families and to a lesser degree also single-person households.

JEL codes: D14, D31

Key words: Household Finance, Wealth Distribution, Income Distribution

## Belgium's inward and outward foreign direct investment

The article analyses the size and the economic impact of Belgium's foreign direct investment (FDI), both inward and outward. Outstanding FDI figures confirm Belgium's status as a small, open economy. However, a large proportion of that investment is capital in transit, partly owing to government initiatives which in past years aimed to attract FDI, particularly by means of tax incentives such as the notional interest deduction. In net terms, and thus excluding the impact of capital in transit, inward FDI exceeds outward FDI. This is an atypical situation for a developed economy with a substantial savings surplus.

Belgium's FDI relationships entail a loss of net income to the rest of the world. This adverse financial result is due partly to the low level of net outward FDI, but also to a relatively low return on Belgium's outward FDI. However, FDI relationships do have a favourable impact on Belgium's real economy. Firms receiving inward or engaging in outward FDI generally achieve higher productivity and make a positive contribution to Belgium's net exports. As regards employment in Belgium, the economic crisis affected jobs in Belgium-based subsidiaries of foreign groups to a much greater extent than jobs in Belgian parent companies and purely domestic firms.

JEL codes: F21, F23, F30, G30

Key words: foreign direct investment, investment income balance, multinationals, productivity

## How to stimulate entrepreneurship in Belgium?

While the creation of businesses is very important for economic growth, Belgium's performance in that regard has been below the EU15 average for many years. The same can be said of the percentage of self-employed workers in the population of working age. As well as establishing that fact, this article tries to identify some of the reasons behind it.

Being multidimensional in character, entrepreneurship is influenced by numerous factors. They are grouped into five main categories. Belgium does fairly well in regard to market conditions, and is average in terms of the regulatory framework, access to finance, and entrepreneurial capabilities. However, in regard to its entrepreneurship culture, Belgium was at the bottom of the EU15 ranking between 2009 and 2015. That therefore appears to be one of the main factors explaining Belgium's poor performance in regard to setting up new businesses.

Consequently, it is vital to promote a positive view of entrepreneurship, helping to reduce the fear of failure and the associated stigma, and to encourage creativity and risk-taking. Stimulating the entrepreneurial culture requires an approach based on multiple channels, including schools and the media. Such a change of culture could make a significant contribution towards preserving and enhancing the future prosperity of Belgium.

JEL codes: L26, M13, O31

Key words: entrepreneurship, determinants, entrepreneurial culture

## Why is investment in the euro area continuing to show only weak recovery?

Since the onset of the global financial crisis, investments in the euro area were cut dramatically and they have not yet returned to their pre-2008 levels. Low levels of investments do not merely depress demand – a highly cyclical component – but also undermine an economy's long-term growth potential. The article attempts to explain the recent evolution of euro area investment. More specifically, it investigates the factors hindering a capital spending revival and the European policy initiatives that have been taken to remedy the situation.

From both an international and a historical perspective – i.e. compared with previous post-crisis periods – we are looking at a highly unusual state of investment's recovery which drags on. There may possibly be a persistent component to the

shortfall, in as much as it is an adjustment to previously excessive spending, particularly by households on residential property. That said, business investment has also yet to stage a major recovery.

Focusing on business investment, it is apparent that subdued economic growth has combined with underutilised production resources to clearly reduce the necessity of such investment. But a weak business cycle alone does not explain business investment dynamics: this article draws on the accelerator model to demonstrate that a set of other factors also underlies the weak investment dynamics since 2012, e.g. uncertainty, financing restrictions, ongoing deleveraging and fragmentation of the financial markets.

In addition to these short-term factors, a number of structural changes have taken place in the past decades, changes that may have triggered more secular trends. This is a complex theme, however, and it is unclear what the impact on capital spending has been of globalisation and the shift to a service-based society in advanced economies. Demographic trends, and particularly population ageing, are claimed by some to necessitate less investment, but one might equally argue that more capital-intensive production practices should be implemented to offset negative effects on growth.

The euro area appears to be stymied in an unfavourable equilibria of slow economic growth and lagging investment. The Investment Plan for Europe attempts to break this adverse loop by increasing funding capacity through an investment fund, and by improving the general investment climate. Also known as the Juncker Plan, its aim was to generate € 315 billion of investments within three years – and a year on it looks more or less on track to achieve this aim. The same drive also saw the launch of the Capital Markets Union initiative, whose aim is to create a fully integrated European capital market in due course and which should make funding easier for SMEs. However, this initiative is still very much on the drawing board.

JEL codes: E22, E60,

Key words: investments, accelerator model, secular trends, Juncker Plan, euro area

### Should public investment be boosted ?

Public investment is currently at a low level in Belgium and in many other European countries. However, public investment has a very positive impact on economic activity and on an economy's production potential. It is therefore advisable to boost that investment, though of course without impairing the consolidation of public finances necessary to safeguard their sustainability.

The article offers an overview of public investment and the initiatives for promoting it. A first section analyses the components of public investment, describes the trend in that investment and compares the situation in Belgium with the European picture. A second section examines the macroeconomic impact of public investment and sets out numerous arguments explaining why that investment needs to be increased. The last section looks at the various possible ways of encouraging an increase in public investment, which is desirable in the current circumstances. The article ends with some conclusions.

As regards the statistical treatment of investment under the ESA 2010 methodological framework, the basic rules are clear and it is not desirable to redraft them. As regards the application of the European fiscal rules under the Stability and Growth Pact, serious consideration should be given to revising the way in which public investment is taken into account, with a view to more favourable treatment of that expenditure. This could be done by replacing investment expenditure with the amortisation of public investments when determining the relevant budget balance.

JEL codes: E22, E60, E61, E62, H50, H54, H60

Key words: public investment, investment multipliers, Stability and Growth Pact, Belgium, Europe.

# Abstracts from the Working Papers series

## 299. Economic importance of the Belgian ports: Flemish maritime ports, Liège port complex and the port of Brussels – Report 2014 by G. Van Gastel, June 2016

The paper is an annual publication issued by the Microeconomic Analysis service of the National Bank of Belgium and provides an extensive overview of the economic importance and development of the Flemish maritime ports, the Liège port complex and the port of Brussels for the period 2009-2014, with an emphasis on 2014. Focusing on the three major variables of value added, employment and investment, the report also provides some information based on the social balance sheet and an overview of the financial situation in these ports as a whole. These observations are linked to a more general context, along with a few cargo statistics.

## 300. Misalignment of productivity and wages across regions? Evidence from Belgian matched panel data by F. Rycx, Y. Saks, I. Tojerow, July 2016

The paper is one of the first to estimate how the region in which an establishment is located affects its productivity, wage cost and cost competitiveness (i.e. its productivity-wage gap). To do so, the authors use detailed linked employer-employee panel data for Belgium and rely on methodological approaches from both Hellerstein and Neumark (1995) and Bartolucci (2014) to estimate dynamic panel data models at the establishment level. Their findings show that inter-regional differences in productivity and wages are significant but vanish almost totally, both in industry and services, when controlling for a wide range of covariates, establishment fixed effects and endogeneity. Thus, their results suggest that wage cost and productivity differentials are *ceteris paribus* relatively well aligned across regions.

## Signes conventionnels

%	pour cent
cf.	confer
etc.	et cætera
p.m.	pour mémoire
vs	versus

# Liste des abréviations

## Région ou pays

BE	Belgique
DE	Allemagne
EE	Estonie
IE	Irlande
EL	Grèce
ES	Espagne
FR	France
IT	Italie
CY	Chypre
LT	Lituanie
LU	Luxembourg
LV	Lettonie
MT	Malte
NL	Pays-Bas
AT	Autriche
PT	Portugal
SI	Slovénie
SK	Slovaquie
FI	Finlande
EA	Zone euro
UE	Union européenne
UE15	Union européenne, à l'exclusion des pays ayant adhéré après 2003
UK	Royaume-Uni
JP	Japon
US	États-Unis
BR	Bruxelles
VL	Flandre
WL	Wallonie

## Autres

ABSP	Asset-backed securities purchase programme – Programme d’achats de titres adossés à des actifs
APP	Asset purchase programme – Programme d’achats d’actifs
AWM	Area-Wide Model
BCE	Banque centrale européenne
BDN	Banques de développement nationales
BEI	Banque européenne d’investissement
BFP	Bureau fédéral du plan
BLS	Bank Lending Survey – Enquête sur la distribution du crédit bancaire
BNB	Banque nationale de Belgique
BPM6	6 <sup>e</sup> manuel de la balance des paiements
BRIC	Brésil, Russie, Inde et Chine
CBPP3	Third covered bond purchase programme – Troisième programme d’achats d’obligations sécurisées
CE	Commission européenne
CEI	Communauté des États indépendants
CNUCED	Conférence des Nations unies sur le commerce et le développement
CSPP	Corporate sector purchase programme – Programme d’achats de titres du secteur des entreprises
DGS	Direction générale Statistiques
DTA	Debt-to-asset ratio
DTI	Debt-to-income ratio
DSTI	Debt-service-to-income ratio
EAGLE	Euro Area and Global Economy
EAPP	Expanded asset purchase programme – Programme étendu d’achats d’actifs
ECOFIN	Conseil pour les Affaires économiques et financières/Conseil Ecofin
EFT	Enquête sur les forces de travail
EMU	Economic and Monetary Union – Union économique et monétaire
EPUI	Economic Policy Uncertainty Index
FEIS	Fonds européen pour les investissements stratégiques
FEILT	Fonds européens d’investissement à long terme
FMI	Fonds monétaire international
GEM	Global Entrepreneurship Monitor
G20	Groupe des vingt
HFCN	Household Finance and Consumption Network
HFCS	Household Finance and Consumption Survey
ICN	Institut des comptes nationaux
IDE	Investissements directs étrangers
IMD	International Institute for Management Development
INASTI	Institut national d’assurances sociales pour travailleurs indépendants
IPCH	Indice des prix à la consommation harmonisé
MES	Mécanisme européen de stabilité

OCDE	Organisation pour la coopération et le développement économiques
OMT	Opérations monétaires sur titres
OMT	Objectif à moyen terme
PEG	Position extérieure globale
PEGN	Position extérieure globale nette
PIB	Produit intérieur brut
PME	Petites et moyennes entreprises
PMV	Participatiemaatschappij Vlaanderen
PSC	Pacte de stabilité et de croissance
PSPP	Public sector purchase programme – Programme d’achats de titres du secteur public
R&D	Recherche et développement
RNB	Revenu national brut
SA	Société anonyme
SAFE	Survey on the access to finance of small and medium-sized enterprises
SEBC	Système européen de banques centrales
SEC	Système européen des comptes
SNCB	Société nationale des chemins de fer belges
SPF	Service public fédéral
SPF ETCS	Service public fédéral Emploi, Travail et Concertation sociale
TLTRO	Targeted longer-term refinancing operations – Opérations de refinancement à plus long terme ciblées
UEM	Union économique et monétaire
UMC	Union des marchés de capitaux
UN	United Nations – Nations unies
UNCTAD	United Nations Conference on Trade and Development
WEF	World Economic Forum – Forum économique mondial

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



Éditeur responsable

Jan Smets  
Gouverneur

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

Personne de contact pour la Revue

Luc Dufresne  
Secrétaire général

Tél. +32 2 221 24 96 – Fax +32 2 221 30 91  
luc.dufresne@nbb.be

© Illustrations: Banque nationale de Belgique  
Couverture et mise en page: BNB AG – Prepress & Image  
Publié en septembre 2016

